



**Inaugurazione del 773° Anno Accademico
13 dicembre 2013**

Prolusione della professoressa

Elisabetta Montanaro

Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari

Dipartimento di Studi Aziendali e Giuridici

L'Unione Bancaria: più Europa dopo la crisi finanziaria?

Magnifico Rettore, Autorità, Colleghi e Studenti, Tecnici Amministrativi, Signore e Signori. E' per me un grande onore tenere la prolusione per l'inaugurazione del 773° anno accademico del nostro Ateneo.

La mia prolusione s'intitola *L'Unione Bancaria: più Europa dopo la crisi finanziaria?*

1. La crisi finanziaria globale, iniziata nel 2007 negli Stati Uniti, è divenuta rapidamente la crisi finanziaria dell'Europa. In Europa, molto più che negli Stati Uniti da cui era partita, la crisi ha avuto effetti drammatici in termini non solo di recessione economica, di aumento della disoccupazione e delle disuguaglianze, ma anche e soprattutto di una diffusa e crescente disaffezione nei confronti di quel comune sentire, di quell'*acquis* comunitario che doveva costituire il fondamento della costruzione europea.

La crisi dura in Europa ormai da sei anni. I fattori che l'hanno generata e alimentata sono in larga misura riconducibili all'inadeguatezza del modello regolamentare costruito a livello internazionale per il governo della globalizzazione delle banche e della finanza.

Nel dibattito recente sul governo delle banche globali, agli sperati vantaggi dell'integrazione finanziaria si contrappone la difficoltà di definire regole comunemente accettate per la prevenzione e la gestione delle crisi e per la ripartizione dei relativi costi. Questo problema irrisolto genera sfiducia reciproca fra vigilanti e regolatori dei diversi Paesi, che condividono con i rispettivi governi la necessità di rispondere in primo luogo ai propri cittadini elettori (Montanaro, 2013).

Riforme del modello regolamentare o de-globalizzazione? Questo è l'interrogativo che oggi si pone a livello internazionale (Persaud, 2010; Pistor, 2010; Tarullo, 2012).

All'interno dell'Europa, questo interrogativo si ripresenta, ma coniugato in termini più radicali: l'unificazione monetaria può sopravvivere alle tensioni generate dall'asimmetria fra dimensione nazionale nella prevenzione e gestione delle crisi e dimensione sistemica che tali crisi possono assumere?

2. L'esperienza della crisi recente ha reso palese che l'architettura istituzionale su cui poggiava la moneta unica non era attrezzata a far fronte ai fattori di fragilità derivanti dall'integrazione finanziaria associata con il permanere di ampie divergenze strutturali fra i Paesi dell'euro zona.

Le debolezze istituzionali di una "moneta senza stato" (Issig, 2006) sono emerse con chiarezza al consolidarsi della crisi.

Fin dalla costruzione dell'unione monetaria era chiaro che, non ostante il trasferimento delle politiche monetarie al Sistema Europeo delle Banche Centrali, l'Europa sarebbe sempre stata caratterizzata da un insieme di stati nazionali, con diverse caratteristiche economiche, sociali, culturali e politiche; e che, in questa realtà, non sarebbe stato possibile adottare semplicemente il modello proprio di uno stato federale. Come lucidamente riconobbe Jacques Delors, sarebbe stato pertanto necessario elaborare un "approccio peculiare e innovativo" (Rapporto Delors, 1989, p. 13).

L'unificazione monetaria fu costruita su un compromesso, che intendeva conciliare la tutela delle sovranità nazionali nelle politiche economiche e fiscali con la rinuncia dei singoli Stati membri alla libertà di manovra del cambio, largamente utilizzata in passato

per correggere gli squilibri derivanti dai divari di competitività. Il permanente rifiuto di dotare il bilancio dell'Unione di risorse adeguate per la condivisione dei rischi fiscali lasciava ai singoli Paesi gli oneri dell'aggiustamento a situazioni di crisi specifiche (Cottarelli, 2012).

Fin dagli anni '70, quando prese avvio la progettazione dell'euro (Werner Report, 1970; MacDougall Report 1977), era ben chiara la preoccupazione che, in assenza di una qualche forma di accentramento degli stabilizzatori fiscali, la perdita di flessibilità delle politiche economiche nazionali avrebbe potuto comportare un'asimmetrica ripartizione dei costi e dei benefici della moneta unica, penalizzando con una sistematica sopravvalutazione del cambio i Paesi a bassa competitività (quelli del sud dell'Europa).

Gli ammonimenti a non sottovalutare i rischi del venir meno della coesione politica, derivanti dal divergente impatto dell'unificazione sui diversi Paesi dell'euro-zona, rimasero tuttavia inascoltati. L'impianto istituzionale definito dal Trattato di Maastricht fu invece condizionato da una preoccupazione opposta: evitare l'azzardo morale derivante dalla virtuale scomparsa del "rischio Paese" sotto l'ombrello della moneta unica. Le regole di convergenza delle politiche economiche nazionali furono quindi definite principalmente mediante i limiti all'indisciplina fiscale dei Paesi appartenenti all'area. La clausola di "non salvataggio", introdotta nel 1997 con il Patto di Stabilità e Crescita, avrebbe dovuto rafforzare le regole del Trattato. La disciplina di mercato, sanzionando i Paesi devianti, avrebbe favorito "spontaneamente" la convergenza.

Già in quegli anni, un ampio dibattito teorico (Sala-I-Martín e Sachs, 1992; Eichengreen, 1993; Krugman, 1993; Obstfeld, Peri, Blanchard e Fatás, 1998) aveva chiaramente messo in discussione l'ipotesi che i meccanismi di mercato (flessibilità dei salari e dei redditi, mobilità dei movimenti di capitale) potessero funzionare in Europa come correttivi degli squilibri strutturali fra Paesi e degli shock asimmetrici a essi potenzialmente associati.

L'impostazione che invece prevalse nel disegno istituzionale dell'euro fu che le politiche fiscali nazionali, la disciplina dei vincoli di convergenza, e soprattutto l'integrazione finanziaria avrebbero consentito una spontanea correzione degli squilibri (Giannetti et al 2002). In linea con l'idea prevalente in quegli anni (Rajan e Zingales, 1998), l'apertura all'ingresso di banche estere e l'allargamento del mercato dei capitali avrebbero dovuto promuovere un aumento dell'efficienza dei sistemi bancari nazionali, disciplinare le

politiche macroeconomiche e creare le condizioni per una maggiore competitività e migliori strutture di governance delle imprese, specie nei Paesi meno avanzati.

L'unificazione monetaria fu considerata come un traguardo necessario per completare il disegno del mercato unico europeo, avviato nel 1990 con la liberalizzazione dei movimenti di capitale. La moneta unica doveva favorire l'integrazione bancaria, di cui la II Direttiva del 1989 aveva già definito le coordinate regolamentari, attraverso i principi dell'autorizzazione unica, dei controlli di solvibilità affidati al paese di origine e del mutuo riconoscimento delle legislazioni nazionali armonizzate.

Tuttavia, l'approccio dei regolatori di Maastricht ai problemi di stabilità finanziaria che sarebbero derivati dall'integrazione bancaria fu largamente condizionato, da un lato, dall'adesione alla tradizionale ortodossia monetaria ispirata al modello della Bundesbank; e, dall'altro, dall'esigenza di preservare la sovranità nazionale in una materia politicamente sensibile come il controllo delle banche.

Anche per questo profilo cruciale del disegno istituzionale, l'analisi teorica ne aveva chiaramente messi in luce i pericoli (Obsfeld, 1998, p. 20). Gli insegnamenti delle crisi finanziarie che l'Europa aveva vissuto proprio all'inizio degli anni '90 furono largamente sottovalutati. Il rischio di shock finanziari derivanti dai cicli di "espansione e frenata" dei prezzi degli attivi (in specie di quelli immobiliari), alimentati dalla crescita dell'indebitamento delle famiglie e dall'espansione delle passività sull'estero delle banche, non è emerso oggi, con la crisi dell'Irlanda e della Spagna: è invece un *deja vu*, come ci ricorda l'esperienza della Finlandia degli anni 1991-92 (Honkajoki e Koskela, 1999).

In un sistema bancario integrato, anche le conseguenze di crisi specifiche, come furono, ad esempio, nel 1993 quella dei Banchi Meridionali in Italia e del Credit Lyonnais in Francia, ben difficilmente sarebbero state contenute entro i confini nazionali. Tali episodi derivarono sicuramente da cattiva amministrazione, ma anche da pratiche di vigilanza complacenti e dominate dagli interessi nazionali. Anch'essi avrebbero dovuto servire da ammonimento nella definizione dell'assetto istituzionale dell'Unione Monetaria.

In realtà, non ostante il Trattato prevedesse la possibilità di centralizzare le funzioni di vigilanza assegnandole alla Banca Centrale Europea, tale previsione fu intesa solo come un'ipotesi possibile, contemplata forse più per tener conto dell'opinione di alcuni autorevoli esponenti della nuova istituzione (Padoa-Schioppa, 1999), che come il modello

istituzionale di riferimento. La responsabilità della prevenzione e della gestione delle crisi rimase quindi saldamente affidata alle autorità nazionali.

Le ampie discrezionalità lasciate ai vari Paesi dalla regolamentazione bancaria europea (Tonveronachi, 2001; Montanaro e Tonveronachi, 2011) consentirono forti divergenze, all'interno dell'Unione, negli stili di vigilanza e nei metodi di gestione delle crisi. Tali divergenze furono spesso ispirate non tanto dalle specificità delle strutture bancarie locali, quanto soprattutto per promuovere la capacità competitiva dei "campioni nazionali" sul mercato europeo (Véron, 2013).

3. In sintonia con l'evoluzione verificatasi a livello globale, dalla fine degli anni '90 il sistema finanziario europeo si è radicalmente trasformato, assumendo una fisionomia molto diversa rispetto all'epoca del Trattato di Maastricht. Nell'asimmetria fra assetto istituzionale e caratteristiche strutturali del mercato unico europeo erano insiti gli squilibri che sarebbero emersi con la crisi finanziaria.

Fra il 1997 e il 2006, il peso degli attivi verso residenti in Paesi europei al di fuori di quello di origine delle 15 maggiori banche pan-europee crebbe, in media, dall'11% al 25%. Per alcune di esse, come l'italiana Unicredit, la spagnola Santander, la tedesca Deutsche Bank, tale quota era nel 2006 prossima al 50% o superiore (Véron, 2007).

Nei Paesi dell'Europa dell'Est, la quota intermediata da sussidiarie di banche estere era in media superiore al 70% del totale nazionale, con valori intorno al 90% per Estonia, Latvia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca (ECB, 2005). E' legittimo parlare, per questi Paesi, di una vera e propria scomparsa di sistemi bancari realmente nazionali.

L'obiettivo della massimizzazione del profitto per gli azionisti fu perseguito dalle banche attraverso la crescita dell'intermediazione, finanziata in larga misura con l'aumento delle passività a breve sui mercati interbancari all'ingrosso. I rischi sistemici di liquidità derivanti dallo squilibrio di scadenze nei bilanci bancari non furono giudicati meritevoli d'intervento dalle autorità di vigilanza. Ingenti trasferimenti di capitali si attivarono in tal modo dai Paesi in surplus ai Paesi di deficit delle partite correnti, consentendo a questi ultimi (Irlanda, Spagna e Grecia soprattutto) di finanziare la crescita dei consumi e degli investimenti, specie in immobili, mediante il credito, abbondante e a buon mercato, offerto dalle banche.

La “corsa alla crescita internazionale” delle maggiori banche europee fu in larga misura associata con la progressiva convergenza verso il basso dei tassi d’interesse sui titoli di debito, pubblici e privati, dei Paesi periferici, per effetto della virtuale scomparsa del rischio Paese nelle valutazioni degli investitori. In realtà, come si vede, i mercati facilmente sbagliano, dato che non si è mai realizzata una reale convergenza economica fra i Paesi dell’area, e che le stesse regole di Maastricht non potevano essere giudicate credibili, viste le violazioni autorizzate a Paesi dotati di sufficiente forza politica (come fu per la Germania e la Francia nel 2005).

I debitori dei Paesi periferici furono così in grado di finanziarsi a tassi d’interesse reali anche inferiori a quelli tradizionalmente molto bassi della Germania, spesso a tassi reali negativi, grazie soprattutto all’ingente afflusso di capitali intermediati dalle banche internazionali.

Una macroscopica sottovalutazione del rischio alimentò una spirale perversa fra crescita dell’indebitamento e crescita delle dimensioni delle banche. Come previsto dalla “ipotesi d’instabilità finanziaria” di Minsky (1992), tale spirale era destinata a degenerare in crisi finanziaria quando le aspettative sulle condizioni di solvibilità dei debitori, anche solo di quelli marginali, fossero state smentite, generando una crescente sfiducia nella solvibilità delle banche, e quindi colpendole nel punto più sensibile e più fragile, ossia la capacità di rinnovare costantemente i propri debiti a condizioni compatibili con la redditività degli attivi.

Contrariamente a quanto temuto nella definizione dei vincoli di Maastricht, l’unificazione monetaria non generò, neppure nei Paesi periferici dell’Unione, un incentivo all’indisciplina fiscale, se si esclude la Grecia. Il debito pubblico, in percentuale del PIL dell’euro area, pari al 72% nel 1990, era sceso al 66,6 % nel 2007. L’Italia, ad esempio, registra in quegli anni una flessione dal 114% al 104%; la Spagna dal 62,3% al 36,1% (ECB, 2011). L’aumento del debito sovrano inizia in realtà solo dopo il 2009, per effetto sia dei salvataggi pubblici delle banche sia del consolidarsi della recessione.

L’indisciplina caratterizzò invece i comportamenti delle banche, come creditori e come debitori, e contribuì molto a creare le condizioni da cui ebbe origine la crisi (Gross e Alcidi, 2011; Al-Eyd A. et al,2013). L’errore di focalizzare l’attenzione sulla sostenibilità delle finanze pubbliche, dimenticando quella degli altri settori del sistema economico, è un importante insegnamento della crisi recente.

4. Come la storia delle crisi finanziarie del passato ha dimostrato (Reinhart e Rogoff, 2008), esiste una stretta associazione fra crisi bancarie e crisi del debito sovrano, amplificate da meccanismi di reciproca interazione. In termini stilizzati, il processo si svolge in questo modo. Le banche, eccessivamente indebitate e a rischio d'insolvenza per effetto di perdite sugli attivi, trasferiscono i loro debiti al sovrano. Il sovrano, divenuto eccessivamente indebitato a causa sia dei salvataggi bancari sia dell'istaurarsi di una dinamica inversa fra spesa per interessi sul debito e tasso di crescita del PIL, trasferisce il proprio debito sui cittadini, attraverso un maggiore prelievo fiscale e minore spesa per gli ammortizzatori sociali. Il processo si riavvita, amplificato dal consolidarsi della recessione.

La crisi dell'euro-area non si discosta da questo schema. Inizia nella seconda metà del 2008 con i salvataggi pubblici delle banche irlandesi e si intensifica con la crisi della Grecia del 2010 (Mody, 2009; Barbosa e Costa, 2010). Il contagio colpisce dal 2008 anche Paesi come l'Italia, che pure non ha mai avuto una vera crisi bancaria. Il canale di trasmissione opera attraverso gli spostamenti nella composizione dei portafogli dei grandi investitori e delle banche multinazionali, che inizia da quando essi cominciano a percepire che i titoli pubblici dei diversi Paesi dell'Unione non sono tutti analogamente attivi privi di rischio, e che il debito della Germania è meno rischioso di quello dell'Italia, non ostante le fragilità del sistema finanziario tedesco non siano certo inferiori a quelle dell'Italia.

Gli interventi pubblici nei salvataggi bancari - che costarono all'Europa, fra il 2008 e il 2011, quasi due trilioni di euro, pari al 13% del PIL totale (Mediobanca Ricerche e Studi, 2013) - crearono un legame tangibile fra vulnerabilità del settore finanziario e finanze pubbliche, e contribuirono a ricordare ai mercati il rapporto di mutua dipendenza che da sempre lega le banche agli Stati. La stretta associazione fra costo del debito bancario e costo del debito sovrano dà la misura empirica di questo legame.

Al là dall'impegno della Banca Centrale Europea a fornire liquidità anche con operazioni non convenzionali, non ci fu, fino alla recente proposta dell'Unione Bancaria, una risposta europea alla crisi finanziaria.

I governi europei non abbandonarono la tradizionale posizione, secondo la quale non esistono contribuenti europei, ma solo contribuenti nazionali. Il problema della stabilizzazione dei sistemi finanziari europei, e dell'area euro in particolare, doveva quindi essere risolto dai cittadini-contribuenti del singolo Paese, non dalla fiscalità generale dell'Unione (Pisani-Ferry e Sàpir, 2009). Anche i cosiddetti Fondi Salva Stati - il Fondo

Europeo di Stabilità Finanziaria istituito come strumento temporaneo nel 2010 e il successivo Meccanismo Europeo di Stabilità, creato invece come struttura permanente nel luglio 2012 – intendevano solo mitigare temporaneamente i problemi del debito dei Paesi dell'area euro in difficoltà, e, al tempo stesso, limitare le perdite dei creditori.

La palese dimostrazione del prevalere degli interessi nazionali anche nelle fasi più gravi della crisi si ha con il salvataggio della Grecia, le cui condizioni furono decise non tanto in base alla loro sostenibilità per l'economia e la società greca, quanto principalmente per tutelare i bilanci delle maggiori banche dell'euro area, esposte in misura consistente verso il governo greco. L'analisi a posteriori, franca, anche se tardiva, fatta dal Fondo Monetario Internazionale lo conferma esplicitamente (IMF, 2013).

Quando la sopravvivenza dell'euro è messa in dubbio dall'aggravarsi della crisi del debito sovrano, la contrapposizione fra i Paesi creditori e debitori, ossia con squilibri opposti nell'esposizione lorda sull'estero, assume la connotazione di un conflitto fra due diverse visioni dell'Europa. Una, quella dei Paesi creditori, considera il rigido rispetto delle regole da parte di tutti i Paesi membri la condizione necessaria per il funzionamento dell'Unione Monetaria. L'altra, quella dei Paesi debitori, vede nella solidarietà fiscale la necessaria compensazione per i sacrifici derivanti dalla rinuncia alla sovranità nella manovra del cambio. La difficoltà di conciliare questo conflitto ha condizionato la tempestività e l'efficienza delle misure adottate per reagire alla crisi, aggravandone le conseguenze.

Alla “nazionalizzazione” delle risposte politiche ha fatto seguito una crescente “ri-nazionalizzazione finanziaria”, palese nell'ampliarsi delle divergenze fra i rendimenti dei titoli sovrani dei Paesi forti e Paesi periferici, nella crescente frammentazione del mercato monetario e nel razionamento dell'offerta di credito alle banche dei paesi con livelli di indebitamento pubblico e privato giudicati non sostenibili (Ciccarelli, Maddaloni e Peydró, 2013). Il premio per il rischio corrisposto dai debitori delle banche di diversi Paesi non è più legato al merito creditizio specifico, ma riflette fattori di rischio sistemico del luogo di residenza. Questo significa che non esiste più un autentico mercato unico dei capitali e che gli effetti della politica monetaria unica si trasmettono in modo diverso sul costo e sulla disponibilità di credito per le imprese dei diversi Stati Membri dell'Unione (Draghi, 2013).

L'Europa, e l'area euro in particolare, stanno quindi assistendo a un processo di de-integrazione finanziaria, per molti versi analogo a quello che la crisi finanziaria ha

generato in tutto il mondo, in assenza di un organismo sovra-nazionale in grado di gestire i dissesti delle imprese finanziarie di dimensione sistemica.

5. Il progetto di Unione Bancaria, annunciato nel Vertice dell'Eurogruppo il 29 giugno 2012, nella fase più acuta della crisi, si fonda sul postulato che l'integrazione bancaria europea debba essere ripristinata e potenziata. In vista di tale obiettivo, il parziale trasferimento a livello europeo delle responsabilità e delle prerogative nazionali sugli strumenti di tutela della stabilità finanziaria costituisce il prezzo da pagare.

La decisione di costruire un'Unione Bancaria Europea aveva due obiettivi principali: con carattere di urgenza, quello di "spezzare il circolo vizioso fra banche e debito sovrano" per la salvaguardia dell'euro; in una prospettiva di più lungo termine, quello di rinforzare l'assetto istituzionale a presidio della stabilità finanziaria.

L'Unione Bancaria, nel progetto originario (Van Rompuy, 2012), dovrebbe comporsi di quattro pilastri fra loro strettamente connessi e complementari: la piena armonizzazione delle regole prudenziali e dei regimi di risoluzione delle crisi; l'accentramento della vigilanza bancaria affidato alla responsabilità ultima della Banca Centrale Europea; un'unica autorità di risoluzione delle crisi; un sistema comune di assicurazione dei depositi. Il primo pilastro dovrebbe interessare tutti i Paesi dell'Unione Europea; gli altri tre, i Paesi dell'area euro, e tutti i Paesi non euro che intendessero aderire alle stesse condizioni.

L'armonizzazione delle regole prudenziali dovrebbe servire a garantire che i requisiti di solvibilità e di liquidità fossero indipendenti dalla nazionalità delle banche. L'armonizzazione dei regimi di gestione delle crisi dovrebbe garantire che una banca in serie difficoltà finanziarie sia ristrutturata o liquidata secondo criteri comuni, e che i costi delle crisi siano allocati in modo omogeneo fra i diversi soggetti privati (banche, azionisti e creditori non assicurati), e non in funzione della solidità fiscale dei singoli Paesi.

La riforma della regolamentazione prudenziale è, almeno formalmente, in larga parte completata, a seguito della definitiva approvazione della versione europea di Basilea 3, integrata dagli standard tecnici che sta emanando l'Autorità Bancaria Europea. In realtà, le caratteristiche stesse della regolamentazione di Basilea rendono impossibile una piena armonizzazione, sia per gli stretti collegamenti con normative che restano non armonizzate - come le norme sul diritto societario e le norme contabili - sia per le notevoli discrezionalità che tali regole lasciano alle autorità nazionali. Basti pensare che ancora

oggi non esiste in Europa una definizione comune di capitale bancario, ossia di quella grandezza che costituisce la base stessa della regolamentazione prudenziale.

Per quanto concerne invece l'armonizzazione del regime di risoluzione, una Direttiva è stata già concordata dal Consiglio dell'Unione ed è ora all'esame del Parlamento. Anch'essa lascia tuttavia ampi margini di flessibilità alle normative nazionali, in particolare nell'applicazione delle regole da cui dipende la distribuzione delle perdite fra le varie categorie di creditori di una banca in crisi. Permane il rischio che le scelte in concreto adottate nella risoluzione di banche pan-europee continuino a riflettere gli interessi contrapposti fra paese di origine e paesi ospiti. Il che significa, in pratica, la propensione a minimizzare le perdite a carico dei creditori quando essi siano prevalentemente nazionali, e viceversa nell'ipotesi in cui essi siano invece residenti all'estero (Enria, 2013).

Degli altri tre pilastri dell'Unione Bancaria che coinvolgono specificamente i Paesi dell'area euro, solo la vigilanza unica è compiutamente definita in termini regolamentari.

L'accentramento della vigilanza bancaria costituisce per molti versi un importante progresso del disegno istituzionale dell'Unione Economica e Monetaria. L'indipendenza del nuovo supervisore unico rispetto ai governi e ai sistemi bancari nazionali dovrebbe ridurre il rischio che gli interessi nazionali prevalgano su quelli della stabilità finanziaria dell'area euro; regole comuni di vigilanza dovrebbero accrescere la fiducia fra supervisori e fra banche, ponendo fine alla frammentazione del sistema finanziario europeo.

Tuttavia, gli sperati vantaggi della vigilanza unica rischiano di essere vanificati, in assenza degli altri due pilastri dell'Unione Bancaria, necessari per assicurare che le banche in crisi siano risolte secondo criteri indipendenti dagli interessi specifici del Paese di origine e che tutti i depositanti dell'euro area siano garantiti allo stesso modo, quale che sia il loro luogo di residenza.

Il sistema comune di assicurazione dei depositi è invece stato rinviato a un futuro lontano e incerto, se non definitivamente accantonato. Per il meccanismo unico di risoluzione delle crisi esiste per ora solo una proposta della Commissione Europea del luglio scorso. Nella proposta si riconosce che, nell'euro zona, la vigilanza e la risoluzione delle crisi debbano essere esercitate allo stesso livello accentrato, con un'unica autorità e un unico fondo di risoluzione, costituito con risorse apportate dalle banche con sede legale nei Paesi membri. I tempi e la possibilità di approvazione della proposta appaiono tuttavia largamente condizionati dall'opposizione di Francia e Germania a trasferire prerogative e risorse

nazionali a un organismo europeo (Herring, 2013). La Germania, in particolare, condiziona esplicitamente l'istituzione di un'unica autorità europea di risoluzione ad una improbabile futura modifica dei Trattati (Schäuble, 2013). In assenza di accordo politico, è ancora non legalmente definito l'impegno che il Meccanismo Europeo di Stabilità potrà ricapitalizzare direttamente le banche di rilevanza sistemica sottoposte alla vigilanza unica, lasciando indenni i bilanci pubblici dei Paesi fiscalmente deboli: impegno che pure era stato pubblicamente assunto soprattutto per tranquillizzare i mercati.

Com'è avvenuto a livello internazionale, anche la costruzione europea sembra ancora oggi confidare che la regolamentazione e la vigilanza siano strumenti sufficienti per minimizzare i rischi di instabilità finanziaria, rinviando a futuri difficili compromessi politici la soluzione del problema di fondo: ossia come gestire e ripartire i costi delle crisi delle banche *cross-border* (Fonteyne et al, 2010).

Tenuto conto che la dimensione di molte banche pan-europee è addirittura superiore al PIL dei rispettivi Paesi, appare improbabile che, in caso di crisi di una di queste banche, le risorse private siano sufficienti a coprire i relativi costi. La promessa che mai più il denaro dei contribuenti sarà utilizzato per i salvataggi bancari, ribadita più volte all'avvio del progetto di Unione Bancaria, non è credibile. In assenza di una comune rete di sicurezza, garantita da comuni risorse private e fiscali, non è neppure credibile che la vigilanza unica e regole prudenziali armonizzate possano essere sufficienti a mitigare la spirale perversa fra banche deboli e paesi deboli. In periodi di crisi, la garanzia di cui godono i depositanti di Paesi fiscalmente deboli è minore rispetto ai depositanti dei Paesi più forti, poiché il merito creditizio del singolo Stato condiziona la disponibilità di risorse che possano rivelarsi necessarie se i fondi di garanzia costituiti dalle banche fossero insufficienti. Analogamente: l'aliquota di perdite che può gravare sui creditori non assicurati dipende dai modi in cui la risoluzione è gestita, che possono salvaguardare i creditori in misura diversa in funzione delle risorse fiscali utilizzabili da ciascun Paese.

E' allora difficile pensare che la Banca Centrale Europea, che è anche responsabile della politica monetaria, possa svolgere rigorosamente il proprio ruolo di certificazione della "qualità" delle banche, se non sia certa che la notizia di un'eventuale mancata certificazione non comporti fenomeni di contagio con la fuga dei creditori verso i porti più sicuri delle banche considerate più solide, solo perché più solidi sono i rispettivi Paesi. In assenza di un meccanismo europeo di risoluzione, i condizionamenti derivanti da rischi

finanziari e fiscali potrebbero compromettere la stessa reputazione della Banca Centrale Europea (Cœuré, 2013).

L'Unione Bancaria è sicuramente un progetto ambizioso. Tuttavia esso nasce gravemente incompiuto (Tonveronachi, 2013). Se tale dovesse restare, l'Europa avrebbe perso forse l'ultima opportunità di rendere sostenibile l'unificazione monetaria.

Bibliografia

Al-Eyd, A. et al (2013), "Indebtedness and deleveraging in the euro-area", Euro Area Policies- Selected Issues, International Monetary Fund, July 12, pp. 46-71

Barbosa L., S. Costa, (2010), "Determinants of sovereign bond yield spreads in the euro area in the context of the economic and financial crisis", *Banco de Portugal*, Working Paper 22

Ciccarelli M., A. Maddaloni, J-L. Peydró (2013), "Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial stability in the Euro Area", *Economic Policy*, vol. 28, pp. 459-512

Cœuré B. (2013), "Monetary Policy and Banking Supervision", Speech at the Symposium "Central Banking: where are we headed" in honour of Stefan Gerlach's contribution to the Institute for Monetary and Financial Stability, Goethe University, Frankfurt, 7 February, disponibile alla URL <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130207.en.html>

Cottarelli, C. (2012), "Fiscal Federations: Lessons for the design of a European Fiscal Union", Presentation for ECB-IMF Conference in Frankfurt, December 13, disponibile alla URL <http://www.imf.org/external/np/speeches/2012/121312.htm>

Delors, J. (1989), "Report on economic and monetary union in the European Community", *Committee for the study of Economic and Monetary Union* (Jacques Delors Chairman), presented April, 17, 1989

Dornbusch, R., C. Favero e F. Giavazzi (1998), "Immediate challenges for the European Central Bank", in *EMU: prospects and challenges for the Euro*, Blackwell

Draghi, M. (2013), "L'Europa alla ricerca di un'Unione più perfetta", Malcom Wiener Lecture tenuta presso la Harvard Kennedy School, Cambridge, 9 Ottobre 2013, disponibile alla URL http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009_1.it.html

ECB (2005), "Banking Structures in the New EU Member States", January

ECB (2011), "The size and composition of government debt in the Euro Area", Occasional Paper Series, No. 132, October

- Eichengreen, B. (1993), "Labour markets and European monetary unification", in Masson P.R. e Taylor, M.P. (curatori), *Policy issues in the operation of currency unions*, Cambridge University Press, Cambridge
- Enria, A. (2013), "The Single Market after the Banking Union", *AFME and EBF Banking Union In Europe Conference*, Brussels, 18 November
- Fonteyne, W., W. Bossu, L Cortavarria-Checkley, A. Giustiniani, A. Gullo, D.Hardy e S. Kerr (2010), "Crisis management and resolution for a European Banking System", *IMF Working Paper* 10/70
- Giannetti, M., L. Guiso, T. Jappelli, M. Padula , M. Pagano (2002) "Financial market integration, corporate financing and economic growth. Final Report", *European Economy, European Commission Economic Papers*, No. 179, 22 November
- Gross, D. e C. Alcidi (2011), "Adjustment difficulties and debt overhangs in the Eurozone Periphery", *CEPS Working Document* No. 347, May
- Herring, R.J. (2013), "The danger of building a Banking Union on a One-legged Stool", in Allen, F., Carletti, E. e Gray J. (curatori), *Political, Fiscal and Banking Union*, Wharton Financial Institution Center, FIC Press, Philadelphia, pp. 9-28
- Honkapoja, S. e E. Koskela (1999), "The economic crisis of the 1990s in Finland", *Economic Policy*, Vol. 14, No. 29, pp. 399-436, October
- IMF (2013), "Greece: ex post evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement", *IMF Country Report* No. 13/156
- Issig, O. (2006), "The euro – a currency without a state", *Speech at Bank of Finland*, Helsinki, 24 March 2006, BIS
- Krugman, P. (1993), "Lessons from Massachussets for EMU", in Torres.F., Giavazzi F. (curatori), *Adjustments and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge
- MacDougall Report (1977), "Report of the Study Group on the role of public finance in European integration", Vol. I, General Report, Brussels, April 1977
- Mediobanca Ricerche e Studi (2013), "Piani di stabilizzazione finanziaria: aggiornamento al 15 giugno 2012", *Dati Cumulativi delle principali banche internazionali e piani di stabilizzazione finanziaria*, luglio
- Minsky H.P. (1992), "The financial Instability Hypothesis", *The Jerome Levy Economics of Bard College*, Working Paper No. 74, May
- Mody, A. (2009), "From Bear Stearns to Anglo Irish: how Eurozone sovereign spreads related to financial sector vulnerability", *IMF Working Paper* WP/09/108, May
- Montanaro, E. (2013), "Regole di Basilea e modelli di vigilanza: quale convergenza?", *Moneta e Credito*, vol. 66, No. 264, dicembre (in corso di stampa)
- Montanaro, E. e M. Tonveronachi (2011), "A critical assessment of the European approach to financial reforms", *PSL Quarterly Review*, vol. 64, no. 258, pp. 193-226
- Obsfeld, M. (1998), "EMU: ready or not?", *Essays in International finance*, No. 209, July, Princeton University, Princeton

- Obstfeld, M., G. Peri, O. Blanchard e A. Fatás (1998), “Regional non-adjustment and fiscal policy”, *Economic Policy*, Vol. 13, No. 26, pp. 205-259, April
- Padoa-Schioppa, T. (1999), “EMU and banking supervision”, *Lecture at the London School of Economics, Financial Market Group on 24 February 1999*, ECB
- Persaud, A. (2010), “The locus of financial regulation: home versus host”, *International Affairs* 86: 3, pp. 637-646
- Pisani-Ferry J. e A. Sapir (2009), “Banking crisis management in the EU: an interim assessment”, *Bruegel Working Paper 2009/7*, December
- Pistor, K. (2010), “Host’s dilemma: rethinking EU banking regulation in light of the global crisis”, *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper no. 286/2010*, June
- Rajan, R. e L. Zingales (1998), “Financial dependence and growth”, *The American Economic Review*, vol. 88, No. 3, pp. 559-586, June
- Reinhart, C. M. e K.S. Rogoff (2008), “Banking crises: an equal opportunity menace”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 14587*, Cambridge MA, December
- Sala-I-Martin, X. e J. Sachs (1992), “Fiscal federalism and optimal currency areas: evidence for Europe from the United States”, in Canzoneri, M. B., Grilli, V. e Masson P.R. (curatori), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge
- Schäuble, W. (2013), “Banking Union must be built on firm foundations”, *Financial Times*, May 12
- Tarullo, D.K. (2012), “Regulation of foreign banking organizations”, *Remarks at the Yale School of Management Leaders Forum*, New Haven, Connecticut, November 28, disponibile alla URL <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20121128a.htm>
- Tonveronachi, M. (2001), “Structural biases in prudential regulation of banks”, *BNL Quarterly Review*, vol. 54, no. 219, pp. 341-353
- Tonveronachi, M. (2013), “L’Unione Bancaria Europea. Di nuovo un disegno istituzionale incompleto”, *Moneta e Credito*, vol. 66, No. 264, dicembre (in corso di stampa)
- Véron, N. (2013), “Banking Nationalism and the European Crisis”, *Bruegel*, 19th October 2013
- Véron, N. (2007), “Is Europe ready for a major banking crisis?”, *Bruegel Policy Brief*, Issue 2007/03, August
- Werner Report (1970), “Report to the Council and the Commission on the realization by stages of Economic and Monetary Union in the Community”, Luxembourg, 8 October
- Van Rompuy, H. (2012), “Towards a Genuine Economic and Monetary Union”, *Report by the President of the European Council, EUCO 120/12*, Brussels, 26 June