

L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona

MARIO SARCINELLI*

1. Introduzione

Nella iniziale gestazione del Trattato di Maastricht ebbi una piccola parte quale rappresentante del Tesoro italiano (Dyson e Featherstone, 1999), che si concluse con il mio passaggio alla neo-costituita Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BERS) nei primi mesi del '91. Le mie preoccupazioni durante il periodo in cui partecipai al negoziato riguardarono più la parte economica della progettata unione che quella monetaria. Prima di tutto perché quest'ultima era stata il frutto principale del *Rapporto Delors*, approvato da tutti i governatori delle dodici banche centrali partecipanti, e di cui era stato *rapporteur* il compianto Tommaso Padoa Schioppa; in secondo luogo perché la parte economica non era stata oggetto di proposte altrettanto innovative (Sarcinelli, 2009). Perciò, anche se il Trattato di Maastricht parla di Unione economica e monetaria (UEM), di fatto si diede vita a un'Unione monetaria europea, divenuta operativa nel 1999.

Come notai nello studio in cui commentavo il rapporto della Commissione per il decimo compleanno dell'euro (European Commission – DGEFA, 2008), la sbilanciata struttura dell'UEM non impedì di conseguire notevoli successi sul fronte monetario, per qualcuno inattesi,¹ in un ambiente 'benigno', che negli Stati Uniti, sino alla crisi recente, è stato definito della *great moderation*, sicché i critici dell'euro non hanno mancato di qualificarla come *fair-weather currency*. Infatti, con l'imbrigliamento delle pubbliche

* Dexia Crediop. E-mail: mario.sarcinelli@tiscalinet.it. L'autore si è basato su questo testo per la IX Lezione Arcelli, tenuta a Piacenza presso l'Università del Sacro Cuore il 1° marzo 2013. Egli è grato ai *discussants*, dott. Francesco Arcelli, dott. Federico Galizia, prof. Francesco Timpano e prof. Giacomo Vaciago, per l'attenzione e per gli stimoli; nonché al prof. Alessandro Roncaglia per avere letto una precedente versione. Come sempre, resta unico responsabile di errori, omissioni e opinioni.

¹ Sullo scetticismo e sull'incredulità prevalenti tra gli economisti americani, si veda Jonung e Drea (2009).

finanze, i temuti *shock* asimmetrici da domanda pubblica, con le eccezioni di Grecia e Portogallo, hanno lasciato il campo a quelli da domanda privata, in particolare nel settore immobiliare di Irlanda e Spagna, e soprattutto a quelli comuni all'intera area, per effetto di fluttuazioni nel tasso di cambio, alternanze nei prezzi delle materie prime e dell'energia, spostamento dei vantaggi comparati. Inoltre, la gestione monetaria è stata in grado di ancorare le aspettative inflazionistiche, salvaguardando il potere d'acquisto della nuova moneta, anche se i consumatori hanno spesso, in particolare al momento del *changeover*, percepito un'inflazione maggiore di quella statisticamente registrata. La dimensione dell'area in cui l'euro ha assunto corso legale, ampliata dagli 11 Stati iniziali sino a comprendere 17 membri ha contribuito, infine, a diffonderne e a consolidarne l'uso come moneta in cui fatturare, effettuare pagamenti, denominare le attività finanziarie e accumulare riserve (Bini Smaghi, 2008, pp. 77 e ss.).

Anche se la globalizzazione finanziaria non era esplicitamente annoverata tra le sfide, ma se ne percepivano i pericoli tanto da indurre a scrivere che la stessa sembrava “avere aumentato il potenziale per crisi finanziarie di grande ampiezza, con importanti rotture nel processo di crescita” (European Commission – DGEFA, 2008, p. 162), ben presente in quello studio era la dimensione intra-europea della globalizzazione. Infatti, veniva riconosciuto come fondamentale e pervasivo il legame tra la moneta unica e l'integrazione dei mercati finanziari. In un'area valutaria formata da più Stati, per l'assenza del tasso di cambio e per giunta, nel caso dell'eurozona, di un sostanziale potere fiscale a livello centrale, l'aggiustamento deve procedere attraverso il flusso dei fattori e/o la variazione dei loro prezzi.² L'onere ricade quindi sul lavoro e sul capitale. Il primo, però, è caratterizzato da un livello dei salari piuttosto rigido verso il basso e da una migrazione all'interno dell'area costosa e difficile per ragioni linguistiche, sociali, di portabilità dei diritti sociali, ecc. Al contrario, il capitale, e in particolare quello finanziario:

- a) è altamente mobile;
- b) permette la condivisione del rischio;

² Sui meccanismi di aggiustamento delle OCA (*optimum currency areas*) si veda Mundell (1961), McKinnon (1963), Kenen (1969).

- c) consente la redistribuzione intertemporale dei consumi, che si rivela essenziale laddove la dimensione e il ruolo del bilancio comune o federale non permettono una funzione compensatrice;
- d) rende più efficace la politica monetaria, migliorandone i meccanismi di trasmissione;
- e) riduce il ruolo della politica fiscale quale strumento di stabilizzazione, a causa dell'integrazione dei mercati, e della maggiore probabilità di shock di offerta, da affidare per la cura di preferenza al mercato, non a una politica fiscale discrezionale;
- f) incoraggia le riforme strutturali facendo affluire i fondi dove sono più produttivi: in un'area valutaria al cui interno non esiste più rischio di cambio, risulta in diminuzione la preferenza per gli emittenti locali, e non è più avvertito lo squilibrio della bilancia dei pagamenti sino a quando... non è più finanziabile!³

È proprio dall'ultimo meccanismo citato, vale a dire l'afflusso di fondi a causa della scomparsa del rischio di cambio, dell'insensibilità all'andamento della bilancia dei pagamenti e della diversificazione degli investimenti su più paesi dell'eurozona, e in particolare su quelli dai tassi di interesse nominali più alti, che si sono originati i problemi degli ultimi anni. Su quest'area di rischio per l'UEM, la comunità degli economisti attirò l'attenzione dei responsabili della politica economica, affinché si apprestassero opportune difese?

2. Il dibattito post-Maastricht

In verità, la discussione tra gli economisti negli anni '90 si era concentrata su due aspetti: sul movimento verso un'accresciuta convergenza o una maggiore divergenza tra i membri dell'UEM e sull'impatto destabilizzante di una politica monetaria unica.

Indagando sul primo tema, era stato posto in luce che l'unione monetaria in Europa, se comparata con gli Stati Uniti, sarebbe stata

³ Sugli squilibri della bilancia dei pagamenti nell'eurozona, si veda: Alessandrini *et al.* (2012), Cesaratto (2012).

caratterizzata da una più forte asimmetria tra paesi, in particolare con quelli periferici, e da meccanismi di aggiustamento più deboli, per la bassa mobilità del lavoro e per l'assenza di meccanismi volti alla condivisione dei rischi (Bayoumi e Eichengreen, 1999). A questa tesi, critica se non pessimistica, ne fu opposta una decisamente rosea che vedeva le diverse economie convergere ed endogenamente promuovere, soprattutto attraverso lo sviluppo del commercio intra-area, l'evoluzione dell'eurozona in un'area valutaria ottimale (Frankel e Rose, 1997; 1998). Lo stesso meccanismo, altri sostennero, poteva invece portare, attraverso effetti di agglomerazione, ad accresciute divergenze (Krugman, 1993).

In merito al secondo tema, fu fatto notare che in presenza di forti asimmetrie tra i paesi membri *a single monetary policy fits none*, il che genera un'inflazione specifica per ogni singolo Stato, con riduzione del tasso di interesse reale, apprezzamento del cambio reale, e quindi destabilizzanti effetti prociclici (Walters, 1990). La risposta a questa critica fu che attraverso le aspettative razionali gli operatori sarebbero stati in grado di internalizzare il vincolo monetario e prevenire un duraturo apprezzamento del tasso di cambio reale (Emerson *et al.*, 1990). Nonostante qualche evidenza sul persistere di diversi tassi di inflazione nei vari Stati negli anni 2000, l'ottimismo continuò a prevalere, tanto da far affermare a un acuto studioso di cose europee:

“È impressionante osservare quanto erronee si siano rivelate le previsioni ottimistiche sulla convergenza. Dal 1999 al 2002 le differenze all'interno dell'eurozona si aggravarono, i disallineamenti dei tassi di cambio reali peggiorarono, i disavanzi delle partite correnti si ampliarono e le posizioni nette sull'estero crebbero” (Pisani-Ferry, 2012, p. 3).

Le vere sorprese sono venute, però, dal fronte dell'integrazione finanziaria, cioè dalla conquista più significativa della moneta unica. Il lato sfavorevole e anche pericoloso della finanza è rappresentato dalla formazione di bolle, da cicli di *boom and bust*, da un accresciuto rischio di contagio, da un andamento prociclico dei flussi finanziari. Nel contesto dell'UEM queste manifestazioni negative dell'attività finanziaria si sono tradotte in un'interazione tra fragilità bancaria e dimensione del debito pubblico. Inoltre, la debolezza finanziaria di un membro dell'UEM ha attirato l'attenzione sul suo squilibrio di bilancia dei pagamenti; non solo gli

investitori non hanno più inteso coprirlo acquistando i titoli di quel paese, ma hanno alleggerito i propri portafogli delle relative attività, percepite come rischiose, con conseguenze sulle quotazioni soprattutto dei titoli pubblici e sullo *spread* nei confronti di paesi 'virtuosi' come la Germania, e con nocimento del mercato unico, frammentatosi nella sua dimensione finanziaria. Inoltre, la prociclicità dei flussi finanziari si è manifestata a pieno, e con essa il contagio nei confronti di paesi con un minor grado di debolezza, ad esempio l'Italia rispetto alla Spagna, facendo riemergere un rischio di cambio allorché si è diffuso il timore di un abbandono dell'eurozona da parte di uno o più membri in difficoltà.

Perciò, a mio avviso, la crisi non è originata dall'euro, ma dagli eccessivi debiti pubblici e/o privati dei paesi periferici dell'eurozona (Sarcinelli, 2012), principalmente di quelli mediterranei, debiti pubblici che potevano essere eccessivi anche prima della crisi (è il caso dell'Italia) o essere divenuti tali per effetto dei salvataggi bancari (come è accaduto all'Irlanda). In verità, anche negli Stati Uniti è stato l'eccessivo indebitamento delle famiglie per coronare il 'sogno americano' dell'acquisto della casa, a innescare la crisi che si è poi estesa ad altri segmenti del mercato e al resto del mondo. A causa di una più pessimistica valutazione del rischio, l'euro è stato temporaneamente abbandonato dagli investitori, con indebolimento del tasso di cambio verso le altre monete, molto più alti tassi di rifinanziamento per i paesi fortemente indebitati e per alcuni di essi l'impossibilità di ricorrere ai mercati finanziari.

Tutto ciò ha richiesto una risposta per il breve periodo da parte della BCE che si è spinta sino ai limiti del proprio mandato, fissato da un trattato internazionale, ma soprattutto un ripensamento del governo dell'UEM e un ulteriore trasferimento di sovranità dal livello nazionale a quello comunitario.

3. Un segno da TPS?

Poiché gli artefici principali dell'UEM furono Jacques Delors e Tommaso Padoa Schioppa (TPS), cosa proporrebbero oggi per porre riparo alle debolezze che la loro creatura ha manifestato? Purtroppo, almeno nel

caso di Tommaso, non possiamo saperlo, ma gli studiosi che riconoscendosi nel suo nome hanno scritto, sotto le insegne di Notre Europe, un rapporto (Henderlein *et al.*, 2012) volto a completare l'UEM sono certamente portatori attendibili del suo messaggio. Nella prefazione a questo documento Jacques Delors e Helmut Schmidt hanno scritto:

“Nel nuovo contesto creato dalla crisi in corso, il grande interesse di questo Rapporto è la chiamata al ‘completamento dell’euro’ sulla base di analisi molto acute e pragmatiche delle sfide in gioco, ma anche con l’obiettivo di proporre opzioni decisive e fattibili [...] andando oltre il breve termine e cercando di identificare i principali problemi strutturali dell’eurozona” (pp. 1-2).

In verità, è a rischio il contratto sociale di lungo termine che TPS (Padoa Schioppa, 1987) teorizzò come base della Comunità (oggi Unione) e dei suoi Stati membri, al punto che una rottura dell’area dell’euro non può essere affatto esclusa e forze politiche, sia pure minoritarie, se ne fanno portavoce in alcuni paesi, Italia compresa. Ne discende che il gruppo che ha scritto il rapporto di Notre Europe ha proceduto a formulare le sue proposte sulla base di due principi: l’inaccettabilità dell’arretramento nel processo di integrazione monetaria in Europa, e l’avanzamento strettamente necessario, quindi il minore possibile, verso l’unione politica ed economica. Anche se le radici della presente crisi sembrano risiedere nella contraddittoria coesistenza di una moneta unica e sovranazionale con politiche economiche a dimensione statale, per superarla non è affatto necessario creare un super-Stato, né ricadere nella frammentazione monetaria. La ricetta raccomandata nel documento è una varietà *sui generis* di federalismo fiscale, da realizzare per gradi, come esplicitamente si afferma nelle conclusioni. Per porre riparo agli attuali difetti, è necessario agire su vari fronti.

A) La prima falla alla quale, secondo il rapporto citato, bisogna mettere riparo è la primazia del tasso di interesse reale rispetto al cambio reale, che si è avuta nei primi dieci anni di vita dell’euro. Proprio la caratteristica della moneta unica, cioè *one size fits none*, ha determinato effetti prociclici nella maggior parte dei paesi membri, con conseguenti divergenze e squilibri, a causa dell’insufficiente spinta da parte del tasso di cambio reale nel promuovere la convergenza dei prezzi e il riassorbimento degli squilibri.

B) Il secondo punto debole risiede nel coordinamento delle politiche fiscali e nella supervisione delle stesse, diventate critiche per l'eurozona soltanto quando si è innescato il meccanismo delle crisi di solvibilità auto-realizzanti. Infatti, non sembra esservi stata una tempestiva introduzione del fatto che i singoli paesi dell'eurozona emettendo i propri debiti in una moneta sulla quale non avevano, né hanno, il controllo erano e sono esposti a crisi di liquidità non risolubili attraverso il deprezzamento del cambio, con aumento quindi della probabilità di insolvenza.

C) Il terzo neo è rappresentato proprio dalla struttura dei mercati finanziari. Per l'interdipendenza dei sistemi bancari, quelli dell'eurozona costituiscono un tutt'uno dalle elevate possibilità di osmosi, ma anche di contagio al suo interno. Per converso, i singoli paesi sono stati sino ad oggi responsabili individualmente della supervisione e dei salvataggi del proprio sistema. In seguito a questi ultimi, il rischio bancario aggrava il rischio sovrano, che a sua volta retroagisce su quello bancario in funzione della dimensione del portafoglio di titoli pubblici in mano alle banche, con forti esternalità negative sul resto dell'unione monetaria.

Per rispondere alla problematica *sub A*), vale a dire per restituire forza al tasso di cambio reale rispetto a quello di interesse, gli estensori del rapporto propongono tre strade, da percorrere a mio avviso congiuntamente. La prima è il completamento del mercato unico, poiché l'euro si giustifica solo per l'esistenza e per l'efficiente funzionamento di quest'ultimo;⁴ in effetti, non è soltanto il suo ampliamento, ad esempio, al settore dei servizi che conta, ma per l'aggiustamento attraverso il cambio reale è importante soprattutto la reattività dei prezzi e dei salari, in particolare se la mobilità del lavoro è minima o nulla. Una seconda misura è l'istituzione di un fondo assicurativo per la stabilizzazione ciclica, per controbilanciare la politica monetaria che proprio per essere unica non risponde pienamente alle esigenze di alcuno dei paesi che hanno adottato l'euro. Il fondo dovrebbe essere creato al di fuori del bilancio comunitario, rimanere sotto il controllo dei parlamenti nazionali, permettere trasferimenti largamente automatici,

⁴ Per gli effetti della crisi dell'euro sul mercato unico e sulle sue prospettive si veda Dullien (2012).

evitare nel lungo periodo, se costruito in modo opportuno, movimenti in una sola direzione. In assenza di uno schema preciso, è difficile esprimere un'opinione sulla realizzabilità, sulla rispondenza di questa misura allo scopo e sulla competenza dei parlamenti nazionali. Comunque, in precedenza era già stata autorevolmente sottolineata l'importanza della leva fiscale per rimediare ai difetti della politica monetaria unica (Kenen, 2002). Infine, le strutturali differenze nell'eurozona tra regioni o paesi più ricchi e più poveri sono rilevanti sotto il profilo politico della solidarietà e di una minore dispersione nei livelli di reddito, ma l'esistenza dell'euro non richiede di per sé, secondo gli autori, forti politiche redistributive.

Con riferimento a B), l'intendimento è quello di rendere l'UEM più reattiva in futuro alle crisi fiscali. La critica all'originaria architettura dell'UEM è che essa non è stata basata in modo coerente né su un criterio ancorato al mercato (divieto di salvataggio, possibile insolvenza sovrana, proibizione della monetizzazione dei debiti), né su un metodo gerarchico incentivante (approccio dall'alto verso il basso alla politica fiscale, 'bastone e carota' con un sistema sanzionatorio severo e un prestatore di ultima istanza). Per la cattiva prova data nella crisi ancora in corso da questa struttura mista, il rapporto propone di dare molto più peso al metodo gerarchico incentivante e parecchio di meno a quello basato sul mercato. I paesi dell'eurozona dovrebbero diventare oggetto di una sorveglianza molto più severa per quanto riguarda i loro bilanci pubblici, ed essere disposti ad abbandonare parti sostanziali della loro sovranità, poiché quest'ultima viene meno quando la solvibilità diventa dubbia o scompare. Allo stesso tempo, dovrebbe intervenire una garanzia a livello dell'UEM per consentire un accesso ai mercati dei debiti pubblici a condizioni accettabili. A questo fine si avanza l'idea di un'Agenzia Europea del Debito, dalle capacità di intervento piuttosto articolate – nella cui disamina non è il caso di addentrarsi – e in grado di finanziarsi emettendo *eurobonds*. Logica conseguenza è la comunitarizzazione del debito, processo sul quale molti si sono esercitati.

Per C) si parte dalla constatazione che il principale canale di trasmissione degli squilibri all'interno dell'eurozona è stato il sistema bancario, che vive il paradosso dell'integrazione del mercato divenuto unico e della struttura nazionale della supervisione. Perciò, gli autori del rapporto sollecitano con

forza la concentrazione dei poteri di supervisione microprudenziale al livello dell'area, l'attribuzione dei medesimi alla BCE o a un'istituzione che collabori strettamente con quest'ultima, e la creazione di un'autorità per la risoluzione delle crisi bancarie che si ispiri al modello dell'americana FDIC; quest'ultima concentra in sé le responsabilità per l'assicurazione dei depositi e per la liquidazione delle banche insolventi.

4. Sfide del mercato e reazioni dell'UE e dell'UEM

È tempo di tornare all'esame dei fatti, agli sforzi dispiegati in questi ultimi anni per rispondere alle sfide poste dalla crisi finanziaria e per migliorare il governo dell'UE e, soprattutto, dell'UEM o eurozona. Il modello inaugurato dal Trattato di Maastricht – volendo essere pienamente ortodossi – prevedeva una BCE indipendente e votata prioritariamente alla lotta all'inflazione, un divieto di *bail-out* e un patto di stabilità; queste caratteristiche istituzionali avrebbero dovuto convincere risparmiatori e mercati che ciascuno Stato membro non poteva contare che sulle proprie forze per onorare il debito pubblico. Il convincimento che ha a lungo prevalso, come mostra l'andamento degli *spreads* tra i debiti pubblici dei paesi 'virtuosi' e di quelli non, è che la partecipazione all'eurozona conferiva agli Stati partecipanti una sorta di assicurazione sui loro debiti. Se si vuole, è stato il pericolo di mettere a repentaglio i sistemi bancari che avevano acquistato titoli pubblici dal più alto rendimento perché di fatto maggiormente rischiosi che ha portato a non seguire la stretta ortodossia. In altri termini, è il mercato unico dei titoli pubblici che non ha permesso al *default* di operare come ultima spiaggia del debitore *ultra vires*, ingenerando però come reazione la segmentazione del mercato. Che cosa è avvenuto nella realtà proprio per il persistere della convinzione di una supposta assicurazione che equiparava il rischio dei debiti pubblici dell'UEM?

Il 10 maggio 2010 la BCE decise di fare interventi nei mercati dei titoli di debito pubblico e privato dell'eurozona (*Securities Markets Programme*) per assicurare spessore e liquidità a quei segmenti di mercato non più funzionanti. L'obiettivo del programma era quello di puntare ai malfunzionamenti dei mercati dei titoli e di restaurare un meccanismo di

trasmissione appropriato per la politica monetaria. La volatilità dei mercati obbligazionari nell'eurozona aumentò considerevolmente, rispetto al precedente periodo di relativa calma, nel novembre 2010 e superò i livelli osservati nel maggio 2010, quando la crisi dei debiti pubblici dell'Europa meridionale si manifestò per la prima volta. In verità, la volatilità raggiunse un livello visto da ultimo in seguito al collasso della Lehman Brothers nel settembre 2008. I differenziali nei tassi d'interesse (*spreads*) tra i titoli di Stato dell'eurozona rispetto alla Germania tornarono ad ampliarsi considerevolmente tra la seconda metà del luglio 2011 e la prima metà di agosto. Le tensioni, che erano state circoscritte più o meno a Grecia, Irlanda e Portogallo, si allargarono in misura crescente all'Italia e alla Spagna. I differenziali di rendimento per i titoli pubblici del Belgio, e in minor misura per quelli della Francia, mostrarono significativi aumenti. Il 5 agosto 2011 i differenziali per i titoli decennali raggiunsero valori record nella maggior parte dei paesi dell'eurozona. Di conseguenza, le condizioni di liquidità nei mercati dei debiti pubblici di vari paesi dell'eurozona peggiorarono drasticamente.

Quello stesso 5 agosto 2011 il presidente della BCE e il Governatore della Banca d'Italia, già designato successore di Trichet, con procedura ignota negli annali dei rapporti tra una banca centrale e uno Stato sovrano, inviarono una lettera intimando all'Italia di attuare un dettagliato programma di governo, al fine di mettere al più presto la cassa in ordine, in cambio di una implicita promessa di sostegno sul mercato secondario ai titoli di Stato. Analoga lettera, confermata dal governatore spagnolo, fu inviata da Trichet a Madrid.

Alla fine del dicembre 2011 e alla fine del successivo febbraio la BCE si lanciò in due operazioni LTRO (*long-term refinancing operations*) per un totale di €1.000 miliardi circa, per alleviare la situazione di illiquidità delle banche europee, in particolare di quelle dell'Europa meridionale tenute a rimborsare i propri bond, nonché per facilitare indirettamente il collocamento dei titoli pubblici, i quali dopo che il rischio sovrano è tornato a differenziarsi tendono a rifluire dai portafogli stranieri in quelli nazionali, se i loro emittenti sono 'deboli', e viceversa se sono 'forti'. Infatti, per l'eccesso di domanda il collocamento di titoli pubblici da parte della Germania avvenne anche con rendimenti negativi. Il rifinanziamento dei

debiti pubblici di Spagna e Italia divenne nell'estate sempre più costoso, e si rinnovarono le voci di un possibile abbandono dell'euro da parte di uno o più paesi in difficoltà, tanto che il Presidente della BCE, Mario Draghi, in un discorso a Londra dichiarò che era pronto a fare “whatever it takes” per salvaguardare la moneta unica. La positiva reazione dei mercati fu rafforzata dalla possibilità di intervento della BCE sul mercato secondario, senza limiti quantitativi *ex ante*, attraverso transazioni monetarie definitive o OMT (*outright monetary transactions*), decisa il 6 settembre con il voto contrario della Bundesbank, e soggetta a una condizionalità indiretta.

Essendo difficile forzare ulteriormente i limiti statutari della BCE, né potendo imbarcarsi nella temeraria⁵ impresa di trasformarla in una banca centrale simile alla Fed per allargarne il mandato alla salvaguardia dell'occupazione e della crescita, sono altre le strade da battere per cercare di risolvere una situazione di crisi derivante dai debiti pubblici, in grado di deflagrare e mettere in pericolo la compattezza o l'esistenza dell'eurozona e forse della stessa Unione Europea. Tra quelle effettivamente perseguite vi sono:

a) la creazione di meccanismi di protezione, o *firewalls*, come l'EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism), garantito da tutti e 27 i paesi dell'UE; l'EFSF (European Financial Stability Facility), con garanzia dei soli membri dell'eurozona e durata triennale; l'ESM (European Stability Mechanism), sempre relativo all'UEM e a carattere permanente; la finanza addizionale ottenibile dal FMI, in grado di intervenire in caso di crisi acuta per sostenere gli Stati i cui debiti pubblici sono sotto attacco, o per ricapitalizzare direttamente le banche dell'eurozona al fine di rompere il circolo vizioso tra salvataggi bancari e aumento dei debiti pubblici;

b) la disciplina di bilancio e il coordinamento della politica economica, cui è stata dedicata gran parte dell'attività diplomatica e progettuale all'interno dell'UE nel 2011, estrinsecatasi nell'accordo *Euro-Plus*, nel *Six-Pack* che ha previsto il “semestre europeo”, nel *Fiscal Compact*, cioè un separato trattato intergovernativo su stabilità, coordinamento e

⁵ A mio avviso sarebbe stato temerario per Mario Draghi, salito al vertice della BCE con il determinante sostegno tedesco, battersi per modificarne il mandato ristretto alla lotta all'inflazione, a suo tempo strenuamente voluto dalla Germania.

governo, entrato in vigore all'inizio del 2013 e firmato da tutti i paesi dell'UE, eccettuati il Regno Unito e la Repubblica Ceca;⁶

c) da ultimo, sulla base di un rapporto presentato dal Presidente Van Rompuy (2012a), l'unione bancaria, approvata nel Consiglio Europeo del 28-29 giugno 2012, che prevede, con esagerato ottimismo, il trasferimento dei poteri di supervisione alla BCE all'inizio del 2013.

5. Sforzi per coordinare la supervisione

Un rapido sguardo alle misure per la creazione di un mercato finanziario unico in Europa è un buon viatico per il cammino che condurrà prima ad armonizzare e poi a unificare la supervisione in campo finanziario, in particolare in quello bancario. Nel 1999 fu approvato dalla Commissione un "piano di azione per i servizi finanziari" che comprendeva 42 misure di armonizzazione minima. La fatica e la lentezza del processo di unificazione normativa spinsero a nominare nel 2000 un Gruppo di saggi, sotto la presidenza di Alexandre Lamfalussy, che sottopose un rapporto per spostare il baricentro della produzione normativa verso nuovi comitati, in particolare quello per i titoli presieduto dalla Commissione, e quello formato dalle autorità per la sorveglianza sui mercati, quest'ultimo con una pluralità di funzioni. Lo stesso rapporto dei saggi ammetteva che se entro il 2004 la nuova struttura decisionale non si fosse dimostrata efficace, doveva essere considerata la possibilità di modificare i Trattati e trasferire al livello dell'Unione le competenze in tema di mercato finanziario, così come era accaduto per la moneta (Sarcinelli, 2002). Sebbene avesse ricevuto solo il mandato di promuovere la convergenza delle prassi di supervisione e la cooperazione tra le autorità responsabili della stessa, il Comitato non mancò di avvertire che la maggiore efficienza che si desiderava conseguire non necessariamente si sposava con una rafforzata stabilità finanziaria.

La crisi ha messo in luce grosse faglie nella regolamentazione basata sul principio dell'*home country*, soprattutto attraverso l'esperienza delle banche islandesi e in qualche misura di quelle irlandesi. Infatti, se l'*home country* è

⁶ È in corso di approvazione un ulteriore strumento, il *two-pack*, che conferisce alla Commissione poteri più incisivi di sorveglianza sui bilanci dei paesi membri.

un piccolo paese, quest'ultimo può non essere in grado finanziariamente di onorare gli impegni verso i depositanti stranieri se una delle sue megabanche fallisce. Inoltre, nell'Unione Europea il mercato unico con il suo 'passaporto' ha incoraggiato la crescita di banche in grado di minacciare la solvibilità dell'*home country*, spingendo ad aggregazioni transfrontaliere che hanno aumentato la dimensione dei gruppi (ad esempio ABN-Amro, Santander, Unicredit), senza però indurre a costruire un'integrata struttura di supervisione. La cooperazione transfrontaliera tra i supervisori è stata tutt'altro che all'altezza, e si è rivelata fragile durante la crisi; l'unica novità al riguardo è stata la ritardata e faticosa istituzione, per i gruppi transnazionali, dei collegi dei supervisori,⁷ capitanati da un *leader*, innovazione che riprendeva un'esperienza infelice avutasi con la BCCI (Alford, 2010).

In seguito alla crisi, la struttura di supervisione nell'UE, sulla base del rapporto di un gruppo di saggi (De Larosière, 2009), fu assoggettata a un'ampia riforma nel 2010, allo scopo di rafforzare stabilità e robustezza del mercato unico nei servizi finanziari. Si decise di basare la nuova architettura su due pilastri: uno micro-economico, l'altro macro-economico, in grado di integrarsi vicendevolmente.⁸ Il primo ha visto la trasformazione dei Comitati di terzo livello in autorità di supervisione europee (EBA, ESMA, EIOPA, rispettivamente per banche, mercati e assicurazioni, compresi i fondi pensione) con poteri abbastanza limitati e operatività dall'inizio del 2011. I loro obiettivi sono il miglioramento della qualità e della coerenza della supervisione, il rafforzamento di quest'ultima sui gruppi transfrontalieri, una migliore prevenzione e gestione delle crisi nell'UE, la definizione di standard comuni, applicabili a tutte le istituzioni finanziarie. Sull'altro fronte, dopo che Consiglio e Parlamento avevano raggiunto un compromesso, si è proceduto a erigere il secondo pilastro, l'ESRB (European Systemic Risk Board), con il compito di prevenire e mitigare l'accumulazione di rischi per la stabilità finanziaria nell'UE, e di contribuire all'agevole funzionamento del mercato interno. Presieduto per il primo

⁷ Sul rafforzamento della struttura di supervisione delle istituzioni finanziarie transnazionali e sui poteri dei collegi dei supervisori, si veda Padoa Schioppa (2007).

⁸ Sulle altre dimensioni lungo le quali sta avanzando la regolamentazione dell'UE si veda Sarcinelli (2010).

quinquennio dal Presidente della BCE, l'ESRB per il proprio funzionamento può contare sulla banca che emette l'euro. Il rapporto De Larosière, infatti, aveva rilevato che la supervisione macroprudenziale non è pienamente significativa se non è rilevante per quella microprudenziale; a sua volta, quest'ultima non può salvaguardare la stabilità finanziaria senza tener conto adeguatamente degli sviluppi a livello macro. Pertanto, è stato costituito l'ESFS (European System of Financial Supervision), comprendente sia i supervisori nazionali sia quelli europei, con l'obbligo di funzionare come una rete.

6. Van Rompuy per una genuina UEM

Le decisioni del Consiglio Europeo a proposito dell'unione bancaria sono maturate nel solco dei rapporti che quattro autorità dell'UE e dell'UEM hanno rassegnato sull'argomento in sei mesi. Al Presidente Van Rompuy, insieme con i Presidenti della Commissione, dell'Eurogruppo e della BCE, va riconosciuto il merito di avere elaborato una visione dell'UEM al fine, ancora una volta ripetuto, di promuovere crescita, occupazione e stabilità. Il prossimo decennio – è stato affermato – è l'arco temporale in cui realizzare un'architettura che poggi su strutture integrate, riguardanti il settore finanziario, la materia fiscale e la politica economica. Il coronamento dell'opera si ha, infine, con il rafforzamento della legittimità democratica e dell'obbligo di rendere conto circa le azioni intraprese. I blocchi di costruzione, perciò, non sono tre ma quattro, poiché alle materie più tecniche bisogna aggiungere, quella politico-istituzionale, relativa al modo in cui si prendono le decisioni nell'UEM, da basare “sul congiunto esercizio della sovranità per le politiche comuni e per la solidarietà” (Van Rompuy, 2012a, p. 3). Movendo dal *single rulebook*, una struttura finanziaria integrata dovrebbe poggiare su due elementi: un'unica supervisione bancaria a livello europeo, un comune meccanismo di assicurazione dei depositi e di liquidazione degli intermediari insolventi.

La crisi finanziaria e quella dei debiti pubblici hanno chiaramente mostrato gli alti livelli di interdipendenza che caratterizzano l'eurozona. Ciò richiede che all'insieme dei rischi corrisponda una maggior capacità di

prendere decisioni unitarie in tema di bilancio pubblico per prevenire e correggere le derive nei singoli paesi. Nel medio termine, la prospettiva di emettere un debito comune potrebbe concretizzarsi a condizione che si proceda sulla via dell'integrazione in questo campo, la quale fa intravedere da ultimo la costituzione di una tesoreria unica.

Nell'integrazione delle politiche economiche non si va oltre il richiamo a quanto è stato previsto nell'ambito del semestre europeo e del Patto Euro-plus. Si richiama, tuttavia, la necessità di rafforzare la capacità politica e amministrativa delle istituzioni nazionali per realizzare riforme che ravvivino la crescita.

Infine, per non ridurre il controllo democratico, il trasferimento al livello europeo di poteri e competenze in materia di bilancio, prerogativa dei parlamenti nazionali, richiede che siano sviluppati forti meccanismi per la legittimazione e il rendiconto delle decisioni prese congiuntamente.

Con il viatico del Consiglio Europeo del 28-29 giugno 2012, durante il quale Monti si batté per uno scudo *anti-spread*, il lavoro congiunto di Van Rompuy e degli altri Presidenti è continuato, ed ha prodotto un rapporto interinale (Van Rompuy, 2012b) che incorpora le proposte legislative nel frattempo avanzate dalla Commissione, volte a introdurre un meccanismo unico di supervisione (SSM) e una procedura per il risanamento (*recovery*) e la liquidazione/risoluzione degli intermediari in crisi (*resolution*). In materia di bilancio si ammette che il rafforzamento della disciplina non è sufficiente, e che una capacità o dimensione fiscale è necessaria per facilitare l'aggiustamento nei paesi colpiti da shock asimmetrici, o per facilitare riforme strutturali che migliorino la competitività e la crescita potenziale, attraverso accordi di natura contrattuale. Per il ricorso congiunto dell'eurozona al mercato si accenna, in verità in modo molto ipotetico, alla possibilità di un'emissione limitata e condizionata di titoli a breve termine come i buoni del Tesoro.

Infine il rapporto finale (Van Rompuy, 2012c) esamina in maggior dettaglio le idee e le proposte avanzate nella precedente versione e si chiude con la scansione temporale degli stadi. Il primo è relativo alla sostenibilità fiscale e all'interruzione del legame tra banche e debiti pubblici, tema da tempo sul tappeto (2012-2013); il secondo al completamento della struttura finanziaria integrata e alla promozione di sane politiche strutturali a livello

nazionale (2013-2014); il terzo all'introduzione di una funzione di assorbimento degli shock asimmetrici (post-2014).

7. Commissione e Consiglio Europeo per il completamento dell'UEM

In un'unione di Stati sovrani con molteplicità di organi e istanze decisorie, un tema di *policy* è oggetto di numerose letture e frequenti rimpalli. Nel maggio 2012, per restituire fiducia nelle banche e nell'euro, il presidente della Commissione Barroso ha lanciato l'idea di un'unione bancaria, caratterizzata da un Meccanismo unico di supervisione (SSM) in grado di vigilare sulle banche, di applicare uniformemente le regole prudenziali e di esercitare la supervisione sui mercati bancari transfrontalieri.

Il 28-29 giugno il Consiglio Europeo (European Council, 2012a) ha dato mandato a Van Rompuy, coadiuvato dagli altri presidenti e alla luce del loro primo rapporto, di formulare, entro dicembre, proposte e tempi per un tale meccanismo, alla cui costituzione veniva subordinata la diretta capitalizzazione, da parte del neo-costituito ESM, delle banche dell'eurozona in difficoltà. Era questa una richiesta insistente della Spagna, per evitare di far lievitare il proprio debito pubblico come era accaduto all'Irlanda. È anche un modo, però, per spostare la responsabilità fiscale dei salvataggi bancari dal piano nazionale a quello europeo: un obiettivo per i paesi deboli e indebitati, una iattura da evitare per quelli 'virtuosi'.

In attuazione di intenzioni precedentemente manifestate, la proposta della Commissione (European Commission, 2012a), ufficializzata il 12 settembre, è stata quella di conferire alla BCE, sulla base dell'articolo 127(6) del TFEU, compiti specifici riguardanti le politiche relative alla supervisione prudenziale delle istituzioni creditizie, escluse le assicurazioni, opzione già prevista dallo Statuto della BCE. Per i conglomerati che includono imprese assicurative, la competenza sarà della BCE a livello consolidato; per le singole compagnie spetterà alle autorità nazionali, cui rimarranno anche la protezione dei consumatori, il riciclaggio del danaro sporco, ecc.

Nell'inviare il piano di azione al Consiglio e al Parlamento, la Commissione ha chiesto loro di raggiungere un accordo entro la fine del 2012 sulle sue proposte relative alla CRD4 (*capital requirements directive 4*)

e agli schemi di garanzia dei depositi, nonché su una proposta per il risanamento e per la liquidazione delle banche. Per l'attribuzione degli specifici compiti di vigilanza alla BCE, la Commissione ha proposto un regolamento del Consiglio, ma il Parlamento ha inizialmente obiettato che in tal modo lo si privava del diritto di co-decisione, facendo anche presente che i tempi raccomandati dalla Commissione erano del tutto irrealistici. Purtroppo, si continuano a indicare traguardi impossibili, dati i metodi di lavoro delle istituzioni comunitarie; non si comprende che così facendo si distrugge la loro credibilità.

Nel prendere atto del rapporto interinale dei quattro presidenti, il 18 ottobre il Consiglio Europeo (European Council, 2012b) ha indicato che una più completa unione bancaria e monetaria deve essere basata sulla struttura istituzionale e legale dell'UE, sul rispetto dell'integrità del mercato unico e sulla piena trasparenza nei confronti dei paesi non-euro. In quel Consiglio, tra la Germania, che aveva posto l'accento sulla qualità invece che sulla velocità della devoluzione, e la Francia, l'Italia e la Spagna, che avevano insistito sugli impegni presi a giugno, si è raggiunto un compromesso: il trasferimento dei poteri avverrà nel corso del 2013, ma per la fine dell'anno si dovrà completare il quadro legislativo, inclusa l'armonizzazione dei sistemi nazionali, per il risanamento e per la liquidazione delle banche, nonché per la garanzia dei depositi, da basare sulle proposte legislative della Commissione su questi stessi temi. Dopo la loro approvazione, la Commissione ha già annunciato che proporrà un unico meccanismo di liquidazione per tutti i paesi partecipanti al SSM. Per lanciare un dibattito europeo, a fine novembre 2012 la Commissione ha emanato una comunicazione per rendere più profonda l'UEM (European Commission 2012c).

Sulla base del rapporto finale di Van Rompuy e degli altri presidenti, il Consiglio (European Council, 2012c) nella riunione del 13-14 dicembre ha accettato la *roadmap* per il completamento dell'UEM, improntata a maggiore integrazione e solidarietà. Il processo prevede inizialmente il rafforzamento del governo economico, l'adozione del SSM e infine nuove regole sul risanamento e sulla liquidazione/risoluzione delle banche, nonché sull'assicurazione dei depositi. Tuttavia, le misure di cui era stata richiesta l'approvazione entro la fine dell'anno continuano ad essere urgenti, ma non

varate; la ricapitalizzazione diretta delle banche è rinviata all'introduzione di un efficace SSM e alla formulazione di regole operative, compresa la definizione dei *legacy assets*; per i meccanismi di solidarietà che possano premiare gli sforzi dei paesi membri obbligatisi contrattualmente a migliorare competitività e crescita bisognerà attendere approfondimenti, che riguarderanno anche altri temi, da presentare al Consiglio nel giugno 2013; della dimensione o capacità fiscale in quanto tale non v'è affatto menzione. Ci sono voluti venti anni e una crisi di particolare gravità per riconoscere che l'UEM prevista dal Trattato di Maastricht era un abbozzo da completare, a "*bare-bones union*" secondo Pisani-Ferry, ma la velocità con cui si procede a rafforzarla risulta ancora bassa.

8. Dubbi sulla supervisione affidata alla BCE

L'attribuzione delle competenze di vigilanza bancaria unificata alla BCE solleva, a mio avviso, vari aspetti problematici di coesistenza con altre istituzioni, sia nazionali sia europee.⁹

A) Il primo problema si pone con le autorità nazionali per la supervisione dell'eurozona, le quali continueranno ad esercitare le verifiche di *routine* e altre attività per la preparazione e per l'applicazione delle decisioni della BCE, operando sì come parti integranti del SSM ma, si spera, con un'ottica di tipo 'federale', come avevo sostenuto oltre dieci anni or sono (Sarcinelli, 2002). Poiché la gravità della crisi in corso viene fatta risalire soprattutto a un difetto di supervisione e alla tolleranza eccessiva che sarebbe stata praticata da molti suoi gestori, l'odierna tendenza è a favore di una maggiore centralizzazione. Tuttavia, non va dimenticato che la BCE può avere la piena titolarità della supervisione bancaria, ma dovrà necessariamente delegarne l'esercizio, sia pure vincolato a regole e standard, e sempre in presenza di un potere di avocazione del singolo caso da parte di

⁹ I §§ 8 e 9 riflettono l'intervento da me pronunciato a Madrid, durante il XII Foro di dialogo italo-spagnolo tenutosi il 29-30 settembre 2012, e in corso di pubblicazione sui prossimi numeri di *AREL la rivista* e di *Banca, Impresa e Società*.

Francoforte,¹⁰ poiché non potrà esercitarla direttamente su oltre 6.000 istituzioni sparse in un vasto territorio, se vuole evitare l'elefantiasi.

B) Un secondo e probabilmente più serio problema di coesistenza si pone con le autorità di supervisione dei paesi non aderenti all'UEM, che potranno, ma non saranno di certo obbligati, a sottoscrivere un accordo di collaborazione con la BCE e ad essere rappresentati nel costituendo Consiglio per la supervisione di quest'ultima. È difficile immaginare che vi sia uno schema unico, predisposto dalla BCE, al quale aderiscono gli Stati membri che non hanno adottato l'euro. Se per la diversità delle situazioni e per l'innata tendenza degli Stati a impuntarsi sulle proprie specificità per ottenere trattamenti differenziali vi saranno più accordi, la gestione della supervisione sarà più complessa e faticosa. Inoltre, nei confronti dei paesi non aderenti all'euro, l'esercizio della supervisione dovrà essere necessariamente delegato alle autorità nazionali.

C) Un terzo aspetto di coesistenza, infine, si pone con l'Autorità bancaria europea (EBA), che ha poteri di supervisione e competenza per tutta l'Unione. All'EBA, con sede a Londra, rimarrà affidata la redazione del manuale unico delle regole (*single rulebook*), nonché la convergenza e la coerenza delle prassi bancarie. Superare le prevenzioni e i timori dei membri dell'Unione che non hanno scelto l'euro come moneta è una necessità per preservare la coerenza del mercato unico.¹¹ Poiché il peso dei paesi dell'eurozona, tenuti a coordinarsi, potrebbe comprimere la rappresentanza degli altri paesi, nell'elezione del Comitato di gestione dell'EBA vi sarà la riserva di due posti per questi ultimi. Tuttavia, poiché le prassi operative delle banche sono influenzate dalle disposizioni delle autorità di supervisione, campo in cui la BCE avrà un ruolo preponderante, il compito dell'EBA per evitare la frammentazione del mercato unico rischia di rivelarsi quasi impossibile. Inoltre, l'attività di supervisione della BCE e delle delegate strutture nazionali può segnalare la necessità di introdurre nuove regole o di modificare quelle già contenute nel *single rulebook*, con possibilità di collaborazione ma anche di conflitto tra le due autorità europee.

¹⁰ Con le citate limitazioni alla delega, sembra superabile la cosiddetta dottrina Meroni, enunciata dalla Corte di giustizia nel lontano 1958, secondo la quale è inibito alle istituzioni comunitarie delegare poteri che implicino l'esercizio di discrezionalità; si veda Bernardi (2012).

¹¹ Non solo su questo punto, ma anche sull'intera problematica dell'unione bancaria europea, si veda IMF Staff (2013).

9. Organizzazione della supervisione presso la BCE

Nel 1992, quando l'inchiostro delle firme sul Trattato di Maastricht si era appena asciugato, scrivevo con riferimento ai possibili compiti di vigilanza della nuova istituzione monetaria (Sarcinelli, 1992, p. 164):

“Anche se la funzione statutaria [...] con riferimento alla supervisione bancaria è minima, i meriti di una *centralizzazione della vigilanza in capo a un'agenzia specializzata e responsabile per l'intero territorio comunitario* andrebbero attentamente esaminati; infatti, mentre l'attività si va globalizzando, le responsabilità di vigilanza rischiano di rimanere frammentate e di creare externalità a danno di questo o quel sistema nazionale di supervisione” (corsivo aggiunto).

Da allora questa convinzione l'ho reiterata innumerevoli volte.¹²

Purtroppo, e più spesso di quanto sia desiderabile, le innovazioni istituzionali sono frutto dell'urgenza del provvedere. Perciò la costruzione europea, più che l'opera di un architetto geniale, appare sempre più come le nostre antiche città, la cui originaria tessitura si è venuta modificando nel tempo per il mutare delle esigenze, degli stili architettonici, delle vicende politiche o economiche. La crisi, dalle origini finanziarie e dai gravi sviluppi reali, ha indotto nel 2012 le autorità dell'Unione Europea e soprattutto quelle dell'eurozona a muoversi in maniera accelerata sul tema della vigilanza. La presenza della moneta unica non solo può essere destabilizzante, se le difficoltà finanziarie di uno Stato membro si diffondono nel resto dell'area, ma non evita il rischio di una segmentazione del mercato unico dei servizi finanziari lungo confini nazionali.

Se l'architettura istituzionale non fosse figlia delle contingenze e soprattutto della (provvidenziale?) presenza dell'art. 127(6) del TFEU, non sarebbe stato meglio avere un'agenzia europea unica per la vigilanza finanziaria, competente sia per la regolamentazione sia per la supervisione, e distinta dalla BCE? In fondo, dagli studiosi si giustifica il coinvolgimento della banca centrale nella supervisione limitatamente agli aspetti

¹² Tra le tante riaffermazioni, si veda Sarcinelli (2004).

macroprudenziali,¹³ mentre per quelli microprudenziali si sottolinea che, se da un lato permette di conoscere la situazione dell'intermediario in modo continuativo e quindi facilita la concessione del credito di ultima istanza, d'altro lato è fonte anche di potenziali conflitti d'interesse. Oggi la BCE è pienamente coinvolta nella sorveglianza macroprudenziale attraverso l'ESRB, il Consiglio europeo per il rischio sistemico, e ha una funzione di prestatore di ultima istanza, sebbene solo verso gli intermediari e per operazioni *overnight*. Pertanto, la supervisione bancaria poteva trovare migliore allocazione altrove. Alcuni anni or sono, la stessa BCE nel giustificare il mantenimento delle funzioni di vigilanza da parte delle banche centrali interne all'eurozona scrisse in un documento:

“L'introduzione dell'euro ha comportato una separazione istituzionale della giurisdizione monetaria (l'eurozona) e di quella relativa alla supervisione (istituzioni nazionali e mercati). Quindi, le BCN [banche centrali nazionali] non hanno più un controllo indipendente della creazione di moneta” (European Central Bank, 2001, p. 8).

Ed ora che alla BCE si propone di affidare anche la supervisione bancaria, come se ne concilia la coesistenza con la funzione monetaria? Attraverso un'elaborata separazione organizzativa. Per esercitare la supervisione la BCE dovrà strutturarsi in due compartimenti, uno per i compiti di politica monetaria che continueranno ad essere svolti in piena indipendenza, l'altro per la supervisione. Questo non solo per evitare possibili conflitti di interesse, ma anche per sottolineare che per la prima funzione essa non risponde ad altre autorità, mentre per la seconda dovrà rendere conto al Parlamento e al Consiglio Europeo circa l'uso effettivo e proporzionato dei suoi poteri. Vi sarà un Consiglio per la supervisione, ma le decisioni dovranno essere necessariamente prese dal Consiglio direttivo della banca centrale. Dopo il conferimento delle competenze, la BCE potrà esercitare la vigilanza su qualsiasi banca, in particolare su quelle che hanno ricevuto aiuti pubblici. La reazione della BCE a questo aumento delle funzioni e delle responsabilità è stata favorevole; d'altra parte esso era stato già evocato da Duisenberg, sia pure a titolo personale, e da Trichet. Draghi

¹³ Sul carattere ottimale della supervisione microprudenziale da parte di un ente diverso dalla banca centrale, quando v'è il rischio che il supervisore sia catturato dai banchieri, si veda Boyer e Ponce (2010).

ha dichiarato che quando si è deciso di assegnare alla BCE la vigilanza bancaria sono state poste due sole condizioni: che la BCE possa operare senza incorrere in rischi reputazionali, e che la vigilanza sia separata dalla politica. Val la pena di ricordare che il gruppo dei saggi presieduto da De Larosière (2009) si dichiarò *expressis verbis* con sei motivazioni contro questa soluzione.¹⁴ Infine, non si può sottacere che la stabilità del sistema bancario europeo e l'efficacia della supervisione sarebbero facilitate dalla segmentazione tra banche di deposito o commerciali e banche di investimento (Sarcinelli, 2012), proposta da Volcker¹⁵ negli Stati Uniti, dalla Independent Commission on Banking (2011) nel Regno Unito, evocata anche nel rapporto Liikanen (2012) per l'Unione Europea.

10. Risanamento, liquidazione delle banche e assicurazione dei depositi

Il SSM, destinato a funzionare come rete, e la BCE, titolare dei poteri di supervisione sul sistema bancario, possono senz'altro agevolare il funzionamento del mercato unico finanziario, assicurando un 'campo da giuoco' più livellato attraverso una maggiore uniformità dell'ordinamento e una più omogenea gestione della vigilanza. Tuttavia, non sono in grado di evitare del tutto che una o più istituzioni creditizie cadano in dissesto per errori del loro *management*, per contagio da istituzioni con sede centrale fuori dall'UE o dall'eurozona, o per un'avversa congiuntura settoriale o locale. Quando si hanno presenti questi rischi, sembra strano che la BCE voglia assumere dalla metà del 2013 la responsabilità della supervisione per le banche e i gruppi bancari che rappresentino almeno la metà del sistema bancario dell'eurozona. Nell'ipotesi che un gruppo bancario multinazionale cada in difficoltà tali da richiederne la ristrutturazione, la BCE si troverebbe a discutere e a cercare soluzioni con una pluralità di istituzioni nazionali, dotate di poteri disomogenei, soggette a vincoli diversi e portate più a difendere gli interessi nazionali che quello comunitario. Spingerà la prudenza a ritardare l'avvio della supervisione centralizzata all'entrata in

¹⁴ Si veda anche Ruding (2012).

¹⁵ Si veda Sweet e Christiansen (2011).

vigore della legislazione proposta dalla Commissione sul risanamento (*recovery*) e sulla liquidazione/risoluzione (*resolution*) delle banche?

A tal fine, il 6 giugno 2012 sono state trasmesse ai legislatori europei proposte per affrontare questa problematica (European Commission, 2012b), evitando così gli effetti di tracimazione in ogni futura crisi finanziaria, e in particolare quelli a danno di depositanti e contribuenti. La Commissione ha proposto una comune struttura di regole e poteri al fine di assicurare la stabilità finanziaria, mentre azionisti e creditori delle banche sono chiamati a sopportare pienamente la loro quota di perdite e di costi per la ricapitalizzazione. Ciò dovrebbe contribuire a scongiurare una crisi, che ove si manifestasse potrebbe essere gestita con ordine e maggiore efficacia. Agli Stati membri si richiede di istituire un fondo *ex ante* per le liquidazioni, cioè di imporre alle banche contributi da accumulare sino a raggiungere l'1% dei depositi garantiti, più un altro contributo eventuale da versare *ex post*. Inoltre, in casi di necessità, è previsto un prestito obbligatorio tra i fondi nazionali, soggetto ovviamente a limiti ben definiti.

Le regole richiedono un'applicazione uniforme in tutta l'Unione Europea. All'EBA è riservato un ruolo cruciale nel raggiungimento di questo obiettivo, con l'uso dei poteri e degli strumenti ad essa conferiti dal regolamento che l'ha istituita (perseguimento delle violazioni della legge dell'Unione, mediazione, standard tecnici obbligatori, linee-guida e raccomandazioni). All'EBA quindi spetta il compito di costruire un'intelaiatura legale e una cultura di vigilanza valida per l'intera Unione, il che presuppone uniformità nelle pratiche di supervisione. Pertanto, il *single rulebook* deve trovare un compagno nel *single supervisor handbook*. Se già in precedenza il compito dell'EBA mi appariva di notevole difficoltà, la responsabilità aggiuntiva di promuovere un comune sistema giuridico in grado di permettere la costruzione di un unico manuale di supervisione mi sembra che appartenga al regno dell'irrealtà.

L'idea di fondo della legislazione proposta dalla Commissione è che si deve intervenire tempestivamente, all'inizio delle difficoltà. Le banche saranno, perciò, obbligate a predisporre piani di risanamento per l'emergenza, convalidati dall'autorità di vigilanza. Già in passato, mi sono espresso negativamente sui *living wills*, sui quali fanno assegnamento gli Stati Uniti e il G20, che non sono certamente in grado di ridurre il rischio

sistemico; ancor meno fiducia ho in questi piani per l'emergenza, non essendo noto *a priori* attraverso quale canale e con quale intensità essa potrà manifestarsi. È stato scritto su di un autorevole organo di stampa francese: "Sapendo che il testamento bancario di BNP Parisbas ha già raggiunto le 1.800 pagine, sarà di una qualche utilità quando si dovrà decidere in 48 ore se salvare, o no, un'impresa con un attivo pari al PIL francese?" (Giraud, 2013) A sua volta, l'autorità per la liquidazione/risoluzione dovrà predisporre appositi piani. Per singola istituzione? Per gruppi di istituzioni? Da aggiornare con quale periodicità e in funzione di quali fattori di crisi? Ancora una volta a me sembra che si voglia prevedere l'imprevedibile, e predisporre i piani di ricovero e cura in ospedale nell'ignoranza della sindrome o della malattia che potrà colpire il paziente! Per i gruppi transfrontalieri si costituiranno collegi delle autorità di risoluzione, sotto la guida di quella del paese in cui ha sede la capogruppo e con la partecipazione dell'EBA, la quale potrà avvalersi del suo potere di mediazione vincolante.

L'interesse pubblico, rappresentato dalle conseguenze per la stabilità finanziaria, sarà il discrimine tra la liquidazione e la risoluzione, che può assumere quattro forme: la vendita anche parziale della banca; la creazione di una banca-ponte attraverso la nazionalizzazione e la sua successiva ricollocazione sul mercato; la separazione dell'attivo e del passivo tra una *good bank* e una *bad bank*; il *bail-in*, cioè la chiamata degli obbligazionisti a sopportare le perdite attraverso la trasformazione dei loro crediti in capitale o la decurtazione di questi ultimi. Dare questo potere alle autorità preposte alla liquidazione/risoluzione significa incidere sui diritti di credito in maniera autoritativa, il che rischia di riflettersi negativamente sul costo della provvista bancaria attraverso le obbligazioni, e di spostare la domanda di titoli su quelli collateralizzati. La direttiva, se approvata in tempo, dovrebbe entrare in vigore all'inizio del 2015 e il *bail-in* tre anni dopo.

E l'assicurazione sui depositi? Nella proposta di direttiva appena discussa si dice che i singoli Stati membri possono decidere di unificare o di mantenere separati il fondo per la liquidazione/risoluzione e quello per la garanzia dei depositi. In caso di interventi in un gruppo transfrontaliero, la disomogeneità tra i fondi potrebbe creare problemi, essendo previste forme

di condivisione del finanziamento nelle operazioni di risoluzione (Bernardi, 2012).

Il tema dell'assicurazione dei depositi è stato da tempo oggetto di attenzione comunitaria. La copertura degli schemi nazionali di garanzia dei depositi da fine dicembre 2010 è stata innalzata a 100.000 euro per depositante e per istituzione. Nel giugno precedente, la Commissione Europea (2010) propose di accelerare i tempi per ottenere i rimborsi e di obbligare gli Stati membri ad avere solo fondi ad accumulazione o *ex ante*, finanziati ovviamente dalle banche e tenuti a concedersi reciprocamente credito, sempre entro limiti. Per contrasti tra Consiglio e Parlamento la direttiva resta impantanata; se approvata così come è scritta, le banche italiane che oggi partecipano a fondi *ex post* sarebbero fortemente penalizzate, salvo che siano autorizzate a inserire nel proprio bilancio una posta specifica garantita da titoli di Stato.

Non vi può essere un unico ente a livello europeo per l'assicurazione dei depositi e per la liquidazione/risoluzione delle banche in difficoltà? La risposta è certamente positiva e ha un esempio ben noto e già richiamato nella FDIC americana; anche in Giappone le due funzioni sono affidate allo stesso ente. Adottare questo schema anche in Europa (Allen *et al.*, 2011; Gerhardt e Lannoo, 2011) significherebbe centralizzare funzioni che oggi sono presenti a livello nazionale con un elevato grado di eterogeneità. Le proposte della Commissione sopra commentate sembrano essere ancora informate all'*home country principle* e all'armonizzazione di fondi e procedure che restano fondamentalmente nazionali. Al contrario, la BCE ha sostenuto la necessità di un'autorità europea per la risoluzione¹⁶ nell'eurozona, la cui competenza potrebbe essere allargata in un secondo tempo a tutta la UE, nonché di un unico schema di assicurazione dei depositi per tutta l'area.¹⁷ La rapidità di decisione è probabilmente il vantaggio maggiore di una simile struttura, insieme con una valutazione unitaria dell'opportunità di rimborsare i depositanti e lasciar fallire la banca o cercare di salvarla. Ovviamente, l'EDIRA (European Deposit Insurance and Resolution Authority) sarebbe alimentata da contributi parametrati al rischio

¹⁶ Si veda anche, a favore di questa tesi, Advisory Scientific Committee (2012).

¹⁷ Si veda da ultimo Banca Centrale Europea (2012a, p. 1; 2012b, p. 11).

delle banche coperte da questa assicurazione. Secondo la proposta di due studiosi (Schoenmaker e Gros, 2012) dovrebbe riguardare soltanto le banche soggette agli *stress tests* dell'EBA. Se si opta per una copertura solo di parte del sistema bancario europeo, sopravvivono gli schemi nazionali e si pongono tutti i problemi derivanti da incroci delle competenze e riluttanza nello scambio di informazioni (Schoenmaker, 2013).

Infine, se i sistemi di assicurazione dei depositi e quelli per la risoluzione delle crisi bancarie restano nazionali, è evidente che l'ultimo garante, esplicito o implicito, è il singolo Stato membro. Poiché l'eurozona non ha ancora un proprio bilancio e quello dell'Unione, non ancora approvato dal Parlamento Europeo, è limitato da un accordo nel Consiglio a 960 miliardi di euro (1% del PIL dell'area) per il periodo 2014-2020, *rebus sic stantibus* la garanzia su cui potrebbe contare una futura EDIRA sarebbe piuttosto debole. Si afferma che potrebbe essere offerta dall'ESM, che però ha anch'esso una capacità di prestito limitata a 500 miliardi di euro; il suo principale compito è sì sostenere finanziariamente gli Stati dell'eurozona in difficoltà, ma anche il loro settore finanziario se costituisce una minaccia alla stabilità e ha bisogno di essere ricapitalizzato. Tuttavia, in caso di crisi sistemica, può l'ESM essere sufficiente, se ha già impiegato risorse per salvare uno o più Stati dalla bancarotta? Forse no, il che ripropone la necessità di una capacità o dimensione fiscale per l'eurozona.

11. Condivisione del rischio e stabilizzazione

Sebbene le riforme proposte, realizzate o in corso di approvazione con riferimento alla supervisione, alla liquidazione/risoluzione delle banche in crisi e all'assicurazione dei depositi siano tutt'altro che omogenee nell'impostazione, e piuttosto complesse nell'articolazione, tuttavia esse stanno conseguendo solo in parte, come si dirà in seguito, lo scopo tenacemente perseguito in questo periodo: rompere il legame tra le banche e i debitori pubblici, il che riduce il contagio in misura significativa, ma aggrava l'impatto di ogni turbolenza finanziaria.

Quando l'ESM potrà direttamente ricapitalizzare le banche, quando una teorizzata EDIRA si prenderà cura di garantire i depositanti e trovare una

soluzione per le banche in crisi, il sistema bancario dell'eurozona, o almeno le sue principali componenti, si svincoleranno completamente o quasi dai legami con i paesi in cui hanno la sede sociale o in cui operano. Sinora l'accento è stato posto, ad esempio da Van Rompuy e dagli altri presidenti, sulla necessità di assicurare al livello europeo una maggiore legittimazione democratica e un processo per dare conto delle decisioni prese. Bisogna guardare, però, non solo all'ambito che acquisisce competenze e potere, ma anche a quello statale, che ne perde e diventa sempre meno in grado di rispondere alle attese dei cittadini e alle sfide della stabilizzazione congiunturale.

Van Rompuy *et al.* hanno correttamente proposto che vi sia una capacità o dimensione fiscale per l'eurozona, ma questa proposta sembra essersi perduta per strada. Eppure, la necessità di un braccio fiscale in un'unione monetaria che oggi diventa anche bancaria è stata da tempo segnalata dagli studiosi che hanno esplorato le implicazioni delle OCA (*optimum currency area*). Essendo io anziano, mi piace citare a questo riguardo un economista (Kenen, 1969, pp. 45-47) da poco scomparso, che scriveva più di quarant'anni or sono:

“La sovranità economica ha diverse dimensioni, due delle quali particolarmente rilevanti per la gestione della domanda aggregata e per mantenere la piena occupazione. La politica fiscale e quella monetaria devono andare mano nella mano; se vi deve essere un *optimum policy mix* esse devono avere lo stesso dominio. Vi dovrebbe essere una tesoreria, con poteri di spesa e di tassazione, di fronte a ciascuna banca centrale, sia per cooperare sia per litigare. [/] Quando una regione o una comunità soffre un declino nelle sue vendite all'esterno, con disavanzo nella bilancia commerciale e disoccupazione interna [...] i suoi pagamenti per imposte federali diminuiscono subito, rallentando il declino nel suo potere di acquisto e comprimendo le fuoriuscite di cassa attraverso la bilancia dei pagamenti. Vi è inoltre un afflusso di danaro dal centro per i sussidi di disoccupazione”.

In un altro lavoro agli inizi degli anni 2000, lo stesso autore (Kenen, 2002, pp. 95-97) sui rapporti tra unione monetaria e unione fiscale, così si esprimeva:

“Naturalmente è importante disporre di un meccanismo per stabilizzare le economie nazionali in un'unione monetaria se i suoi membri sono esposti ad ampi shock asimmetrici. Ecco perché il rapporto MacDougall propose un sistema di stabilizzatori automatici da regioni o paesi prosperi ad altri meno

fortunati... [/] Tuttavia, la stabilizzazione richiede più centralizzazione, il che implica una più ampia perdita per l'autorità locale su ambo i lati del bilancio. [/] Vi è una forte ragione per la centralizzazione fiscale [...], tuttavia, quando i paesi sono membri di un'unione monetaria, poiché quest'ultima altera gli effetti di debito degli stabilizzatori automatici. In primo luogo, può ridurre la creazione di debito. Secondariamente, può produrre una diversa distribuzione degli oneri debitori e quindi una differente distribuzione dell'effetto ricardiano indotto sulla spesa del settore privato. [/] Tale effetto non impedirà il funzionamento dell'unione monetaria, ma ridurrà la capacità dei paesi membri dell'unione di stabilizzare il loro reddito”.

In verità, lo shock che ha colpito i debiti pubblici dell'eurozona meridionale, con l'innalzamento degli *spreads* a livelli elevati e con la contemporanea flessione sino ad assicurare rendimenti negativi per quelli virtuosi, è fortemente asimmetrico ed ha sollecitato la fantasia di molti nell'escogitare forme di comunitarizzazione del debito, vale a dire uno stabilizzatore automatico per un'economia divenuta altamente finanziarizzata e con forte impatto sulla dimensione reale. Interessante è la divisione proposta da alcuni (Delpla e von Weizsäcker, 2010) tra *blue bonds*, emessi congiuntamente sino a coprire, poniamo, il 60% del rapporto debito/PIL di ciascun paese membro, e *red bonds*, emessi dal singolo paese e di rango inferiore rispetto agli altri, per coprire il resto dell'indebitamento pubblico. Un'alternativa (De Grauwe e Moesen, 2009) è applicare agli *eurobonds* tassi differenziati di interesse in base alle condizioni delle finanze dello Stato membro. Il primo schema è esposto alla critica che finisce con l'incentivare l'azzardo morale se le finanze pubbliche, e quindi il ricorso all'indebitamento, non sono tenuti sotto stretto controllo dalle istituzioni dell'Unione o dai *partners*. Il secondo cerca di ovviare all'azzardo morale abbassando il costo medio del debito ma innalzando fortemente quello marginale; purtroppo la storia dei debiti pubblici ci insegna che i tassi marginali elevati da parte del mercato difficilmente hanno indotto a mettere in ordine le finanze, eliminando o riducendo così il ricorso al debito. Ovviamente, i due schemi si possono anche combinare. Più elaborata appare la proposta di emettere *Eurounionbonds* (Prodi e Quadrio Curzio, 2011) ma anch'essa non sfugge alla critica che, per evitare l'azzardo morale, è necessario che la pubblica finanza europea venga centralizzata in una misura

apprezzabile e/o che le finanze statali siano severamente controllate dall'alto verso il basso, con buona pace del processo democratico nazionale.

12. Necessità di un bilancio dell'eurozona

In questo nostro *excursus* si è visto che l'ipotizzata EDIRA abbisogna di un *backstop*, individuato nell'EMS, ma non è detto che sia sufficiente; la necessità di stabilizzare i corsi del debito pubblico ha spinto molti a proporre varie forme di *eurobonds*; l'unione bancaria di per sé potrebbe stabilizzare il canale del credito, isolando il costo del finanziamento di imprese e famiglie da quello per lo Stato. Per l'importanza e per la complessità dell'eurozona, tuttavia, non sembra che si possa fare assegnamento soltanto su uno o su pochi meccanismi, salvo che si tratti di stabilizzatori automatici particolarmente potenti come l'assicurazione contro la disoccupazione a carattere congiunturale. Quanto al canale dei movimenti di capitale, nella presente crisi è stato causa dello shock, non fattore di assorbimento del medesimo. Allorché il mercato spinge uno o più paesi in un 'cattivo' equilibrio, che a sua volta causa esternalità (De Grauwe, 2011), spetta alle istituzioni la responsabilità della stabilizzazione, possibilmente attraverso meccanismi preordinati, piuttosto che mediante decisioni *ad hoc*, di solito ritardate da lunghi e litigiosi negoziati.

Pertanto, sembra arrivato il momento di superare l'impostazione di Maastricht, secondo la quale la stabilizzazione doveva rimanere una responsabilità soltanto nazionale, ritenendosi che ciascun paese potesse contare sull'indebitamento sul mercato per controbilanciare gli shock. Essendo stata esclusa la condivisione del rischio, nessun sistema di trasferimenti per finalità di stabilizzazione fu previsto nel Trattato dell'UEM. Ciò è contrario ai principi base della finanza a più livelli che assegna, appunto, a quello centrale o federale il compito della stabilizzazione (Oates, 1968); quest'ultimo diventa ancor più essenziale se si pongono limiti

all'indebitamento dei livelli inferiori, come sta facendo l'Unione Europea nei confronti degli Stati membri.¹⁸

Se si accetta questa logica a me da tempo cara (Marè e Sarcinelli, 1998; Sarcinelli, 2003) e per lo stadio finale dell'UEM condivisa per un imprecisato domani anche da Brussels (European Commission, 2012c), è necessario un bilancio comune per un'area come l'eurozona per operare un sostanzioso trasferimento di risorse in caso di shock negativi che colpiscono una o più regioni, per combattere una recessione che riguardi l'intera area quando la politica monetaria si rivela meno adatta o insufficiente, per provvedere beni pubblici specifici all'eurozona come la stabilità finanziaria. Ovviamente, una funzione di stabilizzazione deve essere nel medio periodo neutrale dal punto di vista distributivo, cioè non deve comportare trasferimenti netti, e può essere realizzata attraverso:

- a) un'assicurazione contro la disoccupazione, come già detto, di tipo congiunturale;
- b) pagamenti ed esborsi dal bilancio legati a una misura del ciclo economico, così da offrire un complemento al Patto di stabilità e crescita, che è basato su un bilancio in pareggio al netto degli effetti del ciclo;
- c) un sostegno diretto per ridurre l'impatto di deviazioni eccessive del tasso di interesse pagato da uno Stato membro sui propri titoli pubblici rispetto a quello medio (meccanismo *anti-spread* di Monti);
- d) trasferimenti temporanei a paesi membri che dipendono in maniera vitale da decisioni politiche dell'eurozona (in questi anni è il caso della Grecia).

Ovviamente, l'eurozona, per poter svolgere questa funzione, deve essere in grado di indebitarsi sul mercato (Wolff, 2012). Lo schema appena illustrato è stato concepito dagli studiosi che si raccolgono nel gruppo Bruegel; esso non differisce nella sostanza da quello proposto dal "gruppo Tommaso Padoa Schioppa" di Notre Europe, se si eccettua il fatto che da quest'ultimo la funzione di stabilizzazione è tenuta separata e distinta dal

¹⁸ Sulla rilevanza dell'esperienza americana per l'Unione Europea si veda Henning e Kessler (2012).

bilancio, per mantenere fede al proprio fine di non arretrare e di proporre l'avanzamento strettamente necessario verso l'unione politica ed economica.

13. Conclusioni

Non si può negare che il governo dell'eurozona sia stato rafforzato negli ultimi due anni per contrastare le pressioni provenienti dal mercato attraverso le difficoltà di rifinanziamento; quelle incontrate dagli intermediari hanno portato al *deleveraging*, quelle che si sono abbattute sugli Stati periferici dell'eurozona hanno fatto innalzare lo *spread* e portato Grecia, Irlanda e Portogallo a fare assegnamento sugli aiuti europei per rimanere solvibili.

Sono stati approvati provvedimenti e trattati internazionali al fine non solo di rafforzare la sorveglianza sulla pubblica finanza ma anche di estenderla ad altre dimensioni macroeconomiche. È stato costituito un organismo permanente come l'ESM, succeduto all'EFSF dalla vita triennale e all'EFSM, per permettere il finanziamento di uno Stato membro in caso di acute difficoltà nel reperire fondi sul mercato. Inoltre, la BCE ha fatto operazioni di rifinanziamento di durata triennale; ne hanno beneficiato soprattutto le banche dell'Europa meridionale, non in grado di approvvigionarsi sul mercato obbligazionario o su quello interbancario. Queste massicce operazioni della BCE, che dopo un anno si stanno ridimensionando per effetto dei rimborsi volontari delle banche, hanno permesso alle stesse di rimborsare le proprie obbligazioni che venivano a scadenza e di comprare titoli pubblici, alleviando sì le esigenze di finanziamento delle pubbliche tesorerie, ma rendendo ancor più stretto il nesso tra rischio bancario e rischio sovrano.

Infine, l'idea di realizzare in tempi brevi un'unione bancaria è una risposta al bisogno di restituire ai mercati del credito una capacità di stabilizzazione. Si può ritenere tutto ciò sufficiente? La mia risposta negativa è contenuta in questa lunga memoria. Non solo l'unione bancaria richiede un *fiscal backstop* e questo può essere offerto solo da una sorta di tesoreria dell'eurozona che disponga di risorse tributarie e abbia il potere di indebitarsi, ma questo interromperebbe il nesso tra rischio sovrano e rischio

bancario limitatamente alla ricapitalizzazione di ultima istanza delle banche, non quello che deriva dalla diffusione dei titoli pubblici nei portafogli degli intermediari. Con gli attuali livelli di debito, non solo in Europa, ma anche in Giappone e negli Stati Uniti, immaginare di escludere dai portafogli delle banche i titoli pubblici è fuori da ogni realtà; la loro presenza costituisce la migliore assicurazione contro il rischio di *default* del debitore pubblico. Come ho affermato in precedenza, è stata la presenza dei titoli pubblici nei bilanci bancari ad evitare che la soluzione alla crisi del debito pubblico venisse trovata nella sua ristrutturazione, come era implicito nel Trattato di Maastricht; l'eccezione rappresentata dall'*haircut* 'volontario' sul debito greco, faticosamente concordata, ne è la riprova.

Tutti questi miglioramenti non risolvono il fondamentale problema di coordinamento che affligge l'eurozona. Nell'attuale fase discendente del ciclo si invoca la crescita, come in passato si impetrava la pioggia, ma v'è scarsa azione sul piano fiscale per tentare di ravvivarla, mentre l'accento è sulle politiche strutturali che, se bene scelte e attuate, agiscono solo nel medio-lungo termine; anzi, la preferenza accordata al risanamento delle pubbliche finanze ha come conseguenza non voluta un prolungamento, se non un aggravamento della recessione. Se fosse stato disponibile uno strumento di stabilizzazione macroeconomica per l'intera eurozona sarebbe stato possibile, al limite in modo semi-automatico, avere una spinta da parte della finanza pubblica europea. Secondo gli studiosi del gruppo Bruegel (Pisani-Ferry *et al.*, 2013, p. 4),

“[u]n'unione monetaria che si desidera sia stabile richiede meccanismi di condivisione del rischio. [...] Come nelle normali assicurazioni, questi meccanismi non sono necessari per i piccoli incidenti, ma per quelli gravi e imprevisi. [...] Al pari di qualsiasi forma di assicurazione, richiedono forti misure per prevenire comportamenti opportunistici (*free riding*). [...] che richiederà in definitiva modifiche ai Trattati”.

Non v'è bisogno, a mio avviso, di altre parole per sostenere la necessità di attribuire all'eurozona, a fini di stabilizzazione, una capacità fiscale democraticamente legittimata e amministrativamente responsabilizzata.

Mi si permetta di chiudere questa riflessione citando un breve passo dal ciceroniano *Somnium Scipionis* (*De Re Publica*, liber VI, 13): “Nihil est enim illi principi deo, qui omnem mundum regit, quod quidem in terris fiat,

acceptius quam concilia coetusque hominum iure sociati”; nel nostro idioma esso suona: “A quel sommo dio che regge tutto l’universo, nulla di ciò che accade in terra è infatti più caro delle unioni e aggregazioni di uomini, associate sulla base del diritto”. E quale aggregazione vi è più grande, più produttiva di diritto e più votata alla pace dell’Unione Europea, laureata dal premio Nobel?

BIBLIOGRAFIA

- ADVISORY SCIENTIFIC COMMITTEE (2012), “Forbearance, Resolution and Deposit Insurance”, *Report of the ASC*, n. 1, European Systemic Risk Board, luglio, Francoforte, disponibile alla URL http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_1207.pdf?cad9134de7be784a9d2d37831d2d6025.
- ALESSANDRINI P., FRATIANNI M., HUGHES HALLETT A. e PRESBITERO A.F. (2012), “External Imbalances and Financial Fragility in the Euro Area”, *Mo.Fi.R Working Papers*, n. 66, Università Politecnica delle Marche.
- ALFORD D. (2010), “Supervisory Colleges: The Global Financial Crisis and Improving International Supervisory Coordination”, *Emori International Law Review*, vol. 24 n. 1, pp. 57-82.
- ALLEN F., BECK T., CARLETTI E., LANE P., SCHOENMAKER D. e WAGNER W. (2011), “Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies”, *CEPR Report*, Londra, disponibile alla URL <http://www.voxeu.org/epubs/cepr-reports/cross-border-banking-europe-implications-financial-stability-and-macroeconomic-policies>.
- BAYOUMI T. e EICHENGREEN B. (1999), “Operationalising the Theory of Optimum Currency Areas”, in Baldwin R., Cohen D., Sapir A. e Venables A. (a cura di), *Market Integration, Regionalism and the Global Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- BERNARDI E. (2012), “Unione bancaria, gestione delle crisi e protezione dei depositanti”, *Bancaria*, vol. 68 n. 12, pp. 46-53.
- BINI SMAGHI L. (2008), *Il paradosso dell'euro: luci ed ombre dieci anni dopo*, Rizzoli, Milano.
- BOYER C.P. e PONCE J. (2010), “Central Banks, Regulatory Capture and Banking Supervisory Reform”, disponibile alla URL http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1722529.
- CESARATTO S. (2012), “Controversial and Novel Features of the Eurozone Crisis as a Balance of Payments Crisis”, *Quaderni del Dipartimento di Economia e Statistica*, n. 640, Università di Siena.
- DE GRAUWE P. (2011), “Managing a Fragile Eurozone”, *CESifo Forum*, n. 2, pp. 40-45.
- DE GRAUWE P. e MOESEN W. (2009), “Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond”, *Intereconomics*, maggio/giugno, pp. 131-135.
- DE LAROSIERE J. (a cura di) (2009), *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels, 25 febbraio, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

- DELPLA J. e VON WEIZSÄCKER J. (2010), “The Blue Bond Proposal”, *Bruegel Policy Brief*, n. 2010/03, Bruegel, disponibile alla URL <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/>.
- DULLIEN S. (2012), “Why the Euro Crisis Threatens the European Single Market”, *Policy Memo*, European Council on Foreign Relations, n. 64, ottobre, disponibile alla URL http://ecfr.eu/page/-/ECFR64_EU_CRISIS_MEMO_AW.pdf.
- DYSON K. e FEATHERSTONE D. (1999), *A Road to Maastricht – Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford e New York.
- EMERSON M., GROS D., ITALIANER A., PISANI-FERRY J. e REICHENBACH H. (1990), *One Market, One Money*, Oxford University Press, Oxford.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2012a), *Opinion on a Proposal for a Directive Establishing a Framework for Recovery and Resolution of Credit Institutions and Investment Firms* (CON/2012/99), 29 novembre, disponibile alla URL http://www.ecb.int/ceb/legal/pdf/en_con_2012_99_f_sign.pdf.
- (2012b), *Financial Stability Review*, Francoforte, giugno.
- (2001), *The Role of Central Banks in Prudential Supervision*, Francoforte, disponibile online alla URL http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/prudentialsupcbrole_en.pdf.
- EUROPEAN COMMISSION (2012a), *A Roadmap Towards a Banking Union*, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM (2012) 510 final, 12 settembre, Brussels, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-510_en.pdf.
- (2012b), *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Establishing a Framework for the Recovery and Resolution of Credit Institutions and Investment Firms*, COM(2012)/0280 final, Brussels, 6 giugno, disponibile alla URL <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0280:EN:NOT>.
- (2012c), *A Blueprint for a Deep and Genuine EMU – Launching a European debate*, COM(2012) 777 final/2, Brussels, 30 novembre, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint_en.pdf.
- (2010), *Proposal for a Directive.../.../EU of the European Parliament and of the Council on Deposit Guarantee Schemes* [recast], COM(2010) 369, Brussels, 12 luglio, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/guarantee/20100712_proposal_en.pdf.
- DIRECTORATE GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS (2008), “EMU@10: Successes and Challenges after 10 Years of Economic and Monetary Union”, *European Economy*, n. 2, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12682_en.pdf.
- EUROPEAN COUNCIL (2012a), *Conclusions (28-29 June 2012)*, EUCO 76/12, Brussels, disponibile alla URL http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf.
- (2012b), *Conclusions (18-19 October 2012)*, EUCO 156/12, Brussels, disponibile alla URL <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st00/st00156.en12.pdf>.
- (2012c), *Conclusions (13-14 December 2012)*, EUCO 205/12, Brussels, disponibile alla URL http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134353.pdf.

- FRANKEL J.A. e ROSE A.K. (1998), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *Economic Journal*, vol. 108 n. 449, pp. 1009-1025.
- (1997), *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, revised draft, 24 settembre, disponibile alla URL <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/ocaej.pdf>.
- GERHARDT M. e LANNOO K. (2011), "Options for Reforming Deposit Protection in the EU", *ECRI Policy Brief*, n. 4, European Credit Research Institute, Brussels, disponibile alla URL <http://www.ceps.eu/book/options-reforming-deposit-protection-schemes-eu>.
- GIRAUD G. (2013), "Un projet de réforme bancaire insatisfaisant", *Le Monde*, 14 febbraio, disponibile alla URL http://www.lemonde.fr/idees/article/2013/02/13/un-projet-de-reforme-bancaire-insatisfaisant_1831907_3232.html.
- HENDERLEIN H. (a cura di) (2012), *Completing the Euro – A road map Towards Fiscal Union in Europe*, Report of the "Tommaso Padoa-Schioppa Group", *Notre Europe*, n. 92, disponibile alla URL <http://www.eng.notre-europe.eu/011-3317-Completing-the-EuroA-road-map-towards-fiscal-union-in-Europe.html>.
- HENNING C.R. e KESSLER M. (2012), "Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union", *Bruegel Essay and Lecture Series*, Brussels, disponibile alla URL <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/669-fiscal-federalism-us-history-for-architects-of-europes-fiscal-union/>.
- IMF STAFF (2013), "A Banking Union for the Euro Area", *Discussion Note*, SDN/13/01, International Monetary Fund, Washington (DC).
- INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING (2011), *Final Report*, Londra, settembre, disponibile online alla URL <http://bankingcommission.independent.gov.uk>.
- JONUNG L. e DREA E. (2009), "The Euro: It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last. US Economists on the EMU, 1989-2002", lavoro presentato all'ASSA meetings, San Francisco, 3 gennaio, disponibile alla URL www.aeaweb.org/annual_mtg_papers/2009/author_papers.php?author_ID=6171.
- KENEN P.B. (2002), "Currency Unions and Policy Domains", in Andrews D.M., Henning C.R. e Pauly L.W. (a cura di), *Governing the World's Money*, Cornell University Press, Ithaca e Londra, pp. 78-104.
- (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in Mundell R.A. e Swoboda A.K. (a cura di), *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, Chicago e Londra, pp. 41-60.
- KRUGMAN P. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU", in Giavazzi F. e Torres F. (a cura di), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge.
- LIIKANEN E. (a cura di) (2012), *Final Report of the High-Level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector*, Brussels, 2 ottobre, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.
- MARÈ M. e SARCINELLI M. (1998), *Europa: cosa ci attende? L'Unione Europea tra mercato e istituzioni*, Laterza, Roma-Bari.
- MCKINNON R.I. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, pp. 717-725.
- MUNDELL R.A. (1961), "The Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51, pp. 509-517.
- OATES W. (1968), "The Theory of Public Finance in a Federal System", *Canadian Journal of Economics*, vol. 1 n. 1, pp. 37-54.

- PADOA SCHIOPPA T. (2007), "Europe Needs a Single Financial Rule Book", *Financial Times*, 10 dicembre, disponibile alla URL <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b3c5f9c0-a750-11dc-a25a-0000779fd2ac.html>.
- (1987), *Efficiency, Stability and Equity: A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community*, Report of a study group appointed by the Commission of the European Communities, aprile, disponibile alla URL http://books.google.it/books/about/Efficiency_Stability_and_Equity.html?id=EjzoSAAACAAJ&redir_esc=y.
- PISANI-FERRY J. (2012), "The Known Unknowns and Unknown Unknowns of EMU", *Bruegel Policy Contribution*, n. 18, ottobre, disponibile alla URL <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/>.
- PISANI-FERRY J, VIHRIÄLÄ E. e WOLFF G. (2013), "Options for a Euro-Area Fiscal Capacity", *Bruegel Policy Contribution*, n. 1, gennaio, disponibile alla URL <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/762-a-budget-for-europes-monetary-union/>.
- PRODI R. e QUADRIO CURZIO A. (2011), "EuroUnionBond per la nuova Europa", *Il Sole-24 Ore*, 23 agosto, disponibile alla URL <http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2011-08-22/eurounionbond-nuova-europa-201300.shtml?uuid=AapbbDyD>.
- RUDING H.O. (2012), "The Contents and Timing of a European Banking Union: Reflections on the Differing Views", *CEPS Essay*, Brussels, 30 novembre, disponibile alla URL www.ceps.eu/ceps/dld/7506/pdf.
- SARCINELLI M. (2012), "Euro Crisis or Public Debt Crisis? With a Remedy for the Latter Case", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 262, pp. 215-236.
- (2012), "Come difendere la globalizzazione e salvaguardare i sistemi bancari dal contagio?", *Moneta e Credito*, vol. 65 n. 257, pp. 9-47.
- (2010) "'Europa 2020', nuovo governo economico e ri-regolamentazione finanziaria: incentivi o vincoli alla crescita?", *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 252, pp. 291-324.
- (2009), "UEM ed Euro: i successi del passato e le sfide del futuro", *Studi sull'integrazione europea*, vol. IV n. 2, pp. 341-359.
- (2004), "La vigilanza sul sistema finanziario: Una, nessuna o centomila?", *Lectio doctoralis* presso l'Università degli Studi di Bari, Facoltà di Economia, Bari, 4 giugno; ripubbl. (id.) (2004), *Notiziario della Banca Popolare di Sondrio*, agosto, n. 95, pp. 37-41; (id.) (2004), *Bancaria*, settembre, n. 9, pp. 2-8.
- (2003), "Politica monetaria e politica fiscale in Europa: strade divergenti per sempre?", in Federazione Nazionale dei Cavalieri del Lavoro (a cura di), *L'Europa possibile*, Avagliano, Napoli, pp. 39-68.
- (2002), "L'organizzazione e la distribuzione dei compiti tra le autorità nazionali e quelle europee per la vigilanza bancaria e finanziaria", *Rivista Bancaria-Minerva Bancaria*, n. 5, settembre-ottobre, pp. 11-27.
- (1992), "La banca centrale europea: istituzione concettualmente 'evoluta' o all'inizio della sua 'evoluzione'?", *Moneta e Credito*, n. 178, pp. 143-170.
- SCHOENMAKER D. (2013), *Governance of International Banking: The Financial Trilemma*, Oxford University Press, Oxford e New York.
- SCHOENMAKER D. e GROS D. (2012), "A European Deposit Insurance and Resolution Fund: An Update", *DSF Policy Paper Series*, n. 26, settembre, disponibile alla URL

http://www.dsf.nl/assets/cms/File/Research/DSF%20Policy%20Paper%20No%2026%20A%20European%20Deposit%20Insurance%20and%20Resolution%20Fund_%20An%20Update.pdf.

- SWEET W.J. e CHRISTIANSEN B.D. (2011), "The Volcker Rule", *Skadden Newsletter*, disponibile alla URL http://www.skadden.com/newsletters/FSR_The_Volcker_Rule.pdf.
- VAN ROMPUY H.A. (2012a), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union – Report*, EUCO 120/12, Brussels, 26 giugno, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/crisis/documents/131201_en.pdf.
- (2012b), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union – Interim Report*, Brussels, 12 ottobre, disponibile alla URL http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/132809.pdf.
- (2012c), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union – Final Report*, Brussels, 5 dicembre, disponibile alla URL http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf.
- WALTERS A.A. (1990), *Sterling in Danger: Economic Consequences of Fixed Exchange Rates*, Fontana Press/Collins, Londra.
- WOLFF G.B. (2012), "A Budget for Europe's Monetary Union", *Bruegel Policy Contribution*, n. 22, dicembre, disponibile alla URL <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/762-a-budget-for-europes-monetary-union/>.