

Tre proposte per rivitalizzare l'Unione Europea

MARIO TONVERONACHI*

1. Introduzione

Il risultato del referendum britannico sull'uscita dall'Unione Europea (UE) costituisce solo il segno più visibile delle deficienze e della frammentazione del quadro politico e istituzionale dell'Unione e della necessità di rivederne l'impianto.

In campo economico la crescente armonizzazione delle regole ha man mano aggiunto maggiori vincoli e rigidità nazionali all'interno di un immutato disegno politico-istituzionale. La percezione che, a causa del tipo di regole adottate e date le ineliminabili eterogeneità dei paesi membri, la convergenza sul crescente insieme di regole non produca convergenza sui risultati, o comunque miglioramenti generalizzati, ha prodotto un elevato livello di frammentazione socio-politica. La conseguente domanda di rinazionalizzare parte dei poteri sovrani rivela la necessità fisiologica di acquisire maggiori flessibilità nazionali. Esclusa l'opzione di un cammino verso livelli significativi di governo federale, la realtà di un'unione fatta di paesi sovrani tra loro in concorrenza nel contesto di regole comuni impone una riflessione su come cambiamenti possibili in quell'insieme di regole potrebbero soddisfare l'aumentata domanda di flessibilità nazionali.

Il presente lavoro, che è basato su alcuni precedenti contributi (Tonveronachi, 2015a; Tonveronachi, 2015b; Tonveronachi, 2016), intende prospettare alcune vie politicamente e istituzionalmente percorribili utili a far riacquistare rilevanti margini di flessibilità nazionali e, loro tramite, dosi significative di vitalità al progetto

* Università di Siena; e-mail: mario.tonveronachi@unisi.it. Il presente lavoro è la versione ampiamente riveduta e ampliata di Tonveronachi, 2016. Ringrazio Elisabetta Montanaro, gli editori della rivista e due anonimi referee per i suggerimenti e le osservazioni fatte su una precedente stesura del lavoro.



europeo. Si inizia con una breve discussione sulle attuali prospettive politiche, sociali e istituzionali dell'Unione (nella sezione 2), volta a mostrare l'esistenza di ostacoli difficilmente superabili per l'adozione di riforme che richiedano di introdurre gradi significativi di federalismo fiscale e revisioni del Trattato Europeo sul Funzionamento dell'Unione (TFEU). Concentrando l'attenzione sull'Unione Economica e Monetaria (UEM), cioè sul disegno dell'area euro, si passa quindi a illustrare tre proposte, riguardanti revisioni dell'operatività della Banca Centrale Europea (BCE, sezione 3), delle regole fiscali (sezione 4) e dell'impostazione della regolamentazione finanziaria (sezione 5), che sono pensate per non richiedere cambiamenti del TFEU. La loro adozione, contribuendo a superare alcune delle maggiori incoerenze, rigidità e fragilità del disegno corrente, fornirebbe una nuova prospettiva di sostenibilità all'UEM, potendo così anche attrarre quei paesi membri che sono oggi restii ad adottare l'euro a causa della pessima gestione comunitaria della recente crisi e dei suoi postumi. Il capitolo 6 conclude richiamando sinteticamente le linee generali delle proposte avanzate, alcune implicazioni istituzionali e i risultati che da esse è lecito attendersi.

2. Prospettive politiche e istituzionali della UE

Ogni accordo regionale che voglia andare oltre il disegno di un'area di libero commercio implica necessariamente un significativo spostamento di sovranità dai paesi membri verso istituzioni centrali costituite *ad hoc*. Lo spostamento dovrebbe essere proporzionale al grado e al tipo di integrazione economica, sociale e politica perseguita. Maggiore e più ampio il grado di integrazione, più lungo il tempo per raggiungerla. Nel frattempo, la costruzione graduale di istituzioni e regole comuni dovrebbe provenire da un chiaro disegno del punto di arrivo e dovrebbe assicurare un sufficiente grado di coerenza in ogni stadio del processo di integrazione. Le inevitabili incoerenze comunque prodotte da un processo strutturale dinamico richiedono che il quadro istituzionale contenga ammortizzatori economici e

sociali in vista di shock non prevedibili. L'Unione Europea è oggi ancor più lontana che nel passato dal soddisfare queste condizioni di sostenibilità, in primo luogo per non offrire chiare indicazioni sul disegno corrente e sul porto di attracco finale.

Contraddicendo lo spirito del Trattato di Maastricht, la trasformazione della precedente Comunità Europea in una sempre più stretta Unione, con la sua appendice monetaria, è stata relegata alla categoria dell'improbabile. Sommando la disastrosa gestione della recente crisi e dei suoi postumi alle incoerenze non risolte del disegno dell'area euro (AE), si è venuta esacerbando la frammentazione politica già evidente negli anni precedenti.¹ A dispetto di quanto esplicitamente contenuto nei trattati europei, secondo i quali tutti i paesi membri, eccetto Danimarca e Regno Unito, devono attivamente adottare politiche di convergenza finalizzate all'ingresso nella UEM, sono in crescita e stanno assumendo natura permanente richieste di chiamarsi fuori dalla massima armonizzazione, non solo dall'euro e dall'unione bancaria. In più, significativi passi verso l'unione politica dell'area euro, almeno nella misura necessaria per renderla vitale, non sono in agenda.

La recente *Relazione dei cinque presidenti* (Commissione Europea, 2015) riconosce con chiarezza l'impossibilità politica di forzare i paesi membri a ottemperare ai trattati per l'adozione della moneta comune, adozione che con le sue appendici, come l'unione bancaria, porta con sé crescenti dosi di perdita di sovranità nazionale. La *Relazione* conta quindi sulle proposte di riforma dell'area euro in esso contenute per produrre incentivi sufficienti per convincere i paesi ancora fuori dalla UEM ad adottare politiche di convergenza, istituzionali ed economiche, finalizzate al loro ingresso. A parte l'usuale dose di retorica, proponendo l'allargamento del complesso di regole, una loro più stretta osservanza e mantenendo l'impostazione secondo cui la convergenza riguarda le regole e non i risultati economici e sociali, la

¹ A ciò si aggiunga l'illusione che l'ingresso nell'UE avrebbe garantito il rispetto dei valori democratici e dei diritti fondamentali affermati nella sua Carta; la frammentazione riguardante anche queste materie necessariamente aumenta le incoerenze interne.

Relazione non contiene niente di sostanzialmente nuovo proprio a causa di vincoli di *realpolitik*.

Questi ultimi derivano dal rifiuto ideologico, o dall'impossibilità politica, di modificare l'impianto dato all'Unione con il Trattato di Maastricht: unificazione monetaria con regole fiscali pensate per surrogare l'assenza di un grado significativo di unificazione politica, cioè di mutualizzazione dei rischi sovrani. Nelle discussioni innescate dalla crisi recente è divenuto sempre più chiaro che il cuore geo-politico dell'Europa considera questo assetto non come una soluzione temporanea, capace con le sue incongruenze di forzare l'avvio dell'unificazione politica. Lo si considera, al contrario, come il disegno compiuto e coerente di un'unione fatta di paesi fiscalmente sovrani, tra loro in concorrenza in un mercato con libera circolazione di beni, capitali, imprese e lavoratori sotto i vincoli dettati dalla condivisione di un insieme di regole, più stringenti per i paesi che adottano la moneta comune (Issing, 2013; 2015). Quindi i caratteri distintivi dell'impianto europeo sono regole e procedure fisse, tra le quali quelle monetarie, e non poteri discrezionali esercitati da un'autorità centrale. In una associazione di paesi eterogenei nessun insieme di regole è comunque neutrale e la storia insegna che la convergenza sulle regole raramente conduce a convergenza sui risultati. Nello specifico, regole teutoniche possono produrre risultati teutonici per pochi e non per tutti i membri dell'Unione, e non per l'Unione nel suo complesso. Prendendo come data la visione dell'Unione come sistemi-paese tra loro in concorrenza, il disegno delle regole risulta cruciale. Se quello attuale produce serie divergenze nei risultati, la frammentazione socio-politica è destinata ad accentuarsi.

Non sorprende quindi che avallando nella sostanza il quadro attuale la *Relazione* abbia fallito nel rianimare il processo di convergenza e nel sopire le critiche all'impianto europeo. Al contrario, e non senza una qualche incoerenza rispetto ai fini dichiarati nella *Relazione*, l'Unione a due o più livelli è stata di fatto trasformata in caratteristica permanente dal recente tentativo ufficiale di placare fervori nazionalistici ed evitare ulteriori uscite dall'Unione reinterprestando la sempre più stretta unione contenuta nei trattati europei come una più blanda cooperazione in un

contesto di pluralità di monete nazionali.² La visione cooperativa si associa alla rinazionalizzazione di parte dei poteri sovrani man mano attribuiti in passato all'Unione; il suo strumento è l'uso in senso restrittivo dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità tramite i quali si è aumentato nel passato il grado di armonizzazione tra le legislazioni nazionali, spesso in verità tenendo in poco conto fisiologiche specificità locali. Per l'area euro come per l'intera UE il rimpatrio di poteri su alcune materie potrebbe costituire non un indebolimento dell'Unione, bensì il tentativo di dare maggiore coerenza al modello di concorrenza tra sistemi. Ad esempio, come si argomenterà nella sezione 5, la riappropriazione nazionale di poteri per la regolamentazione e vigilanza in campo finanziario potrebbe contribuire, a patto di cambiarne l'impostazione e in congiunzione alle altre riforme qui presentate, a dare la necessaria flessibilità al quadro complessivo.

La possibile critica a un anche limitato rimpatrio di poteri sovrani si regge sull'idea che esso smantellerebbe l'unicità del mercato interno dell'Unione. Come proposizione generale questo argomento è semplicemente errato. Il mercato interno dell'Unione è sostanzialmente libero, cioè deregolamentato, ma non unico. Per esserlo occorrerebbe che tutti gli operatori dell'Unione, senza vincolo di appartenenza nazionale, si trovassero in condizioni strutturali di parità concorrenziale e questo non si verifica in molti campi, specialmente in quello fiscale e, come vedremo nel prossimo capitolo, anche in quello monetario. Mentre quest'ultimo potrebbe essere sanato, forti eterogeneità nelle strutture fiscali derivano in larga misura dal modello di concorrenza tra sistemi-paese e i trattati europei costituiscono un enorme baluardo contro l'imposizione di un'armonizzazione fiscale. In queste condizioni le false pretese di proteggere un mercato che unico non è non possono essere invocate per opporsi a opportuni disegni di maggiore flessibilità nazionale.

² Va anche sottolineato che il risultato dell'evoluzione ora tratteggiata è quello di rendere permanente l'attuale incoerenza istituzionale derivante dal fatto che il quadro complessivo, costruito in accordo con la convergenza verso la UEM dettata dai trattati e con il fine di completare la costruzione del mercato unico europeo, non è funzionale a un sistema a più livelli.

L'attuale mancanza di risposte capaci di mostrare *hic et nunc* l'esistenza di benefici generalizzati derivanti dall'appartenenza all'Unione anche in situazioni di crisi fa sì che molti tra i più convinti europeisti si trincerino sempre di più nell'argomentazione in negativo che i danni dell'uscita dall'area sarebbero superiori a quelli della permanenza. Si tratta peraltro di esercizi difficili data l'incertezza sia sulle direttrici che saranno percorse da UE e UME, sia sul futuro dei mercati globali nei quali in alternativa inserirsi con la sovranità nazionale che quelli permetteranno.

Con certezza ci sentiamo di affermare che di una significativa mutualizzazione dei rischi sovrani europei si riparlerà, semmai, tra qualche decennio. Dato che l'evoluzione ricordata poco sopra non presenta niente di sostanzialmente nuovo e in più riafferma l'impianto e le regole esistenti, il sentiero per eventuali riforme o per nuove iniziative tese a ridare vitalità all'Unione risulta molto stretto.

La prospettiva adottata nel presente lavoro è quella di esplorare questo stretto sentiero, cercando di offrire soluzioni più efficaci e allettanti di quelle promosse dalla *Relazione dei cinque presidenti*. Concentrando l'attenzione sull'area euro e prendendo come dati i vincoli derivanti dal TFEU, si propongono riforme sull'operatività della Banca Centrale Europea, sulle regole fiscali e sulla regolamentazione finanziaria che migliorerebbero la coerenza e la flessibilità del quadro istituzionale e delle politiche da esso derivanti, creerebbero un mercato finanziario unico, indebolirebbero il legame tra crisi sovrane e crisi bancarie, trasformerebbero in reflazionistica l'attuale impostazione di deflazione strutturale e renderebbero l'armonizzazione regolamentare in campo finanziario coerente con le specificità nazionali.

3. Riforma dell'operatività della Banca Centrale Europea

I paesi membri dell'area euro hanno un'unica moneta, un'unica banca centrale, un'unica politica monetaria, ma non un mercato finanziario unico.

Perché esista un mercato finanziario unico occorre che tutti gli operatori dell'area possano far riferimento e abbiano accesso a un unico insieme di attività prive di rischio nel processo di formazione del prezzo dei rischi e nel gestire la liquidità. In sintesi, essi devono confrontarsi con un'unica curva dei rendimenti (*yield curve*). Con la sovranità fiscale a livello nazionale, l'area ora produce tante *yield curve* quanti sono i paesi membri. Ne consegue che i mercati finanziari della EA sono ben lontani dal formare un singolo mercato regionale. Si può ottenere una convergenza temporanea, come quella sperimentata prima della crisi recente, ma non un'integrazione monetaria. Come mostra la recente esperienza, anche a livello internazionale, la convergenza è una conquista fragile.

La BCE è nata ed è stata gestita come se fosse la banca centrale di uno stato federale, e la sua operatività non è tecnicamente distinguibile da quella di una banca centrale di uno stato federale. La BCE serve, però, una coalizione di stati, dove ognuno mantiene la propria piena sovranità fiscale. Il risultato è che l'efficacia della sua politica monetaria dipende dalla incompleta e fragile convergenza dei rating sovrani, espressa dai mercati finanziari privati. Nel corso della recente crisi la BCE ha ampliato i suoi strumenti, incluso l'acquisto selettivo di debito nazionale, giustificandone l'adozione con la necessità di contenere la frammentazione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria lungo confini nazionali. La frammentazione è stata contenuta, ma i mercati finanziari hanno imparato da come la crisi è stata gestita che non possono contare su un comune cuscino di sicurezza che eviti che il costo della ristrutturazione del debito sovrano ricada sul settore privato. Questa valutazione si rafforza considerando che i cosiddetti paesi virtuosi invocano l'estensione esplicita dell'istituto del *bail-in* al debito pubblico, propongono di inserire clausole che permettano di uscire dall'euro, fanno forti pressioni per limitare il debito pubblico detenuto nei portafogli bancari, impongono alla BCE di tener conto del diverso rischio sovrano nei tagli applicati ai collaterali nel finanziamento alle banche, bloccano qualsiasi mutualizzazione nell'assicurazione (privata) dei depositi, oppongono un netto rifiuto ad abbandonare

l'unanimità nelle decisioni del fondo salva stati e a diluirne le condizionalità, e così via.³

Il risultato è che spread significativi tra i debiti sovrani sono destinati a rimanere, mantenendo strutturalmente e significativamente frammentati i mercati finanziari. Ne derivano condizioni di finanziamento volatili ed eterogenee tra gli operatori finanziari e non finanziari lungo linee nazionali, incidendo su cruciali aspetti economici del cosiddetto mercato unico. Questo quando la creazione dell'area euro, cioè dell'Unione Economica e Monetaria, era esplicitamente diretta a perfezionare il mercato unico creando un unico mercato finanziario. Esiste una chiara incoerenza tra l'obiettivo e il quadro istituzionale.

Il maggior difetto del Trattato di Maastricht è forse quello di ricorrere a rigide regole fiscali come una buona approssimazione alla messa in comune della sovranità fiscale. A parte ricorrenti problemi nel farle rispettare e i diseguali punti di partenza dei paesi membri, nessun insieme di regole fiscali, anche se coadiuvato da vincoli macroeconomici e da politiche di liberalizzazione dei mercati, è in grado di omogeneizzare i rating sovrani di paesi eterogenei.

Escludendo la fattibilità di una significativa unione politica, la soluzione per la creazione del mercato finanziario unico va trovata nel rendere le operazioni della BCE coerenti col suo servire una tale coalizione di stati sovrani.

Nelle sue linee generali la proposta qui avanzata è piuttosto semplice. Intermediari finanziari con portafogli comprendenti debito nazionale dell'area euro avrebbero l'opportunità di convertirlo in passività della BCE nella forma di certificati di debito (CD) relativi all'intero spettro di scadenze richiesto da una curva dei rendimenti.⁴ Gli operatori finanziari dell'intera area si confronterebbero così con un'unica curva dei rendimenti privi di rischio. Da notare che

³ È significativo che il recente *Rapporto* del German Council of Economic Experts, 2016, contenga la maggior parte di queste raccomandazioni.

⁴ Le diverse finalità per le quali alcune banche centrali emettono titoli sono discusse da Rule, 2011, e Gray, Pongsaparn, 2015. Secondo questi ultimi, la Hong Kong Monetary Authority emette Exchange Fund Bills and Notes da 91 giorni a 15 anni per produrre la propria *yield curve*.

l'emissione di CD è già inclusa tra gli strumenti che la BCE può utilizzare. Essi sono elencati tra le passività nel bilancio della BCE e sono stati finora utilizzati su piccola scala, particolarmente nei primi anni e brevemente nel 2007 e 2009 per assorbire liquidità. Le linee guida della politica monetaria della BCE classificano i CD tra le operazioni strutturali di mercato aperto,⁵ con una scadenza di 12 mesi, da vendere con sconto in aste standard organizzate dalle banche centrali nazionali. Nonostante la scadenza specificata nelle linee guida, i trattati europei e il regolamento della BCE non pongono limiti alla quantità e scadenza dei CD.⁶

L'emissione di CD sarebbe bilanciata dall'acquisto di un portafoglio di titoli sovrani dei paesi membri in proporzione al loro contributo al capitale versato della BCE, il cosiddetto *capital key*. A regime la BCE e il sistema di banche centrali europee suspenderebbero l'accettazione di titoli sovrani come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento e di erogazione di liquidità di emergenza, limitando la loro operatività ai CD.⁷

Restando credibile la reputazione della BCE nel contenere l'inflazione, le sue passività, tra le quali i CD, si manterrebbero come effettivamente prive di rischio. Essa godrebbe quindi di un nuovo signoraggio, *S2*, dato dalla differenza di rendimento tra il portafoglio di titoli sovrani e le passività in CD. *S2* sarebbe retrocesso ai paesi membri secondo gli specifici *capital key* e spread di rendimento.

Questi stessi parametri potrebbero essere usati nell'alimentare con una quota di *S2* uno specifico fondo di riserva contro rischi di default, analogo a quello in uso per gli acquisti di titoli privati. Per eliminare qualsiasi problema di mutualizzazione del debito, nell'entrare nello schema ogni paese si obbligherebbe formalmente a

⁵ “[Structural] operations are executed whenever the ECB wishes to adjust the structural position of the Eurosystem vis-à-vis the financial sector” (European Central Bank, 2011b, p. 10).

⁶ Si veda European Central Bank, 2011b; 2011a; 2012.

⁷ Da notare che i titoli sovrani che restassero nei portafogli di investimento delle istituzioni finanziarie sarebbero soggetti alle usuali regole prudenziali. In particolare, non potrebbero essere avanzate obiezioni contro l'adozione di ponderazioni di rischio differenziate per i titoli sovrani nel calcolo dei requisiti di capitale delle banche.

rispettare le regole richieste dallo schema, che saranno discusse nel capitolo successivo. Se espulso dallo schema dei CD per non rispettarle, il paese si impegnerebbe ad acquistare il proprio debito sovrano detenuto dalla banca centrale allo stesso prezzo da questa pagato.⁸

Includendo pienamente i CD tra gli strumenti monetari della BCE, la loro emissione risponderrebbe unicamente alla domanda di liquidità dei mercati finanziari e alla politica monetaria decisa dalla BCE in accordo con i suoi obiettivi statutari. Lo schema non intende quindi affrontare direttamente il problema della sostenibilità del debito sovrano, ma creare le condizioni necessarie per un mercato finanziario unico in modo da porre tutti gli operatori dell'euro area in condizioni di strutturale parità concorrenziale. Differenze nel loro accesso al credito non sparirebbero, ma sarebbero meno volatili e non direttamente influenzate dal debito sovrano. Le condizioni di finanziamento per le imprese non finanziarie potrebbero così differire più significativamente nel confronto tra regioni interne all'unione che non tra nazioni.

4. Dinamica del debito pubblico e revisione delle regole fiscali

Sebbene la proposta concernente l'emissione di CD rispetti i vincoli legali posti dai trattati europei e non richieda quindi una loro revisione, lo schema ha rilevanti implicazioni sulla dinamica del debito sovrano che devono essere attentamente analizzati.

Consideriamo al momento l'intera AE e il suo debito sovrano aggregato. L'acquisto di titoli sovrani da parte della BCE in contropartita dell'emissione di CD fa sì che il debito totale (D_T) sia suddiviso tra quanto detenuto dalla banca centrale (D_B) e quanto

⁸ La base legale dell'intero schema e alcune implicazioni in termini di trasferimenti fiscali tra paesi membri e di capitalizzazione della banca centrale sono discusse in Tonveronachi, 2015a.

detenuto dal mercato (D_M), che diviene il riferimento per la sostenibilità del debito.⁹

$$D_T = D_M + D_B \quad (1)$$

Dato che l'emissione di CD è largamente determinata dalla domanda a fini di liquidità proveniente dal settore finanziario, possiamo legare l'acquisto di debito sovrano alla crescita del valore nominale del reddito nazionale (g) tramite il coefficiente a :

$$\frac{(D_{B(t)} - D_{B(t-1)})}{D_{B(t-1)}} = \dot{D}_B = a \cdot g \quad (2)$$

in quanto i CD costituiscono un ulteriore strumento di politica monetaria, il coefficiente a può fluttuare attorno al valore determinato dai mercati privati in presenza di una politica monetaria neutrale.

Dato che la crescita del debito totale è uguale al deficit pubblico aggregato (F), dalle equazioni precedenti otteniamo:

$$-\dot{D}_M = a \cdot g \cdot \frac{D_{B(t-1)}}{D_{M(t-1)}} - \frac{F}{D_{M(t-1)}} \quad (3)$$

a parte a , che per sua natura si riferisce all'intero mercato finanziario dell'area euro, gli altri parametri della (3) possono essere trasformati in parametri nazionali al fine di ottenere la dinamica del debito per ogni singolo stato membro i :

$$-\dot{D}_{Mi} = a \cdot g_i \cdot \frac{K_i \cdot D_{B(t-1)}}{K_i \cdot D_{M(t-1)}} - \frac{F_i}{K_i \cdot D_{M(t-1)}} \quad (4)$$

dove K_i è la quota nazionale nel capitale versato della BCE.

Tralasciando per il momento F , l'acquisto di debito legato alla dinamica del PIL nominale tramite la domanda di liquidità diminuisce l'ammontare di debito tenuto dal mercato, quello significativo per i calcoli di sostenibilità, con effetti positivi sul costo del suo servizio.

Alla riduzione iniziale del debito detenuto dai mercati si aggiunge quindi la dinamica illustrata dalla (4), la cui significatività dipende

⁹ Questo perché il debito sovrano detenuto dalla BCE costituirebbe un fondo di rotazione implicante tassi d'interesse reali vicini allo zero. Dato che la sostenibilità è il principio fondante dei criteri di Maastricht, essa riguarderebbe il debito totale al netto di quanto detenuto in via permanente dalla BCE.

dalla velocità del processo di aggiustamento di D_M , quindi da due parametri relativi all'intera area (a , D_B/D_M) e da tre parametri nazionali (g , K , F).

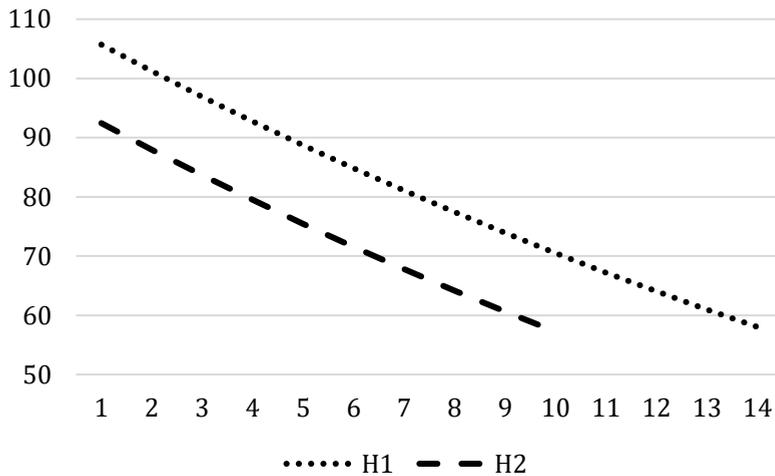
Prendendo come ipotesi di lavoro per le simulazioni che seguono una impostazione neutrale della politica monetaria, possiamo supporre che la domanda di CD aumenti in proporzione al valore nominale del PIL dell'intera area (Y), con ciò ponendo a pari a uno.

Più problematico è stimare il valore iniziale dell'emissione di CD, e quindi il valore iniziale di D_B , relativo alla domanda proveniente dal settore privato. Considerando l'impiego dei CD per la gestione della liquidità da parte delle imprese e dei mercati finanziari, il loro stock a regime dovrebbe essere consistente, specie se sospinto da requisiti regolamentari, dandogli ad esempio preminenza nei requisiti di liquidità introdotti da Basilea III e quelli allo studio per i fondi d'investimento. In quanto segue adotteremo due ipotesi sugli acquisti totali iniziali: $H1$, per un valore corrispondente a un terzo delle obbligazioni pubbliche dell'area euro, corrispondenti a circa 2.490.000 milioni di euro, cioè il 26% del debito totale lordo dell'area a fine 2015; $H2$, per un valore uguale alla metà delle obbligazioni pubbliche, per un valore di circa 3.740.000 milioni di euro, cioè il 39,6% del debito totale lordo. Da notare che i circa 1.500.000 milioni di euro di acquisto di debito sovrano previsto a regime dalla BCE all'interno del suo attuale programma di acquisto esteso di attività finanziarie (APP) rientrerebbero nelle cifre precedenti; gli acquisti del programma CD ricomprirebbero cioè quelli della APP. Data la natura speciale dell'area euro e le speciali responsabilità che dovrebbero competere alla BCE per assicurarne l'unicità del mercato finanziario, non vi sono ragioni per ritenere che il bilancio della BCE non debba essere strutturalmente più elevato delle 'normali' banche centrali.

Il livello iniziale di D_B costituisce un parametro cruciale per la velocità di aggiustamento. La figura 1 mostra per l'Italia la simulazione degli anni necessari perché D_M/Y si situi al di sotto del vincolo del 60%

adottando *H1* o *H2* e prendendo fine 2015 come anno di partenza (per i dati si vedano le tabelle che seguono).

Figura 1 – Italia, aggiustamento di D_M/Y (%), secondo *H1* e *H2*, $g = 3,5\%$



Fonte: Eurostat.

La tabella 1 mostra il PIL nominale e il debito sovrano lordo nell'area euro a fine 2015.

La tabella 2 mostra le quote versate nel capitale della BCE (CK) dai paesi membri e l'acquisizione iniziale di debito pubblico nazionale secondo le ipotesi *H1* e *H2*.

Partendo dai dati delle tabelle precedenti, la tabella 3 mostra i paesi che si posizionerebbero immediatamente al di sotto del vincolo di indebitamento del 60% applicando le due ipotesi *H1* e *H2*.

Tabella 1 – *PIL nominale e debito sovrano lordo nell'area euro a fine 2015*

| | Y | Debito sovrano lordo | | Debito |
|----------------------|------------|----------------------|---------------------|------------|
| | | totale | di cui obbligazioni | totale/Y,% |
| Area euro (19 paesi) | 10.454.578 | 9.440.246 | 7.470.743 | 90,3 |
| Austria | 339.896 | 290.716 | 237.596 | 85,5 |
| Belgio | 409.407 | 434.186 | 353.111 | 106,1 |
| Cipro | 17.637 | 18.964 | 5.893 | 107,5 |
| Estonia | 20.252 | 1.993 | 228 | 9,8 |
| Finlandia | 209.149 | 130.746 | 102.041 | 62,5 |
| Francia | 2.181.064 | 2.097.103 | 1.760.738 | 96,2 |
| Germania | 3.032.820 | 2.152.943 | 1.566.173 | 71 |
| Grecia | 175.697 | 311.452 | 61.631 | 177,3 |
| Irlanda | 255.815 | 201.266 | 125.565 | 78,7 |
| Italia | 1.642.444 | 2.171.671 | 1.822.226 | 132,2 |
| Latvia | 24.349 | 8.872 | 6.086 | 36,4 |
| Lituania | 37.331 | 15.882 | 12.530 | 42,5 |
| Lussemburgo | 51.216 | 11.174 | 6.250 | 21,8 |
| Malta | 8.788 | 5.621 | 5.176 | 64 |
| Olanda | 676.531 | 441.664 | 347.511 | 65,3 |
| Portogallo | 179.540 | 231.345 | 121.888 | 128,9 |
| Slovacchia | 78.686 | 41.306 | 35.201 | 52,5 |
| Slovenia | 38.570 | 32.070 | 27.330 | 83,1 |
| Spagna | 1.075.639 | 1.072.183 | 873.570 | 99,7 |

Fonte: Eurostat.

Note: ove non altrimenti specificato le somme sono espresse in milioni di euro.

Tabella 2 – *Capital key e D_B iniziale per i paesi membri*

| | CK, | D_B , milioni di euro | |
|---------------|------------|-------------------------|------------------|
| | % | H1 | H2 |
| Austria | 2,79 | 69448,8 | 104173,2 |
| Belgio | 3,52 | 87657,4 | 131486,1 |
| Cipro | 0,21 | 5352,6 | 8028,8 |
| Estonia | 0,27 | 6820,7 | 10231,1 |
| Finlandia | 1,78 | 44447,8 | 66671,7 |
| Francia | 20,14 | 501619 | 752428,6 |
| Germania | 25,57 | 636692,4 | 955038,6 |
| Grecia | 2,89 | 71928,7 | 107893,1 |
| Irlanda | 1,65 | 41062,2 | 61593,3 |
| Italia | 17,49 | 435520,5 | 653280,7 |
| Latvia | 0,4 | 9979,9 | 14969,8 |
| Lituania | 0,59 | 14617,8 | 21926,7 |
| Lussemburgo | 0,29 | 7181,6 | 10772,3 |
| Malta | 0,09 | 2292,4 | 3438,7 |
| Olanda | 5,69 | 141632,2 | 212448,4 |
| Portogallo | 2,48 | 61676,4 | 92514,7 |
| Slovacchia | 1,1 | 27328,8 | 40993,2 |
| Slovenia | 0,49 | 12222,8 | 18334,2 |
| Spagna | 12,56 | 312765,4 | 469148,2 |
| <i>Totale</i> | <i>100</i> | <i>2490247,5</i> | <i>3735371,3</i> |

Fonte: BCE e Eurostat.

Tralasciando per il momento gli altri paesi più indebitati, vediamo le implicazioni in termini di dinamica del debito (D_M) e di deficit fiscali per i paesi che da subito rispettano il vincolo sull'indebitamento.

Attualmente la regola fiscale detta che in queste condizioni il deficit strutturale non possa superare l'1% del PIL, indipendentemente dal grado di indebitamento. Sottoporre allo stesso

vincolo fiscale paesi con indebitamento nullo o al 60% (si veda la tabella 1) rasenta l'assurdo. Pensiamo a un paese, come l'Estonia, che con un debito lordo insignificante si può trovare sotto scrutinio della Commissione per deficit fiscale eccessivo. Se stiamo alla logica più che alla lettera del TFEU, il vincolo è diretto a conservare la sostenibilità del debito sovrano; con questa definita dal tetto del 60%, la regola fiscale dovrebbe permettere deficit coerenti col divieto di superare quel limite.

Tabella 3 – Paesi che si situano da subito sotto il tetto del 60%

| | H1 | H2 |
|-------------|----|----|
| Austria | no | si |
| Estonia | si | si |
| Finlandia | si | si |
| Francia | no | si |
| Germania | si | si |
| Latvia | si | si |
| Lituania | si | si |
| Lussemburgo | si | si |
| Malta | si | si |
| Olanda | si | si |
| Slovacchia | si | si |
| Slovenia | si | si |
| Spagna | no | si |

Al di sotto del vincolo del 60% i paesi potrebbero quindi adattare il deficit fiscale alle proprie specificità a condizione di mantenere la sostenibilità del debito. Questa flessibilità è tanto più necessaria sotto il programma CD in quanto la crescente acquisizione di debito da parte della BCE al crescere del reddito condurrebbe velocemente alcuni paesi ad una situazione di debito negativo.¹⁰ Al di sotto del 60% si potrebbero seguire diverse strategie per le dinamiche del deficit e del

¹⁰ I paesi baltici, in particolare, si troverebbero fin da subito come creditori verso la BCE per l'assenza di debito sufficiente per acquisizioni fatte seguendo il *capital key*.

debito. Una strategia, che potrebbe essere cara ai guardiani della sostenibilità e che renderebbe ancor più sicuro il debito sovrano detenuto dalla BCE, sarebbe quella di utilizzare i benefici del programma CD per attestarsi stabilmente al di sotto di un livello più sicuro di sostenibilità. Chi converge dall'alto manterrebbe costante il debito in mano al mercato, affidando così la diminuzione dell'indebitamento alla crescita del reddito (per i suoi effetti sia su D_B , sia sul denominatore); una volta raggiunto il nuovo livello di sostenibilità, il deficit si adeguerebbe al suo mantenimento.

In termini formali l'equazione (4) può essere riscritta ponendo la variazione di D_M pari a zero:

$$0 = a \cdot g_i \cdot \frac{K_i \cdot D_{B(t-1)}}{K_i \cdot D_{M(t-1)}} - \frac{F_i}{K_i \cdot D_{M(t-1)}} \quad (5)$$

dalla quale si ricava

$$F_i = a \cdot g_i \cdot K_i \cdot D_{B(t-1)} \quad (6)$$

maggiori sono il tasso di crescita, il *capital key* e il debito pregresso, maggiore il deficit di equilibrio dinamico. Dato che l'aumento annuale del debito totale è uguale al deficit fiscale, dalla (6) possiamo derivare:

$$\frac{\dot{D}_{T_i}}{g_i} = a \cdot \frac{D_{B(t-1)_i}}{D_{T(t-1)_i}} \quad (7)$$

con a vicina all'unità, il tasso di crescita del debito totale è inferiore a quello del reddito nominale e l'indebitamento totale converge verso il basso.

La seconda strategia, che mantiene costante il livello di D_M/Y , comporta che $\dot{D}_M = g$, per cui l'equazione (4) diviene

$$-g_i = a \cdot g_i \cdot \frac{K_i \cdot D_{B(t-1)}}{K_i \cdot D_{M(t-1)}} - \frac{F_i}{K_i \cdot D_{M(t-1)}} \quad (8)$$

dalla quale

$$F_i = a \cdot g_i \cdot K_i \cdot D_{B(t-1)} + g_i \cdot K_i \cdot D_{M(t-1)} \quad (9)$$

e

$$\frac{\dot{D}_{T_i}}{g_i} = \alpha \cdot \frac{D_{B(t-1)_i}}{D_{T(t-1)_i}} + \frac{D_{M(t-1)_i}}{D_{T(t-1)_i}} \quad (10)$$

Il deficit fiscale e il tasso di crescita del debito totale sono superiori a quelli della strategia precedente.

Utilizzando i dati mostrati nelle tabelle precedenti, ipotizzando *H2* e ponendo il nuovo tetto di convergenza al 30% di indebitamento, la tabella 4 mostra la simulazione dinamica per la Germania.

Tabella 4 – *Germania, convergenza verso il 30% di indebitamento, H2 e g = 4,5*

| Anni | D_T/Y | D_M/Y | D_B/Y | $F/Y, \%$ |
|------|---------|---------|---------|-----------|
| 1 | 0.71 | 0.39 | 0.31 | |
| 2 | 0.69 | 0.38 | 0.31 | 1.36 |
| 3 | 0.68 | 0.36 | 0.31 | 1.36 |
| 4 | 0.66 | 0.35 | 0.31 | 1.36 |
| 5 | 0.65 | 0.33 | 0.31 | 1.36 |
| 6 | 0.63 | 0.32 | 0.31 | 1.36 |
| 7 | 0.62 | 0.3 | 0.31 | 1.36 |
| 8 | 0.62 | 0.3 | 0.33 | 2.66 |

I deficit fiscali permessi da queste strategie sono superiori a quelli attualmente in vigore, specie una volta che si raggiunga il grado di indebitamento desiderato. Allo spazio fiscale così creato si devono anche sommare i fondi retrocessi dalla BCE per il nuovo signoraggio, più in generale il minor costo del servizio del debito. I paesi che convergessero dal basso verso la nuova soglia di sicurezza potrebbero adottare deficit fiscali molto più elevati.

Veniamo quindi ai paesi che dopo l'acquisto iniziale di debito da parte della BCE si trovino ancora al di sopra del 60% di indebitamento. Secondo la regola in vigore essi dovrebbero produrre un surplus di bilancio al fine di portare l'indebitamento al di sotto del vincolo legale

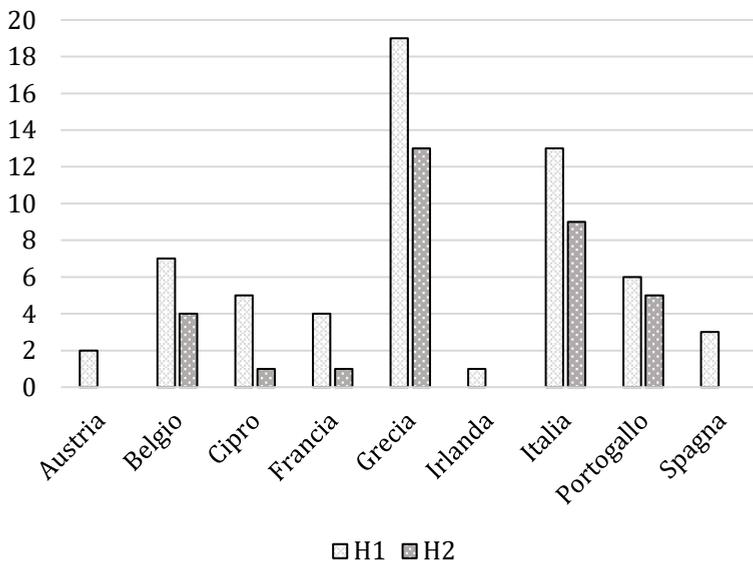
in vent'anni. Dato che in tale situazione si trovano attualmente paesi di forte peso economico come Germania, Francia, Italia e Spagna, il pieno rispetto di questa regola rinforzerebbe gli effetti deflattivi dei vincoli che limitano il deficit degli altri paesi. Che questa regola non sia al momento rigidamente applicata non deve essere motivo di sollievo perché essa potrebbe essere invocata in ogni momento ed è istituzionalmente deleterio convenire su regole e poi, anche se considerate 'stupide', non rispettarle.

Adottando lo schema basato sui CD molti paesi, alcuni di forte rilievo economico, potrebbero immediatamente passare a deficit più consistenti di quelli ora permessi, producendo una spinta reflazionistica per l'intera area. Questo significa che ne beneficerebbero anche i paesi maggiormente indebitati, per l'effetto diretto sul PIL nominale e quello indiretto sull'acquisto di titoli da parte della BCE. Nel simulare il sentiero di convergenza per i paesi più indebitati potremmo quindi contare su tassi di crescita più sostenuti di quanto permesso dalle condizioni attuali. Ipotizziamo che finché l'indebitamento resta superiore al 60% si applichi il vincolo del pareggio di bilancio ($F = 0$), al posto del surplus imposto attualmente, un vincolo piuttosto tenue tenendo conto della diminuzione sostanziale del costo del debito prodotto dallo schema CD. In queste condizioni l'equazione (4) diviene:

$$-\dot{D}_{Mi} = a \cdot g_i \cdot \frac{K_i \cdot D_{B(t-1)}}{K_i \cdot D_{M(t-1)}} \quad (11)$$

La figura 2 mostra la velocità di convergenza dell'indebitamento verso il tetto legale del 60% per i paesi più indebitati sotto le due ipotesi *H1* e *H2*.¹¹

¹¹ Per entrambe le ipotesi si assumono i seguenti valori di g : Austria 3,5%; Belgio 4%; Cipro 3,5%; Francia 4%; Grecia 3%; Irlanda 4%; Italia 3,5%; Portogallo 3,5%; Spagna 4%. In quanto la spinta reflazionistica aiutasse anche a portare l'inflazione verso il 2%, questi valori potrebbero essere sottostimati, specie adottando *H2*.

Figura 2 – *Convergenza dei paesi maggiormente indebitati*

Riassumendo, carattere distintivo dello schema basato sui CD rispetto alle politiche e regole esistenti è un maggior adeguamento delle politiche fiscali alle condizioni proprie dei diversi paesi e alle loro scelte autonome, che possono cambiare nel tempo anche come risposta a mutate condizioni generali. I paesi che si trovino inizialmente al di sotto del tetto legale dell'indebitamento possono decidere se e quanto convergere verso di esso. Una volta soddisfatto il vincolo legale, i paesi che convergono dall'alto possono decidere in autonomia se creare un ulteriore margine di sicurezza e la sua consistenza. Questa flessibilità potrebbe essere temporaneamente ristretta adottando lo schema cooperativo implicito nelle due strategie prima discusse. La loro adozione produrrebbe migliori risultati per ogni paese e per l'intera area perché si massimizzerebbe l'effetto propulsivo sulla crescita delle riforme basate sui CD.

L'insieme delle regole fiscali esistenti ha da sempre sofferto seri limiti nella capacità delle autorità europee di farle rispettare; inoltre l'uso fatto della discrezionalità al di là di quanto permesso dalla loro scarsa flessibilità ha spesso sollevato critiche per trattamenti diseguali all'interno dell'Unione. Un aspetto positivo dello schema qui proposto è quello di poter rafforzare il rispetto delle (nuove) regole. Come si è accennato nel capitolo precedente, il paese che non rispettasse le nuove regole, ad esempio per due anni consecutivi, verrebbe escluso dal nuovo schema, tornerebbe a quello precedente e sarebbe obbligato ad acquistare i propri titoli detenuti dalla BCE al prezzo da questa pagato. L'espulsione non richiederebbe modifiche dei trattati dato che il paese escluso resterebbe comunque nell'area euro. L'incentivo a rispettare le nuove regole sarebbe molto elevato.

Pur non costituendo una panacea istantanea al problema del debito sovrano, la riforma prima delineata comporterebbe comunque un significativo allentamento e flessibilizzazione delle regole fiscali. Oltre a soddisfare il limite prescelto per l'indebitamento, i paesi membri guadagnerebbero in flessibilità per rispondere a necessità impreviste o a congiunture asincrone dell'area. Per paesi che hanno una quasi disperata necessità di espandere o migliorare le loro infrastrutture la soluzione consigliabile sarebbe di richiedere che lo spazio fiscale guadagnato al di sotto del tetto legale dell'indebitamento fosse utilizzato per quel tipo di investimenti. Tutto ciò aiuterebbe l'area euro a promuovere un disegno positivo e credibile per il suo futuro e attrarre quei paesi della UE che ora resistono contro l'adozione dell'euro.

Come si è ripetutamente precisato, le riforme fin qui delineate partono dalla necessità di creare un mercato finanziario unico e non dalla necessità di risolvere il problema dell'indebitamento sovrano dell'area euro. Tuttavia, date le loro implicazioni fiscali, esse si prestano a essere confrontate con le molte proposte volte a trattare quel problema.

Non potendo entrare in questa sede in una analisi dettagliata di quelle proposte, è comunque utile soffermarsi su alcune

differenze di impostazione e su possibili complementarità. In primo luogo, l'analisi svolta nella sezione 2 fa ritenere che, al di là del loro merito intrinseco, non siano perseguibili proposte che implicino dosi significative di mutualizzazione del debito. In secondo luogo, se il debito, indipendentemente che sia mutualizzato, fosse gestito da un'autorità diversa dalla BCE, le sue implicazioni di politica monetaria potrebbero creare incoerenze tra politiche. In terzo luogo, nelle poche proposte nella quali la mutualizzazione è relegata a eventi considerati rari e la produzione di attività sintetiche prive di rischio è affidata al settore privato, è quest'ultimo a beneficiare del nuovo signoraggio così creato e non i paesi tramite l'indebolimento del loro vincolo fiscale. In quarto luogo, quelle proposte sono in genere statiche, ovvero prevedono un dato intervento sul debito sovrano per poi appoggiarsi alle regole fiscali esistenti per mantenerne la sostenibilità. Al contrario le riforme qui proposte hanno favorevoli implicazioni dinamiche sul debito e sul deficit fiscale. Rilevanti complementarità potrebbero nascere legando gli investimenti nazionali in infrastrutture discussi in precedenza a progetti infrastrutturali europei, ad esempio finanziati tramite la Banca Europea degli Investimenti facendo leva sulle limitate risorse che si può politicamente decidere di mutualizzare.¹²

5. Riforma della regolamentazione finanziaria

L'effettiva unificazione dei mercati finanziari europei per mezzo della riforma sull'operatività della BCE rende ancor più necessario riflettere sull'adeguatezza dell'attuale comune architettura di regolamentazione finanziaria.

Per il settore finanziario si pone, infatti, un problema analogo a quello che abbiamo discusso in campo fiscale ovvero quello di

¹² Per le diverse proposte si vedano ad esempio Bibow, 2015; Brunnermeier et al., 2011; Pàris, Wyplosz, 2014; Prodi, Quadrio Curzio, 2011; Quadrio Curzio, 2014.

un'impostazione che mira alla convergenza verso regole uniformi, indipendentemente dai risultati che esse producono su sistemi tra di loro eterogenei. Partendo dalla necessità di considerare le specificità nazionali, e analogamente a quanto proposto nel capitolo precedente sulla flessibilizzazione delle regole fiscali una volta soddisfatto il requisito di sostenibilità del debito sovrano, la proposta che viene sviluppata nelle pagine che seguono è volta ad attribuire flessibilità alla vigilanza nazionale una volta soddisfatta una soglia regolamentare comune.

L'impostazione micro-prudenziale che da almeno tre decenni caratterizza la regolamentazione finanziaria su scala internazionale si basa infatti su regole uniformi (*level playing field*) prima pensate per le banche internazionali e poi estese, seppur con gradazioni diverse, a tutte le tipologie bancarie. In Europa l'unione bancaria dovrebbe produrre la massima armonizzazione tra i paesi partecipanti in termini di requisiti di capitalizzazione e di liquidità e di procedure di vigilanza. Stante l'eterogeneità dei sistemi economici afferenti all'unione bancaria (nella sostanza i paesi dell'area euro), è come affermare che il sistema finanziario è una sovrastruttura neutrale rispetto alla sottostante struttura economica.

Nella sostanza si replica anche in campo finanziario il disegno, discusso all'inizio, di una Unione Europea fatta di paesi tra loro in concorrenza sotto regole e procedure il più possibile uniformi. Scartando il passaggio in tempi non biblici verso un sistema federale, abbiamo preso quel disegno come un dato di fatto, ma abbiamo discusso nei capitoli precedenti come cambiare e rendere flessibili alcune procedure e regole per avvicinare tutti gli operatori dell'area a condizioni di strutturale parità concorrenziale per quanto concerne la gestione della liquidità e dei rischi finanziari e per favorire la convergenza sull'indebitamento sovrano. Questo non può, comunque, eliminare l'eterogeneità strutturale e dinamica di quei paesi, così che la convergenza sui risultati per paesi sovrani tra loro in concorrenza può richiedere per la regolamentazione finanziaria quella flessibilità che abbiamo invocato in campo fiscale.

Si può dare sostanza a questa necessità riproponendo alcune analisi e proposte offerte da Minsky in campo regolamentare.¹³

Seppur le banche gestiscano solo una parte dell'attività del sistema finanziario, Minsky le considera cruciali per il finanziamento della crescita economica e per la stabilità finanziaria, specie dato il loro ruolo nel sistema dei pagamenti. Come organizzazioni tese alla ricerca del profitto, le banche aggiustano prontamente la tipologia e la scala delle loro operazioni. Come organizzazioni in strutturale posizione speculativa, le banche devono continuamente convalidare il servizio del debito con i ricavi derivati dalla gestione di un ampio complesso di rischi. Nel breve termine il loro margine di sicurezza è costituito dalla capitalizzazione, dalle riserve e dai collaterali; nel lungo andare esso dipende dalla capacità di produrre profitti. Come per la generalità delle unità economiche, prolungati periodi di convalida delle aspettative conducono le banche a sottovalutare i rischi assunti e a sovrastimare i propri margini di sicurezza (la stabilità conduce all'instabilità). Di conseguenza, in assenza di vincoli, la loro ricerca del profitto produce endogenamente lunghi periodi di crescente bancarizzazione e aumenti di fragilità finanziaria.

Minsky era ben conscio che la regolamentazione bancaria non può essere la risposta statica a un sistema dinamico, nel quale le innovazioni tecniche e i cambiamenti strutturali del settore reale interagiscono in profondità con le innovazioni finanziarie e le scelte manageriali delle banche. Dato che il sistema di regole finanziarie non può fare a meno di una relativa stabilità, la sua struttura dovrebbe allora poter vincolare la fragilità del sistema finanziario affinché questo mantenga al sicuro il sistema dei pagamenti e il finanziamento dell'accumulazione di capitale, compito arduo perché le due funzioni sono in questo senso tra di loro in contraddizione dati i rischi inerenti alla seconda.¹⁴

Le autorità dovrebbero quindi far sì che la struttura finanziaria permetta che banchieri e supervisor ben comprendano le

¹³ Si vedano Minsky, 1977; Minsky, 1986; e Montanaro, Tonveronachi, 2012.

¹⁴ Per una ricostruzione più dettagliata della posizione di Minsky si veda Kregel, 2012.

implicazioni dei rischi assunti dalle banche. Ciò può significare limitare la complessità dei rischi assunti e la tipologia dei contratti finanziari.

Si dovrebbero inoltre evitare crescite veloci degli attivi bancari che l'esperienza mostra essere causa di rapide accumulazioni di fragilità. La crescita degli attivi bancari dovrebbe essere quindi regolata per corrispondere, almeno nel medio periodo, alla crescita sostenibile o alla crescita obiettivo del reddito nominale. Partiamo da questo problema dinamico per illustrare l'analisi e le proposte di Minsky per mezzo di un semplice esercizio formale.

Ipotizziamo che nel lungo andare la crescita del capitale bancario derivi solo da risorse interne.¹⁵ Possiamo allora scrivere la seguente identità

$$CG = (1 - POR) \cdot \frac{ROA}{L} \quad (12)$$

dove CG è il tasso di crescita del capitale, POR la quota di profitti distribuiti come dividendi, ROA il tasso di rendimento dell'attivo al netto delle imposte e L il rapporto di leva finanziaria (capitale proprio/totale attivo).

Per un dato valore di leva i tassi di crescita del capitale e dell'attivo (AG) sono identici. Ne risulta che AG dipende da una serie di variabili che, in assenza di un intervento regolamentare, poco o niente hanno a che fare con la crescita sostenibile del PIL nominale. Se quest'ultima è inferiore ad AG si avrà una crescente bancarizzazione, con le banche che pongono sé stesse e l'intera economia in situazioni di crescente fragilità. Se minore, si avrà un vincolo finanziario alla crescita reale, come avviene spesso nelle economie meno sviluppate.

La regolamentazione micro-prudenziale derivante dagli accordi di Basilea conserva appieno questo carattere di estraneità rispetto alla dinamica macroeconomica. Seguendo l'impostazione di Basilea il rapporto di leva non ponderato per il rischio può essere espresso dal

¹⁵ Dato che nel lungo andare le risorse esterne di capitale alle quali una banca può attingere dipendono dalla sua profittabilità e quindi dal suo potenziale di crescita interna, quest'ipotesi eventualmente sottostima il tasso di crescita dell'attivo bancario.

requisito minimo di capitalizzazione MCR , misurato in relazione all'attivo ponderato ($Capitale/RWA$), moltiplicato per il coefficiente medio di ponderazione dell'attivo RW ($RWA/Totale\ attivo$):

$$AG = (1 - POR) \cdot ROA \cdot \frac{1}{MCR \cdot RW} \quad (13)$$

Quando fu introdotto, il requisito minimo di capitalizzazione fu fissato a un livello che rifletteva lo *status quo ante* delle maggiori banche internazionali, e a tutt'oggi il suo valore è oggetto di animate discussioni, che comunque considerano la sola dimensione micro-prudenziale. Il coefficiente RW deriva da metodologie di valutazione dei rischi che espressamente tendono a conformarsi a quelle sviluppate dal sistema privato. L'intervento regolamentare sulla leva bancaria si basa quindi su due coefficienti la cui metrica non ha alcuna relazione con le condizioni di crescita del PIL nominale. La regolamentazione micro-prudenziale può quindi favorire la discrepanza tra crescita bancaria e crescita del PIL nominale, come è avvenuto con vigore nel decennio che ha preceduto la recente crisi.

Scopo dell'esercizio è mostrare l'inidoneità dell'assetto regolamentare attuale nell'adeguarsi alle fisiologie nazionali, potendo al contrario costituire un ulteriore fattore di fragilità macroeconomica. Ciò risulta tanto più vero per l'area euro dove l'unione bancaria è volta alla massima armonizzazione possibile delle regole micro-prudenziali e delle procedure di vigilanza. A fronte di eterogeneità nazionali nell'area euro che mal sopportano una tale armonizzazione,¹⁶ sarebbe quindi necessario un cambiamento volto a introdurre elementi di flessibilità nazionale.

A tal fine si può sostituire l'impostazione micro-prudenziale di Basilea (*bottom-up*) con quella macro-prudenziale (*top-down*) alla Minsky, secondo la quale nel medio termine la crescita degli attivi bancari dovrebbe essere sostanzialmente in linea con la crescita del reddito nominale sostenibile (Y_s):

$$AG = (1 - POR) \cdot \frac{ROA}{L} \cong Y_s \quad (14)$$

¹⁶ Si vedano ad esempio i saggi contenuti in Kattel et al., 2016.

Secondo Minsky *POR* e *L* dovrebbero quindi divenire strumenti di politica regolamentare, preferibilmente adottando una leva omogenea e agendo sulla distribuzione dei profitti delle singole banche per controllarne la crescita. Si potrebbe anche dividere il sistema bancario in poche tipologie di banche con differente impronta sistemica alle quali applicare un diverso vincolo di leva.

L'adozione della proposta di Minsky nell'area euro richiederebbe un significativo cambiamento nella definizione del passaporto europeo in campo bancario, che attualmente permette a qualsiasi banca europea di operare negli altri paesi membri anche tramite filiali (*branches*) che sono sottoposte a regolamentazione e vigilanza del paese d'origine, e che quindi sfuggirebbero alla flessibilizzazione nazionale delle regole. Il passaporto dovrebbe quindi limitare tale presenza nella forma di sussidiarie, cioè di banche nazionali di capitale estero, da assoggettare pienamente a regolamentazione e vigilanza dei paesi in cui operano. Una misura, questa, che ricalcherebbe quanto deciso dagli Stati Uniti per le banche sistemiche operanti nel loro territorio e che, tra l'altro, meglio si confà allo schema europeo di paesi non federati tra loro in concorrenza. Con questo diverso assetto l'armonizzazione regolamentare europea potrebbe riguardare la fissazione di un comune rapporto minimo di leva per categorie omogenee di banche in tutta l'area euro, lasciando le autorità nazionali libere di operare sulla distribuzione dei profitti.

Dato che la regolamentazione di Basilea costituisce lo standard internazionale in campo bancario, potrebbe sembrare che una proposta come quella sopra delineata richieda all'Europa di compiere un salto enorme. Lo è se guardiamo alla battaglia conservatrice che l'Europa sta combattendo, molto meno se guardiamo alle più recenti evoluzioni e discussioni.

Negli USA la tendenza è verso il depotenziamento, se non l'eliminazione formale, dell'uso dei modelli interni da parte delle banche sistemiche per il calcolo dei loro requisiti regolamentari e per una drastica semplificazione di quei requisiti per le banche minori, le quali sono di fatto vincolate al rispetto del rapporto non ponderato di leva. Ciò sta avvenendo in primo luogo tramite il requisito minimo del

rapporto di leva, che è stato differenziato a seconda dell'impronta sistemica di tre categorizzazioni di banche (sistemiche globali, sistemiche nazionali e non sistemiche). A ciò si aggiunge la proposta, avversata dall'Europa, di considerare i risultati derivanti da metodi standardizzati di valutazione di rischio come soglia inferiore per i calcoli derivanti dai modelli interni.¹⁷ La combinazione delle due soglie, leva e metodi standardizzati, rende irrilevanti i modelli interni se non producono requisiti più elevati, ma questo indurrebbe le banche ad abbandonarli. Recentemente il presidente della Federal Reserve ha brevemente illustrato una proposta tesa a sostituire per le banche sistemiche il buffer di conservazione di capitale con un buffer specifico per ogni banca, sostanzialmente basato sui risultati degli stress test (Yellen, 2016).

Per meglio comprendere l'interpretazione creativa delle regole di Basilea da parte degli USA, ricordiamo brevemente l'architettura di Basilea III sulla capitalizzazione bancaria. Ai requisiti del primo pilastro (capitalizzazione minima del 4,5% di capitale di primo livello) si aggiunge quanto derivante dal secondo pilastro (valutazione di rischi aggiuntivi da raggiungere tramite accordo tra la valutazione della banca, ICAAP, e quella dei supervisori, SREP), a cui si somma un buffer di conservazione del capitale del 2,5% (al di sotto del quale il capitale è reintegrato limitando la distribuzione di profitti e bonus), a cui aggiungere, a discrezione dei singoli paesi, un buffer anticiclico di

¹⁷ Si veda Tarullo, 2014. La posizione USA trae le dovute conseguenze dai risultati ottenuti dagli esercizi promossi dal Comitato di Basilea volti a verificare nei fatti l'esistenza di una comune migliore pratica nella valutazione dei rischi tramite modelli interni. L'esercizio consisteva nel richiedere a un campione di banche internazionali di valutare tramite i loro modelli interni la rischiosità di uno stesso portafoglio con rischio di credito e di uno stesso portafoglio con rischio di mercato. L'elevata varianza dei risultati ha mostrato con chiarezza che il cosiddetto *level playing field* non è raggiungibile tramite l'uso dei modelli interni. Lo studio in corso da parte del Comitato di Basilea di restringere la tipologia di modelli interni utilizzabili dalle banche ridurrebbe senza sanare il problema che è meglio affrontato affidandosi come propongono gli USA ai metodi standardizzati, integrati da stress test individuali. Occorre anche ricordare che nel passato molte banche hanno chiesto di passare ai modelli interni al solo scopo di risparmiare capitale regolamentare.

un ulteriore 2,5%, assoggettando, infine, le banche sistemiche a un buffer aggiuntivo fino al 3%, a seconda della loro impronta sistemica.

Quello che gli USA propongono è una rilevante semplificazione dell'architettura barocca di Basilea. Al requisito del primo pilastro si aggiungerebbe per le banche maggiori un solo buffer, calibrato per ogni banca tramite gli stress test, che non potrebbe essere inferiore al 2,5% e che conserverebbe i vincoli alla distribuzione di dividendi e bonus del buffer di conservazione. Questo buffer unico ingloberebbe il secondo pilastro, il buffer di conservazione e il buffer sistemico. Resta eventualmente da aggiungere il solo buffer anticiclico.¹⁸

Pur condividendo appieno l'impostazione statunitense per la semplificazione delle procedure e per la riduzione dei costi di regolamentazione e supervisione, un'impostazione minskyana non può che collidere col carattere pro-ciclico del requisito totale di capitale, in parte assorbito dal buffer anticiclico che però, nell'esperienza finora maturata, non ha trovato frequente applicazione.

Si potrebbe compiere un ulteriore passo rendendo lo schema al tempo stesso ancor più semplice e anticiclico. Possiamo illustrare la proposta tramite un esempio semplificato, prendendo la leva non ponderata come requisito base. Dividiamo il sistema bancario in tre categorie, banche globalmente sistemiche (G-SIB), banche localmente sistemiche (SIB) e banche minori, rispettivamente soggette a un vincolo di rapporto minimo di leva del 6%, 5% e 3%. Al vincolo minimo si aggiunge un buffer anticiclico rispettivamente del 3%, 2,5% e 2%.¹⁹ I valori somma così ottenuti (9%, 7,5% e 5%) costituiscono quello che potremmo chiamare il livello neutrale, quello cioè corrispondente a una crescita degli attivi bancari in linea con il riferimento del reddito nominale fissato dalle autorità. Se la crescita

¹⁸ Non è ancora possibile comprendere quanto e in che direzione il disegno fin qui delineato sarà modificato dalla prossima amministrazione statunitense.

¹⁹ Se ipotizziamo una ponderazione media dell'attivo del 50%, la somma dei requisiti minimi di leva più buffer corrisponde a una capitalizzazione di Basilea, cioè ponderata per il rischio, rispettivamente del 18%, 15% e 10%. La piena utilizzazione verso il basso del buffer anticiclico produrrebbe requisiti minimi del 12%, 10% e 6%.

dell'attivo bancario è superiore al livello di riferimento, il requisito di capitale cresce, con ciò imponendo limiti alla distribuzione di dividendi e bonus; e viceversa.²⁰ Seguendo l'impostazione di Minsky i precedenti requisiti base e i buffer dovrebbero essere calibrati considerando gli specifici caratteri strutturali nazionali.

Su questa base si potrebbe anche affrontare con gradualità il problema delle banche sistemiche, imponendo, in base alla individuale redditività e agendo su leva e distribuzione dei profitti, una crescita al di sotto di quella del reddito nominale.

Tentativi di eludere questi vincoli per mezzo di fusioni e acquisizioni potrebbero essere contrastati ponendo a qualsiasi banca un limite all'attivo come proporzione del valore nominale del PIL. Questa misura diminuirebbe con immediatezza il rilievo sistemico delle banche maggiori, ammettendo al contempo consolidamenti per le banche minori.²¹

Adottando in Europa una riforma lungo le linee ora tratteggiate si otterrebbero risultati analoghi a quelli prima analizzati con la proposta minskyana. La rinazionalizzata vigilanza finanziaria sarebbe più vicina alle esigenze macro e micro locali, per di più implicando

²⁰ Il livello di neutralità potrebbe essere fissato come media nazionale o territoriale, oppure potrebbe riferirsi alla singola banca. Un vincolo troppo specifico rischia di congelare le quote di mercato indipendentemente dalle condizioni specifiche della banca o del suo territorio. Un vincolo da rispettare a livello generale consente politiche di struttura industriale tese a riequilibrare le condizioni di concorrenza. Si noti che il vincolo è alla crescita interna, non a quella derivante da processi di fusione e acquisizione. Come si è già accennato, l'esperienza mostra che distorsioni operative capaci di condurre a situazioni di crisi sono in genere il risultato di una crescita interna troppo accelerata.

²¹ Negli Stati Uniti questa proposta è stata avanzata da varie parti; per tutti si veda Johnson, 2016. È quasi paradossale che le discussioni sulla necessità di porre limiti alla dimensione bancaria siano più vivaci, anche a livello politico, negli USA che in Europa, dove il problema della dimensione relativa delle banche è assai più serio. Al contrario, nel varare l'unione bancaria, le autorità europee hanno esaltato l'effetto che essa potrà avere su acquisizioni e fusioni transfrontaliere, che peggiorerebbero il problema delle banche sistemiche dato che non vi sono da attendere consolidamenti di quel tipo tra banche minori. Vi è anche da considerare che il problema dimensionale delle banche eccede la sfera puramente economica per le distorsioni che il loro potere lobbistico produce nei processi decisionali democratici. Sulla necessità di de-globalizzare le banche e la loro regolamentazione si veda Tonveronachi, 2013.

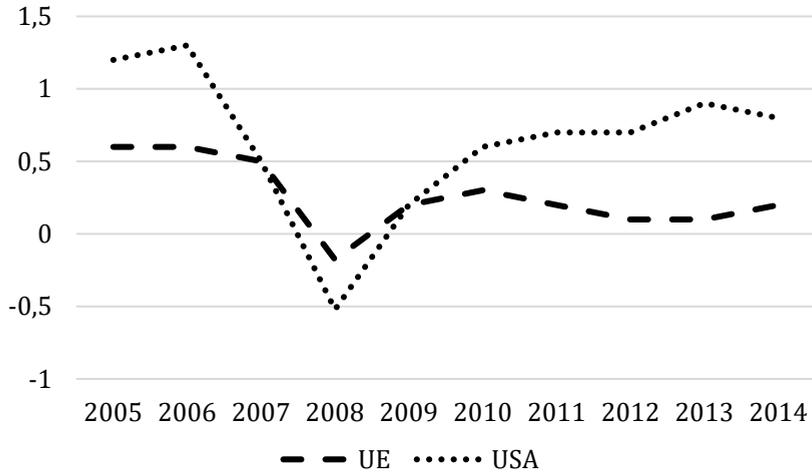
minore complessità e minori costi. Quest'ultimo è un ulteriore elemento da valutare con attenzione per il caso europeo.

Nel confronto con altre regioni, le banche europee presentano valori nettamente inferiori sia della redditività, sia del rapporto di leva. Un *ROA* più elevato permette una maggiore resilienza tramite un maggior rapporto di leva, mantenendo per gli azionisti un rendimento (*ROE*) soddisfacente. Le figure 3 e 4 mostrano come, in confronto alla UE, il maggior *ROA* degli USA sia coerente con un più elevato rapporto di leva.

Caratteristica della regolamentazione micro-prudenziale è di disinteressarsi completamente delle condizioni che influiscono sulla redditività bancaria. Al contrario, il 'mostro' regolamentare scaturito da Basilea e da altri requisiti, come il recente regime di risoluzione delle crisi bancarie, impone elevati costi regolamentari e di supervisione e svantaggi competitivi rispetto all'attività finanziaria non bancaria, tali da minare la redditività bancaria e quindi la resilienza bancaria nel breve e nel lungo termine. Dato che anche i necessari investimenti in nuove tecnologie richiedono rilevanti fondi, è deleterio che tante risorse siano impiegate per sottostare a unaregolamentazione inefficace, inefficiente e che fomenta ulteriori dubbi sulla convenienza di appartenere all'area europea.

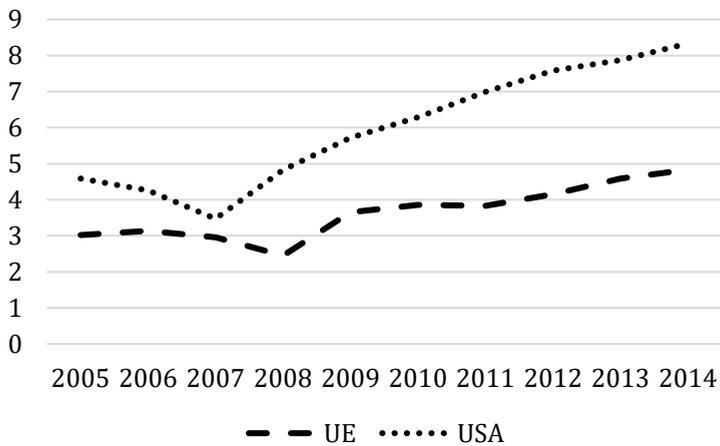
Cambiamenti regolamentari anche al di fuori del settore bancario sono quindi necessari per evitare distorsioni concorrenziali all'interno del settore finanziario e per assicurare stabilità. Per le ragioni appena esposte l'Europa dovrebbe farsi paladina a livello internazionale della promozione di una profonda revisione del quadro regolamentare concernente il cosiddetto sistema bancario ombra (*shadow banking*), cioè di quelle istituzioni e attività che implicano l'assunzione di rischi simili a quelli bancari e che, non essendo soggette a equivalente regolamentazione, godono di vantaggi concorrenziali e pongono seri problemi di instabilità.

Figura 3 - ROA, %



Fonte: www.mbres.it

Figura 4 - Rapporto di leva (Capitale tangibile totale/
Totale attivo tangibile), %



Fonte: www.mbres.it.

Aggiungendo leva strumentale (margini e *haircut*) a quella finanziaria il sistema ombra crea una enorme piramide di contratti che rappresentano un ulteriore e potente moltiplicatore di liquidità rispetto alle passività delle banche e della banca centrale. Il venire meno della fiducia in questa piramide di liquidità fittizia produce una fuga verso liquidità di migliore qualità. Inoltre alle banche è stato permesso di entrare nello stesso gioco, nell'attivo e nel passivo, rendendole così più parte del problema che non della sua soluzione. Dato l'enorme volume di quei contratti, le banche e la banca centrale non sono in grado fornire tutta la liquidità richiesta dal collasso della liquidità fittizia, venendosi così a generare processi demoltiplicativi che non possono che produrre una crisi finanziaria.²² In altri termini, le autorità pubbliche hanno la responsabilità di aver fatto emergere un'incoerenza istituzionale, permettendo l'enorme crescita della liquidità fittizia ma lasciando l'intervento di prestatore di ultima istanza della banca centrale sostanzialmente inalterato e solo coerente con le condizioni di un sistema finanziario più semplice e basato sull'attività di banca commerciale. La banca centrale non può più fornire un cuscino di sicurezza sistemico capace di bloccare subitaneamente enormi processi demoltiplicativi.

Seguendo l'impostazione di Minsky, il primo passo dovrebbe consistere nell'adottare una prospettiva funzionale partendo dal debito, definito come qualsiasi forma di impegno verso una controparte. Se una istituzione finanziaria non è in grado di servire il debito, fallisce. Se ci si aspetta che non sia in grado di servire il debito,

²² Il termine di liquidità fittizia è dovuto a Kregel, secondo il quale la deregolamentazione degli ultimi decenni "validated a plethora of diverse structures that were introduced to provide additional liquidity into the system as a result of competition between commercial and investment banking. [...]. Indeed, the recent crisis can be described as the collapse of 'fictitious' liquidity created by these structures, the failure of the banking sector to provide sufficient liquidity to prevent the onset of a 'debt deflation' (what Minsky defined as the ultimate attempt to access liquidity by 'selling position to make position' - that is, selling assets in order to redeem liabilities), and finally, the inability of the Federal Reserve to intervene sufficiently quickly to ensure the provision of liquidity for the non-bank financial institutions which could not find support from the insured banks." (Kregel, 2012, p. 12).

la liquidità scompare e l'illiquidità presto causa il suo fallimento. Questo vale per qualsiasi impresa finanziaria con debito, non solo per le banche. Si dovrebbero allora seguire tre principi. Primo: alle istituzioni finanziarie dovrebbe essere permesso di utilizzare debito solo se richiesto dalla fisiologia della loro attività, non come mezzo per amplificare i profitti (e le perdite). Secondo: tutte le istituzioni finanziarie che usano debito dovrebbero essere soggette a regolamentazione uniforme. Terzo: la fisiologia del debito concerne solo quella che Minsky chiama la funzione di *acceptance*, tramite la quale si crea nuovo credito; quindi nell'assetto istituzionale standard si tratta della funzione svolta dalle banche.

L'adozione dei precedenti principi avrebbe conseguenze di estremo rilievo. In primo luogo non si richiederebbe alle autorità di applicare a una preordinata lista di istituzioni differenti regimi regolamentari, una tassonomia che viene facilmente aggirata per mezzo di innovazioni finanziarie. In secondo luogo il sistema bancario ombra scomparirebbe e con esso un'ampia porzione di liquidità fittizia. In terzo luogo la cartolarizzazione riacquisterebbe quella trasparenza che aveva e ancora ha in diversi sistemi europei. In quarto luogo dato che ai contratti finanziari non sarebbe permesso di usare leva strumentale, per mezzo di margini e *haircuts*, la liquidità fittizia riceverebbe il colpo finale. In quinto luogo, richiedendo per l'attività di *trading* la piena copertura tramite capitale, questioni come la specializzazione, separazione e *ring fencing*²³ si ridurrebbero a dover mettere a rischio capitale separato e aggiuntivo a quanto richiesto per le operazioni bancarie.

Imprimere alla regolamentazione del sistema ombra una spinta nella direzione ora tratteggiata, tramite adeguamenti continui verso il basso della sua leva strumentale e finanziaria, è essenziale per la stabilità di tutti i sistemi finanziari. Per l'Europa si tratta, inoltre, di proteggere da forme indebite di concorrenza la redditività dell'attività bancaria, un'attività essenziale in un'area caratterizzata dalla vitalità

²³ Si tratta di forme di regolamentazione strutturale volte a schermare l'attività bancaria dai rischi provenienti da trading proprietario e/o da interconnessioni con imprese di trading.

di imprese di produzione di minori dimensioni che potranno beneficiare solo marginalmente dalla progettata unione del mercato di capitali.

La riforma in campo regolamentare prima delineata ha anche rilevanti implicazioni sulla struttura istituzionale dell'area, specie per quella dell'unione bancaria. Il meccanismo unico di vigilanza, primo pilastro dell'unione bancaria, sarebbe chiamato a vigilare sulla corretta applicazione di principi generali, non ad applicare le stesse specifiche regole a tutti i paesi e a tutte le banche. Abbandonando nella sostanza l'impostazione di requisiti di capitale basati sulla sensibilità al rischio, la vigilanza diverrebbe prevalentemente un'attività macro-prudenziale, con l'operatività affidata alle vigilanze nazionali sotto il controllo dell'autorità centrale. Dato che il complesso delle riforme proposte comporta che il coordinamento più rilevante a livello nazionale riguardi autorità fiscali e di regolamentazione finanziaria, potrebbe essere conveniente creare una autorità unica di vigilanza per tutto il sistema finanziario, istituzionalmente separata dal sistema di banche centrali, che comprendesse a livello centrale e nazionale vigilanza, risoluzione e sistemi di garanzia.²⁴ Questa impalcatura aiuterebbe a portare omogeneità e chiarezza all'eterogeneità istituzionale oggi esistente tra i paesi membri e tra questi e la soluzione centrale. A differenza delle riforme proposte in precedenza, questa richiederebbe modifiche al TFEU. Infatti, la creazione di una nuova autorità rispetto a quelle esplicitamente previste nei trattati richiede, ai sensi dell'articolo 291 del TFEU, che i loro poteri attuativi siano riservati alla Commissione Europea e per alcune materie al Consiglio Europeo, essendo questa la soluzione adottata per la creazione delle autorità europee di supervisione (ESAs) e per il secondo pilastro dell'unione bancaria, l'autorità unica di risoluzione. In assenza di una modifica del trattato sarebbe conveniente permanere nella configurazione attuale dato che attribuire alla

²⁴ Questa soluzione eliminerebbe il vincolo posto dal Trattato di Maastricht alla BCE come autorità di vigilanza che esclude dal perimetro della sua azione l'industria assicurativa. Come ha osservato Montanaro, 2016, l'evoluzione degli ultimi decenni ha reso questo vincolo pericolosamente obsoleto.

Commissione le decisioni di ultima istanza su tutta la vigilanza finanziaria creerebbe un mostro istituzionale.

6. Conclusioni

Considerando come non modificabile se non nel lungo termine l'attuale impalcatura europea di un'unione fatta di paesi sovrani tra loro in concorrenza, le riforme tratteggiate nelle pagine precedenti sono volte a dare flessibilità e un minimo di coerenza a quel disegno, senza aver la pretesa di risolverne appieno i problemi.

La creazione di un mercato finanziario effettivamente unico per mezzo della riforma dell'operatività della Banca Centrale Europea diminuirebbe la rigidità derivante dall'applicare una politica monetaria comune a un'area diversificata e composta da paesi fiscalmente sovrani. Alcune delle residue rigidità sarebbero indebolite combinando la flessibilità delle politiche fiscali nazionali rese possibili dall'adozione della riforma monetaria con la flessibilità regolamentare derivante da uno schema macro-prudenziale di tipo minskyano. Le preoccupazioni per un eccessivo debito sovrano scomparirebbero e parte delle incongruenze tra direttive centrali e governabilità nazionale verrebbero eliminate.

Abbiamo mostrato che i significativi margini fiscali derivanti dalle riforme sarebbero in grado di convertire l'attuale posizione da deflattiva in reflazionistica, dando per di più slancio agli investimenti infrastrutturali necessari per la competitività a lungo andare dell'intera area. La maggiore crescita accrescerebbe la redditività delle banche, aiutandole a superare i problemi ereditati o resi più evidenti dalla recente crisi. Ancor di più, le riforme proposte in campo regolamentare servirebbero a rafforzare strutturalmente il conto economico delle banche, potendo comunque mantenere la crescita delle loro attività entro limiti fisiologici.

L'insieme delle riforme avanzate nel presente lavoro costituisce una sfida non solo in quanto richiede un certo grado di convergenza socio-politica, ma anche a causa dei molti e ben piazzati interessi

costituiti del settore privato. La speranza è che Keynes avesse ragione di affermare che gli ostacoli per risolvere problemi economici e sociali vengono da vecchie idee e non da interessi costituiti.

BIBLIOGRAFIA

- Bibow J. (2015), "Making the euro viable: The Euro Treasury Plan", *Levy Economics Institute Working Papers*, n. 842, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Brunnermeier M., Garicano L., Lane P.R., Pagano M., Reis R., Santos T., Thesmar D., Van Nieuwerburgh S. and Vayanos D. (2011), "European Safe Bonds (ESBies)", *mimeo*, available at <http://www.columbia.edu/~rr2572/papers/11-ESBies.pdf>.
- Banca Centrale Europea (2011a), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area*, Francoforte sul Meno, febbraio.
- Banca Centrale Europea (2011b), "Guideline of the European Central Bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem (recast) (ECB/2011/14)", *Official Journal of the European Union*, L 331, 14 dicembre, p. 1.
- Banca Centrale Europea (2012), "On the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank", *Official Journal of the European Union*, C 326/230, 26 ottobre, p. 1.
- Commissione Europea (2015), *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa. Relazione di Jean-Claude Juncker, in stretta collaborazione con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz*, Brussels: Commissione Europea.
- German Council of Economic Experts (2016), *Executive Summary of the Annual Report 2016/17. Time for Reforms*, Berlino. Disponibile alla URL http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201617/kurzfass_eng_2016_17.pdf.
- Gray S., Pongsaparn R. (2015), "Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines", *IMF Working Papers*, n. WP/15/106, Washington (DC).
- Issing O. (2013), "The risk of European centralisation", *Project Syndicate*, 2 luglio. Disponibile alla URL <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-risk-of-european-centralization-by-otmar-issing>.
- Issing O. (2015), "Towards a Genuine Economic and Monetary Union?", *Project Syndicate*, 28 settembre. Disponibile alla URL <http://www.project-syndicate.org/commentary/toward-a-genuine-economic-and-monetary-union-by-otmar-issing-2015-09>.
- Johnson S. (2016), "A size cap for the largest U.S. banks", contributo al simposio *Ending Too Big To Fail*, organizzato dalla Federal Reserve Bank of Minneapolis, 6 aprile. Disponibile alla URL <https://www.minneapolisfed.org/~media/files/>

- publications/studies/endingbtbf/april-4-symposium-presentations/ johnson-mpls-fed-conference -032816-discussants.pdf
- Kattel R., Kregel J., Tonveronachi M. (eds.) (2016), *Financial Regulation in the European Union*, Londra: Routledge.
- Kregel J. (2012), "Using Minsky to simplify financial regulation", *Research Project Report*, n. 4, Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Minsky H. (1977), "Banking in a fragile financial environment", *The Journal of Portfolio Management*, vol. 3 n. 4, pp. 16-22.
- Minsky H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Londra: Yale University Press.
- Montanaro E. (2016), "The process towards the centralisation of the European financial supervisory architecture: the case of the Banking Union", *PSL Quarterly Review*, vol. 68 n. 277, pp. 135-172.
- Montanaro E., Tonveronachi M. (2012), "Financial re-regulation at a crossroads: How the European experience strengthens the case for a radical reform built on Minsky's approach", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 263, pp. 335-383.
- Pâris P., Wyplosz C. (2014), "Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone (PADRE)", *Geneva Reports on the World Economy Special Report*, n. 3, CEPR, Ginevra.
- Prodi R., Quadrio Curzio A. (2011), "Gold in the past and EuroUnionBond for the future", *Economia Politica*, vol. 3, pp. 295-303.
- Quadrio Curzio A. (2014), "Eurobonds for EMU stability, convergence and growth", *Cranec Working Papers*, n. 1403, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.
- Rule G. (2011), "Issuing central bank securities", *CCBS Handbook*, n. 30, Bank of England, Londra.
- Tarullo D. (2014), "Rethinking the aims of prudential regulation", presentato alla *50th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, 7-9 maggio.
- Tonveronachi M. (2013), "De-globalising bank regulation", *PSL Quarterly Review*, vol. 66 n. 267, pp. 371-385.
- Tonveronachi M. (2015a), "Making the ECB the central bank of a non-federal coalition of states", *PSL Quarterly Review*, vol. 68 n. 273, pp. 91-114.
- Tonveronachi M. (2015b), "Revising the European Central Bank's operations and the euro area fiscal rules to support growth and employment", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 38 n. 4, pp. 495-508.
- Tonveronachi M. (2016), "A critical assessment of the EU monetary, fiscal and regulatory framework and a reform proposal", *FESSUD Working Paper Series*, n. 132, Leeds University Business School, Leeds.
- Yellen J. (2016), "Statement before the Committee on Financial Services", U.S. House of Representatives, 28 settembre. Disponibile alla URL <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20160928a.pdf>.