



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea
IL TRILEMMA FINANZIARIO
THE FINANCIAL TRILEMMA

Relatore:
Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureando:
VINCENZO PIO CAVALLARO

Anno Accademico 2015-2016

3.2.2 <i>Il circolo vizioso banche-debito pubblico</i>	34
3.2.3 <i>Convergenza dei tassi di interesse e diversificazione verso i paesi più deboli</i>	37
3.2.4 <i>Una sintesi</i>	38
3.3 I tentativi nazionali di risoluzione della crisi	38
3.3.1 <i>Riduzione del credito e frammentazione finanziaria</i>	39
3.4 Cosa abbiamo imparato dalla crisi?	40
3.5 Il Trilemma finanziario in Europa	41
CAPITOLO 4. COME RISOLVERE IL TRILEMMA IN EUROPA: VERSO L'UNIONE BANCARIA E FISCALE	45
4.1 Il Trilemma finanziario europeo: cos'è concretamente?	45
4.2 Tentativi iniziali di cooperazione bancaria europea	47
4.3 L'Unione bancaria	49
4.3.1 <i>Perché costruire un'Unione bancaria?</i>	50
4.3.2 <i>Struttura dell'Unione bancaria</i>	52
4.3.3 <i>Come fa l'Unione bancaria a rendere il sistema bancario più sicuro?</i>	60
4.4 Unione fiscale e Stability Bonds	62
4.4.1 <i>Stability Bonds o Eurobonds</i>	65
4.5 Cosa abbiamo ottenuto fino ad oggi?	66
Conclusioni	68
Bibliografia	73
Sitografia	75

Introduzione

Recentemente ci siamo trovati di fronte ad una crisi finanziaria, trasformatasi poi in reale, di dimensioni catastrofiche. Il settore bancario, cuore dell'economia di ogni nazione moderna, oggi integrato a livello globale, è stato uno dei protagonisti del trasferimento e della propagazione della crisi nel mondo. Il sistema bancario ricopre un ruolo fondamentale nelle economie avanzate, pertanto bisogna capire il suo funzionamento ed il modo in cui è possibile migliorarlo. Da alcuni anni è stato formulato il Trilemma finanziario, che mostra l'impossibilità di raggiungere più di due dei seguenti tre obiettivi contemporaneamente: integrazione finanziaria, stabilità finanziaria e politiche finanziarie nazionali (sorveglianza e risoluzione delle banche). L'obiettivo di questo lavoro è quello di analizzare, spiegare e far conoscere il Trilemma finanziario e le misure che sono state implementate per risolverlo, in modo tale da evitare che si ripetano gli effetti catastrofici manifestatisi durante la crisi.

Nel primo capitolo si cerca di dare una definizione concreta del Trilemma, in modo tale da far capire bene cos'è e come funziona, elaborando anche un modello matematico per spiegarlo analiticamente (il modello di Freixas, 2003). Infine si fa un esempio concreto, riportando alcuni eventi accaduti in Europa durante la crisi.

Nel secondo e terzo capitolo viene analizzato concretamente il Trilemma nelle principali aree geografiche del mondo (Paesi in via di sviluppo, Stati Uniti e Unione Europea), alla luce dei problemi specifici che le affliggono.

Il secondo capitolo, analizza i Paesi in via di sviluppo¹, in cui il problema del Trilemma e quindi dell'internazionalizzazione bancaria e della stabilità è legato significativamente al problema dei flussi di capitale; infatti i flussi in entrata spesso, se non gestiti in modo ottimale, possono portare a gravi crisi finanziarie. In questi paesi le banche, principale fonte di debolezza, non riescono a fare bene i conti con questi flussi in entrata e quando vi è un deflusso di capitali improvviso si trovano in difficoltà; questo problema è amplificato dall'integrazione internazionale del sistema bancario (bisogna ricordare che spesso in questi paesi ci sono le filiali delle più importanti banche dei paesi sviluppati).

Successivamente si parla del problema del Trilemma negli USA, mostrando come un sistema bancario troppo grande ed interconnesso, e allo stesso tempo mal gestito, e senza forme di regolamentazione particolarmente stringenti, abbia contribuito significativamente al propagarsi e all'intensificarsi della crisi nata dai mutui subprime. Le misure di regolamentazione post-crisi,

¹ Per Paesi in via di sviluppo si intendono tutti quei paesi che nel tempo si sono sviluppati più lentamente degli altri, ma che adesso stanno registrando tassi di crescita molto elevati.

cercano in qualche modo di limitare il comportamento sleale delle banche, ma ciò deve fare i conti con un contesto internazionale, in cui queste riescono ad aggirare facilmente le regole nazionali attraverso le loro filiali offshore.

Infine si fa un breve cenno alle regole implementate con il Comitato di Basilea, che mirano ad uniformare il sistema bancario nei diversi paesi.

Nel terzo capitolo, invece, si parla del Trilemma nell'Unione Europea, con tutti i problemi annessi e connessi sottostanti la creazione di quest'ultima. In Europa questo problema è più evidente, dal momento che i paesi Europei, avendo una politica monetaria, un mercato ed una Banca Centrale comune (la BCE), devono mantenere un sistema bancario integrato, altrimenti verrebbe meno la stabilità finanziaria dell'area, a prescindere che la regolamentazione sia nazionale o europea. Il Trilemma per questi paesi sussiste sia all'interno dell'Unione, tra di loro, sia con il resto del mondo. Pertanto o si va verso un sistema sempre più integrato, simile, anche se non paragonabile a quello degli USA, oppure si torna su linee nazionali, ma a questo punto, bisognerebbe rinunciare all'Unione Europea, con tutte le conseguenze che ciò si porta dietro. La recente crisi ha mostrato le debolezze dell'Europa e ha portato una ventata di dubbi che alimentano l'Euroscetticismo.

Infine, il quarto capitolo mostra le misure adottate e pensate per risolvere il Trilemma all'interno dell'UE. Infatti è stata avviata la creazione di una Unione bancaria fra paesi membri e non membri, che dovrebbe servire ad incrementare l'integrazione finanziaria ed a creare delle norme e regolamenti unici per le banche dei diversi paesi dell'Unione. Tutto ciò dovrebbe riportare la stabilità finanziaria del sistema e allo stesso tempo dovrebbe migliorare il sistema bancario ed il mercato unico nel suo complesso.

Inoltre in questo capitolo si fa cenno anche alla creazione di un'Unione fiscale per l'Eurozona, ed alla condivisione del debito mediante l'emissione di bond europei, i c.d. "Stability bonds o Eurobonds". Questa teoria è sostenuta da alcuni studiosi, in particolare G. Tabellini, il quale sostiene che l'Unione fiscale debba essere un prerequisito dell'Unione bancaria. Tuttavia non è ancora stata implementata nessuna forma di Unione fiscale.

CAPITOLO 1. DEFINIZIONE TRILEMMA FINANZIARIO

1.1 Definizione

E' necessario oggi individuare nuove misure efficaci di salvaguardia nazionali contro il fallimento delle banche in quanto quelle esistenti sono state indebolite dall'internazionalizzazione dell'attività bancaria. La crisi iniziata nel 2007 negli USA, propagatasi in Europa a partire dal 2009 e tutt'ora in atto, ha posto con forza il tema della stabilità finanziaria, obiettivo oggi difficilmente perseguibile anche alla luce del fatto che le istituzioni finanziarie non bancarie tendono sempre più ad espandersi oltre i confini nazionali (c.d. cross-border banking). Naturalmente la stabilità finanziaria viene considerata un bene pubblico, poiché non è rivale, né escludibile, tuttavia il problema principale è se i governi possono ancora produrre questo bene pubblico a livello nazionale in un mercato finanziario globale come quello attuale. Nel tentativo di trovare una soluzione per affrontare questa situazione, Dirk Schoemaker (2009), ha formulato l'idea del Trilemma finanziario. Pertanto il risultato di questa sempre più frequente internazionalizzazione dell'attività bancaria è un secondo Trilemma per i policy maker internazionali, diverso dal classico Trilemma monetario che mostrava l'incompatibilità di raggiungere simultaneamente più di due obiettivi tra la stabilità del tasso di cambio, l'integrazione dei flussi finanziari e l'autonomia della politica monetaria. Il Trilemma finanziario (Financial trilemma) stabilisce l'incompatibilità tra: 1) la stabilità finanziaria (globale), 2) l'integrazione finanziaria, cioè la libertà dei movimenti internazionali di capitali, e 3) le politiche finanziarie nazionali, cioè il controllo nazionale sulla politica di salvaguardia finanziaria (c.d. vigilanza nazionale). Come per ogni trilemma, solo due di questi tre obiettivi possono essere raggiunti simultaneamente, uno deve essere tralasciato. Il Trilemma finanziario può essere così raffigurato:

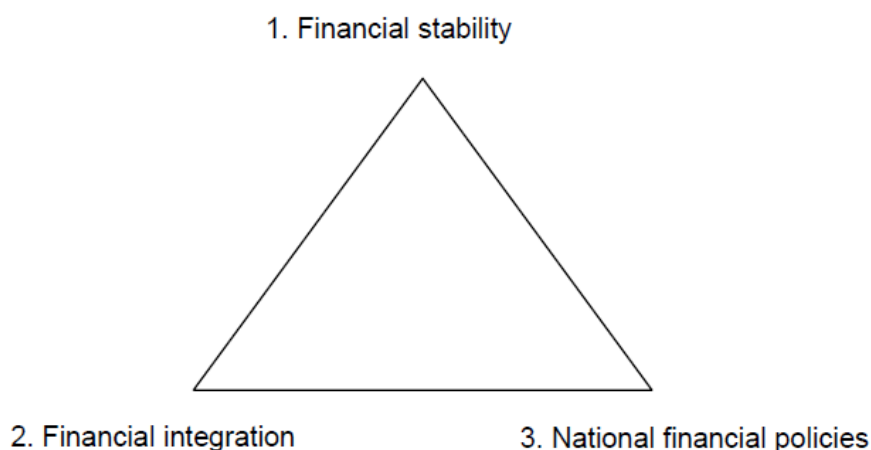


Figura 1.1. Il Trilemma finanziario.

Le Banche Centrali cercano di combinare i due obiettivi della stabilità finanziaria e della stabilità monetaria, anche se la letteratura riguardante la stabilità monetaria è molto più progredita rispetto a quella sulla stabilità finanziaria (ciò è dimostrato dall'ampiamente discusso Trilemma Monetario). Per quanto riguarda la stabilità finanziaria, invece, Thygesen (2003) e Schoenmaker (2005) suggeriscono la possibilità di un Trilemma finanziario, ma non danno a questo un sostegno teorico, dal momento che non c'è nemmeno una definizione univoca di stabilità finanziaria. Pertanto per le Banche Centrali è più difficile raggiungere un obiettivo di stabilità finanziaria a causa della mancanza di informazioni puntuali e precise sul tema. Si può soltanto affermare che la stabilità finanziaria è strettamente correlata al rischio sistemico, che rappresenta il rischio che un evento causerà una perdita economica oppure un'eccessiva confidenza in una porzione sostanziale del sistema finanziario avente significativi effetti avversi sull'economia reale. Pertanto rappresenta il rischio che l'insolvenza o il fallimento di uno o più intermediari determini generalizzati fenomeni d'insolvenza o fallimenti a catena di altri intermediari.

1.2 Un modello per il Trilemma finanziario

Mediante il modello di Freixas (2003) si possono formalizzare gli effetti sistemici di un fallimento bancario. In questo modello lo strumento a disposizione dei policy makers è un fondo di contribuzione con cui le autorità possono risanare una banca che sta per fallire, indicato con "t"; inoltre si considera la decisione ex post di risanare o liquidare una banca durante una crisi finanziaria. La scelta di lasciare fallire o meno una banca è data dalla variabile "x" che può assumere i valori (0,1). Inoltre B denota i benefici sociali di risanare una Banca (che tra le altre cose può includere i benefici derivanti dal mantenere la stabilità finanziaria ed evitare il contagio) e C il suo costo. Se assumiamo che C_c rappresenta il costo diretto del mantenimento di una banca in attività e C_s il costo diretto di una chiusura di tale banca, noi consideriamo come costo netto la differenza tra i due, ovvero $C = C_c - C_s$.

In genere un Governo decide di salvare una Banca solo quando i benefici totali di un intervento superano i costi netti, ovvero $B - C > 0$. Tuttavia, se consideriamo un contesto con più paesi (multy-country setting), i benefici sociali, B, possono essere scomposti in benefici interni al paese che noi andiamo a considerare come paese di riferimento (home country), denotati con H, e benefici interni agli altri paesi, cioè ai paesi stranieri rispetto a quello di riferimento (foreign country) denotati con F. In questo contesto bisogna precisare che α_h rappresenta la percentuale di benefici interni al paese di riferimento rapportata al totale dei benefici complessivi, cioè quanto incide in percentuale il beneficio del singolo paese di riferimento sul totale dei benefici complessivi (matematicamente $\alpha_h = \frac{H}{H+F}$ dove $H + F = B$ quindi $\alpha_h = \frac{H}{B}$).

Invece α_f rappresenta la percentuale di benefici interni ai paesi stranieri rapportata al totale dei benefici complessivi: α_f è data dalla sommatoria di tutte le percentuali di benefici interni ad ogni singolo paese straniero rapportate al totale dei benefici complessivi, che chiamiamo α_j , dal momento che F è la somma di tutti i benefici di ogni singolo paese diverso da quello di riferimento. Pertanto $\alpha_f = \sum_{j \in F} \alpha_j$, dove α_j rappresenta la percentuale di benefici interni ad ogni singolo paese straniero rapportata al totale dei benefici complessivi (matematicamente dovrebbe essere vero che $\alpha_f = \frac{F}{H+F}$ dove $H + F = B$ quindi $\alpha_f = \frac{F}{B}$). Pertanto la somma di α_h e α_f deve dare 1. Da ciò si può dedurre che se una banca internazionale deve essere risanata e salvata c'è bisogno di una collaborazione fra più paesi che contribuiscano al salvataggio e cooperino tra di loro nella condivisione dei costi. I Paesi, però, devono stabilire quanto ciascuno di essi debba contribuire al salvataggio della banca, e ciò nel modello è indicato dalla variabile "t". Quindi una banca internazionale può essere risanata solo se è possibile raccogliere dai paesi interessati un sufficiente fondo di contribuzione. Questa è un'interpretazione di una cooperazione improvvisata: infatti i diversi paesi si riuniscono per capire quanto ciascuno di loro è disposto a contribuire al risanamento; ciò nel modello è indicato dalla variabile "t". Se l'ammontare totale che essi sono disposti a contribuire è più grande del costo, la banca viene risanata; cioè se il totale dei contributi dei singoli paesi supera il costo dell'ammontare utilizzato per risanare la banca, allora questa viene salvata.

La decisione ottimale per ogni singolo paese j è quella di massimizzare la seguente funzione:

$$x^*(\alpha_j \cdot B - t_j)$$

Cosicché

$$\begin{cases} x^* = 1 \text{ se } \sum_j t_j - C > 0 \\ x^* = 0 \text{ se } \sum_j t_j - C < 0 \end{cases}$$

Dove $x^* = 1$ significa che la banca viene salvata, e $x^* = 0$ significa che la banca viene lasciata fallire (questo è quanto previsto dal modello di Freixas del 2003).

In questo schema si possono trovare una molteplicità di equilibri, ma "l'equilibrio di chiusura" (cioè la decisione di chiudere la banca) si ha quando $t_j = 0$, e quindi $x^* = 0$, ammesso che per nessun paese j abbiamo che $\alpha_j \cdot B - t_j > 0$. Quando $t_j = 0$ nessun paese è disposto a risanare la banca da solo perché i costi che deve sopportare superano i benefici nazionali (vantaggi). Ovviamente se non si raggiunge un equilibrio cooperativo, la politica sarà inefficiente e la banca non sarà risanata. Il fatto che spesso si giunge all'equilibrio di chiusura può essere spiegato dal fatto che parte delle esternalità derivanti dal salvataggio possono manifestarsi anche al di fuori di ciascun singolo paese (questo è un classico caso di un c.d. "effetto di traboccamento").

Queste esternalità provengono dal fatto che un paese è costretto a vendere i suoi assets e ciò ha conseguenze negative sull'investimento aggregato di una nazione. In questo modello si assume che il paese che ha il maggior beneficio sociale e maggiore interesse a salvare una banca è il paese di origine della banca sofferente.

1.2.1 Dimostrazione del modello e grado di integrazione

Adesso passiamo a dimostrare il modello sopra proposto. L'assunzione di base è che in un ambiente in cui viene "improvvisata" una cooperazione (cioè si negozia un salvataggio ex-post) l'efficienza dello schema di risanamento proposto dipende dalla misura della variabile α_h . Infatti solo quando il beneficio sociale del paese in considerazione (home country) è sufficientemente elevato, $\alpha_h \in \{C/B, 1\}$, la politica finanziaria nazionale produrrà un risultato efficiente.

La soluzione efficiente è $x^* = 1$ quando $B > C$, cioè mantenere in attività una banca quando il beneficio sociale di salvarla supera il costo netto, invece è $x^* = 0$ quando $B < C$, cioè lasciar fallire una banca quando il costo netto supera il beneficio sociale (anche se, a prescindere da questo modello, è importante ricordare che il fallimento di una banca rappresenta un segnale di debolezza per qualsiasi paese e potrebbe portare al collasso della sua economia, dal momento che il sistema bancario ne è il cuore. A tal proposito si pensi alle conseguenze che sono scaturite dal fallimento di Lehman Brothers, negli U.S.A., quando ci si è trovati ad un passo dal collasso dell'economia più grande ed integrata del pianeta). Date queste due ipotesi risolutive, la soluzione di first best si avrebbe soltanto nel caso in cui $\alpha_h = 1$, ovvero quando la percentuale di beneficio totale per il paese in considerazione è pari al 100 %, in altri termini il beneficio sociale totale si manifesta soltanto all'interno del paese in considerazione. Per tutti gli altri casi, quando $\alpha_h > \alpha_j$ per ogni $j \in F$, si avrà un salvataggio della banca, ovvero $x^* = 1$, solo se il beneficio sociale nel paese di riferimento è più grande dei costi totali: $\alpha_h \cdot B - C > 0$. Diversamente, se $\alpha_h < C/B$, ne consegue che il governo lascerà fallire la banca sofferente, quindi $x^* = 0$ anche se, a livello aggregato, cioè dal punto di vista dei benefici sociali totali che ne derivano per tutti i paesi in cui la banca opera, la soluzione migliore sarebbe salvare la banca, poiché i benefici superano i costi, $B > C$. Infatti in quest'ultimo caso, il paese in questione, dove la banca sofferente ha la sua amministrazione centrale, sperimenta dei benefici sociali troppo bassi al suo interno a causa "dell'effetto di traboccamento" dei benefici, che andranno a manifestarsi nei paesi stranieri. Ciò si verifica quando le banche operano al di fuori dei confini del proprio paese di origine, quindi quando ci troviamo in un contesto internazionale come quello attuale.

Pertanto dal modello deduciamo che quando l'integrazione internazionale aumenta, quindi $\alpha_f \uparrow$ e $\alpha_h \downarrow$, le politiche finanziarie nazionali non conducono alla stabilità finanziaria del sistema, poiché un Governo nazionale non può assumersi da solo l'intero onere del salvataggio di una banca quando i benefici che esso trae in rapporto a quelli totali del sistema sono troppo bassi (α_h troppo piccola) se rapportati ai costi che deve sostenere per salvarla. In altre parole, in un contesto in cui le banche si accingono sempre più a svolgere la loro attività a livello internazionale, come quello attuale, è molto probabile che si lasci fallire una banca anche quando è ottimale salvarla per mantenere la stabilità finanziaria: ciò avviene perché ciascun paese in cui la banca opera non ha incentivo a salvarla da solo. Pertanto da qui si può dimostrare l'incompatibilità fra la sorveglianza bancaria nazionale e la stabilità finanziaria in un contesto bancario internazionale in cui i capitali circolano liberamente da uno stato all'altro (integrazione finanziaria). In un contesto simile è difficile stabilire ad esempio quale Governo deve o non deve salvare una banca o ad esempio quale Banca Centrale sia responsabile di fornire assistenza da prestatore di ultima istanza. Questo modello individua la dimensione pubblica di un salvataggio collettivo e mostra perché una cooperazione improvvisata, cioè ex-post, potrebbe portare ad una "sotto fornitura" (per dirla in termini di bene pubblico) dei fondi per il salvataggio. Se si deve cooperare si dovrebbe stabilire ex ante un meccanismo di collaborazione guidato da una autorità sovranazionale.

In termini di Trilemma finanziario, il modello mostra che la stabilità finanziaria e le politiche finanziarie nazionali sono compatibili soltanto nel caso in cui non c'è integrazione finanziaria, oppure questa è molto limitata. Nel momento in cui si ha una sostanziale integrazione finanziaria ($\alpha_h < C / B$) e le singole politiche nazionali vengono combinate per trovare una soluzione, la stabilità finanziaria non può più essere ottenuta, poiché sarebbe necessaria ex ante un'autorità sovranazionale che coordini il tutto.

Il modello sottolinea il trade-off tra l'integrazione finanziaria e l'autonomia finanziaria nazionale. Quanto più l'integrazione finanziaria, misurata dall'espansione delle attività all'estero (α_f), aumenta, tanto più la politica finanziaria nazionale diventa meno efficace. Per vedere quanto è integrato un sistema bancario, si possono utilizzare molti indicatori che misurano l'espansione delle attività bancarie in differenti paesi. Un indicatore spesso usato è il Transnationality Index (TNI) che viene calcolato come una media non ponderata degli assets stranieri sugli assets totali, del reddito straniero sul reddito totale e dell'occupazione straniera sull'occupazione totale. Sotto viene riportata una tabella con gli indici TNI per le 60 banche più grandi del mondo:

	Home country: α_h	Foreign countries: α_f
American banks	78%	22%
Asian-Pacific banks	86%	14%
European banks	53%	47%

Source: Schoemaker and Van Laecke (2007)

Tabella 1.1. Espansione geografica (geographical spread) delle attività per le 60 banche più importanti.

Questa tabella mostra che il grado di integrazione finanziaria per le maggiori banche americane e asiatiche è limitato; queste banche sono orientate più al mercato domestico ($\alpha_h=0.8$, circa), pertanto l'autonomia finanziaria è ancora sostenibile per l'America e l'area pacifico-asiatica. Invece il grado di integrazione finanziaria internazionale per le banche europee è abbastanza rilevante ($\alpha_f=0.5$, circa); pertanto il livello di integrazione europeo può portare a fallimenti nella cooperazione ex-post delle politiche finanziarie nazionali. A questo punto l'Europa può seguire due opzioni. La prima è quella di invertire il livello corrente di integrazione, e quindi rinforzare il controllo locale e delimitare le operazioni bancarie internazionali. Per mantenere un controllo diretto sulle operazioni bancarie dal quartier generale della banca agli altri paesi UE, le autorità chiedono alle banche di istituire sussidiarie locali dotate di un loro capitale invece che istituire delle semplici filiali. In tal modo il paese in cui ha sede la banca capogruppo controlla quest'ultima, invece i paesi stranieri controllano le sussidiarie locali della banca. Il salvataggio delle banche sofferenti verrebbe impostato allo stesso modo. La seconda opzione da seguire potrebbe essere quella di portare il Trilemma finanziario ad una conclusione logica, cioè trasferire i poteri sulle politiche finanziarie (regolazione, supervisione e stabilità) a livello europeo. Ciò implicherebbe un sistema di supervisione finanziaria di matrice europea. Inoltre le operazioni di gestione delle crisi per mantenere la stabilità finanziaria dovrebbero essere fatte anch'esse sotto il controllo europeo.

1.3 Un esempio pratico della presenza del Trilemma: l'Europa

In Europa, mentre i leader nazionali si stavano muovendo, anche se lentamente, in direzione di un'intesa atta a devolvere la supervisione finanziaria a livello europeo, mediante la creazione della nuova European Supervisory Authorities e dell'European Systemic Risk Board (ESRB), la crisi finanziaria ha portato i leader a ripiegare nuovamente verso una supervisione nazionale; il risultato di ciò è stata la disgregazione di un sistema bancario europeo (European banking system). Alcuni studiosi hanno cercato di esaminare una soluzione alternativa al Trilemma finanziario, attraverso la prospettiva di una supervisione finanziaria e di una soluzione a livello europeo.

La crisi economica iniziata nel 2007 sta mostrando i limiti di un sistema così integrato dal punto di vista finanziario ed economico come quello europeo, in cui è molto difficile mantenere una politica di vigilanza autonoma a livello statale e coordinare le diverse politiche fiscali di ogni singolo stato con una politica economica unica e sempre più centralizzata a livello europeo. Possiamo brevemente analizzare ciò che durante la crisi ha funzionato e ciò che non lo ha fatto. La Banca Centrale Europea, da parte sua ha fatto tutto il possibile per cercare di mitigare la situazione. Dopo il fallimento della Lehman Brothers nel settembre del 2008, il sistema interbancario subì un durissimo colpo, e la domanda di liquidità da parte dei correntisti aumentò drasticamente, mentre si stavano riducendo significativamente i prestiti interbancari: si verificò la c.d. corsa agli sportelli che rese fragili anche alcune tra le banche più solide del pianeta (si pensi a tal proposito ad esempi di colossi bancari quali Citigroup, J.P Morgan o Goldman Sachs). Durante questo periodo, la Banca Centrale Europea (come tante altre fra le maggiori Banche Centrali) reagì abbassando i tassi di interesse a livelli minimi storici; inoltre rifornì di liquidità le banche europee attraverso un ampio ricorso a misure non convenzionali, anche se il mercato interbancario non funzionò correttamente. Ciò che in realtà non funzionò del tutto fu il modo in cui i singoli stati gestirono i potenziali fallimenti bancari: infatti essi cercarono di trovare delle soluzioni a livello nazionale. Tali fallimenti, però, possono generare esternalità negative interessando altre banche e l'economia reale. Come si possono affrontare, in un mondo di istituzioni finanziarie internazionali, le esternalità internazionali? Le autorità nazionali, ovviamente, danno priorità ai loro obiettivi interni, che includono la tutela del sistema finanziario interno e la minimizzazione dei costi che dovranno affrontare i contribuenti per la ricapitalizzazione o la bancarotta. Pertanto, guidate da questi obiettivi, le autorità nazionali prendono in considerazione soltanto le esternalità nel loro sistema finanziario nazionale, ignorando quelle internazionali. Ciò porta a risultati inefficienti dal punto di vista globale. Soltanto se i singoli interessi nazionali coincidono, i Governi potrebbero essere interessati a collaborare. È qui che si può vedere in pratica come il trade-off proposto dal Trilemma finanziario diventa reale ed effettivo, sottolineando l'impossibilità di una vigilanza nazionale che, in un contesto finanziario integrato, non vada ad impattare negativamente sulla stabilità finanziaria. La crisi ha sottolineato la mancanza di una struttura solida per le istituzioni finanziarie internazionali. Inoltre le divergenze negli approcci utilizzati da ogni singolo stato per affrontare la crisi ha indebolito la fiducia nel sistema finanziario internazionale e ha ampliato le distorsioni competitive aumentando i costi dei salvataggi (bailout) sostenuti dai contribuenti e anche l'incertezza legale. Gli eventi circostanti al fallimento di Fortis, Lehman Brothers e le tre banche islandesi (Kaupthing, Landsbanki e Glitnir) durante la crisi illustrano quanto l'assenza di una adeguata struttura di risoluzione internazionale può danneggiare la

stabilità del sistema bancario globale. Al contrario, invece, le autorità sono riuscite a raggiungere una soluzione cooperativa per il salvataggio di Dexia e la continuazione delle operazioni di Western Bank in Europa Centrale e Orientale.

Claessens ed altri (2010) hanno rivisto alcuni dei maggiori fallimenti di banche internazionali con lo scopo di esaminare: le cause del fallimento; le ragioni della cooperazione internazionale, o la mancanza di questa; l'inadeguatezza del potere nazionale di decisione; e l'impatto sulla stabilità finanziaria globale. La seguente tabella riassume le loro ricerche per la crisi finanziaria durante gli anni 2007-2009.

Case	Systemic in home country	Systemic abroad	Co-ordination	Short-term impact on financial stability
Lehman Brothers (USA and UK)	Yes	Yes	No	Substantial instability
AIG (USA)	Yes	Yes	Unilateral bailout of units in 130+ countries by US government	May have prevented further deterioration in financial markets
Fortis (Belgium, Luxembourg, Netherlands)	Yes	Yes	Partly, improvised co-operation, "make do" solution. Bailout on basis of national entities, not for the Group as a whole	Enhanced stability in Belgian and Dutch banking system, but raised questions about how other cross-border SIFs might be handled
Dexia (Belgium, France, Luxembourg)	Yes	No	Yes, joint solution based on proportions of shares held by governments and institutional investors in three countries	Enhanced stability
Icelandic Banks (Iceland)	Yes	No	No, Iceland protected only Icelandic depositors	Instability largely limited to Iceland (some unrest with retail depositors in foreign countries)
Central and Eastern European banking systems	Mixed	Yes	Yes, joint solution based on European Bank Coordination ("Vienna") Initiative	Enhanced stability in both Eastern & Western Europe

Source: S Claessens, R Herring and D Schoenmaker, "A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions", 12th Geneva Report on the World Economy (London, CEPR, 2010).

Tabella 1.2. Sei casi studio.

Nonostante ciò, anche durante le recenti crisi bancarie, gli interessi nazionali hanno prevalso di nuovo. Nell'ottobre del 2011, le istituzioni di vigilanza bancaria valutarono il bisogno di un aumento di capitale per ripristinare la fiducia del mercato nelle banche europee. Bisognava però stabilire se indicare le carenze di capitale (shortfall in capital) come un ammontare numerico o come un indice. Tuttavia sarebbe stato meglio indicare le carenze di capitale come un ammontare in euro, perché se presentato come un indice, le Banche potrebbero essere spinte a ridurre i loro assets (c.d. deleveraging) invece che aumentare il capitale. Invece alla fine, a causa di differenti vedute nazionali al riguardo, ci si accordò a livello europeo (dopo l'accordo tra l'European Banking Authority e i supervisori nazionali) ad indicare il deficit come un indice (il 9% del rischio ponderato degli assets). Il risultato fu controproducente, perché portò alla vendita di obbligazioni sovrane (sovereign bonds) e al c.d. deleveraging. Se questa risposta è

comprensibile da una micro prospettiva bancaria, è un disastro da una macro prospettiva sistemica.

In sintesi, queste esperienze mostrano che i supervisori nazionali e i governi tendono a far prevalere gli interessi nazionali sulla stabilità finanziaria globale.

In conclusione si può dire che il Trilemma finanziario si riduce al problema della sovranità. Da una parte, i policy makers possono trasferire parte della loro sovranità per promuovere un sistema bancario internazionale e la stabilità finanziaria globale (in questo caso, però, rinuncerebbero parzialmente anche all'indipendenza fiscale). Dall'altra, possono scegliere di imporre delle restrizioni alle banche internazionali, attraverso la restrizione dei flussi di capitale internazionali, e quindi mantenere la loro piena sovranità. I legami internazionali delle banche europee suggeriscono che la risoluzione al Trilemma finanziario è uno degli obiettivi più urgenti che l'Europa sta affrontando in questo momento.

CAPITOLO 2. IL TRILEMMA FINANZIARIO NEGLI EMEs E NEGLI USA E IL COMITATO DI BASILEA

2.1 Il problema dei flussi di capitale e del Trilemma nei paesi in via di sviluppo (EMEs)

Analizziamo brevemente il problema del Trilemma finanziario nei Paesi in via di sviluppo e negli Stati Uniti, anche se in questi paesi il trade-off non è così evidente e rilevante come in Europa. Successivamente, invece, parleremo in maniera più approfondita del Trilemma in Europa.

Il problema del Trilemma finanziario nei paesi in via di sviluppo va di pari passo con quello degli enormi flussi di capitale e del Trilemma monetario.

In genere i paesi in via di sviluppo che sfruttano i tassi di cambio flessibili si trovano in una situazione migliore rispetto a quelli che sacrificano la loro politica monetaria al mantenimento dei tassi di cambio fissi. Tuttavia le variazioni dei tassi di cambio, da sole, non riescono ad isolare un'economia dai cambiamenti monetari e finanziari provenienti dall'esterno. Anche se potenzialmente la globalizzazione finanziaria è una potente fonte di benefici economici, allo stesso tempo comporta degli svantaggi per la gestione di un'economia. La globalizzazione finanziaria peggiora i trade-offs che la politica monetaria affronta nel gestire gli innumerevoli obiettivi nazionali. Questo inconveniente dovuto alla globalizzazione fa aumentare il valore marginale dei metodi addizionali di politica economica e finanziaria. Sfortunatamente l'efficacia di questi metodi viene limitata dalla presenza di un Trilemma finanziario, che mostra l'incompatibilità fra la responsabilità nazionale per la politica finanziaria, l'integrazione finanziaria internazionale e la stabilità finanziaria. Quindi non basta lasciar fluttuare i cambi per dare stabilità ad un'economia, ma bisogna tenere in considerazione tante altre variabili di fondamentale importanza.

2.1.1 I flussi di capitale e gli EMEs

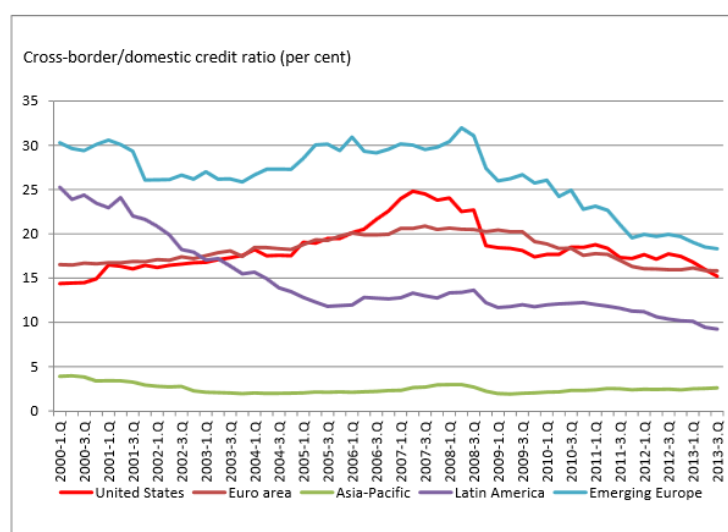
A partire dal XIX secolo, molti Paesi emergenti sono stati soggetti a flussi di capitali provenienti dai Paesi più ricchi, che diversificavano il loro portafoglio. Nelle economie in cui la Banca Centrale interviene cedendo valuta nazionale in cambio di valuta estera questi flussi di capitale vanno ad incrementare le riserve estere; invece nei paesi in cui la Banca Centrale permette alla valuta nazionale di apprezzarsi continua ad aumentare la domanda di valuta come risultato della riduzione del saldo della bilancia delle partite correnti. Ad ogni modo, sia che la banca Centrale intervenga, sia che non lo faccia, la stabilità finanziaria nazionale viene colpita immediatamente, anche se l'effetto espansivo probabilmente è più grande quando decide di

intervenire, causando un aumento delle scorte nazionali di moneta e del credito bancario nazionale.

Durante la recente Crisi finanziaria, i Paesi industrializzati hanno sofferto di più rispetto a quelli in via di sviluppo. Infatti, dal momento che le loro economie crescevano più rapidamente rispetto a quelle dei Paesi avanzati, questi Paesi non hanno dovuto far fronte a misure straordinarie di politica economica. L'apprezzamento delle valute, dei beni immobili, dei bonds e delle partecipazioni azionarie (equity) dovuti alla diversificazione negli investimenti da parte dei paesi industrializzati, hanno contribuito alla stabilità finanziaria degli EMEs. Nonostante ciò, i Paesi in via di sviluppo sono interessati a temperare gli effetti della diversificazione globale dei portafogli, perché questi flussi sono molto volatili, e se improvvisamente (come avvenne negli anni 90) dovessero arrestarsi tali paesi potrebbero entrare in crisi. In questi casi l'uso della politica monetaria è vitale ma non può essere l'unico metodo per regolare le ondate di capitale.

Recentemente i flussi finanziari sono aumentati considerevolmente per i paesi in via di sviluppo, particolarmente in termini lordi, a causa della significativa crescita dei flussi bancari internazionali. Allo stesso tempo i sistemi finanziari nazionali si sono ingranditi e rinforzati. Anche se per i Paesi in via di sviluppo questi cambiamenti non sono stati così drastici come per i paesi industrializzati, sono comunque stati significativi e li lasciano ancora più esposti alle diversificazioni nei mercati finanziari globali.

Una manifestazione dei legami (linkages) finanziari globali è mostrata dall'importanza dei crediti transnazionali (cross-border credit) sia in valuta nazionale che in valuta estera. La seguente figura mostra il rapporto tra i crediti bancari internazionali e quelli nazionali per cinque aree geografiche.



Source: BIS global liquidity indicators.

Figura 2.1. Credito (transnazionale) cross-border come frazione del credito nazionale (domestic), per area geografica.

Da questa figura emerge che i crediti transnazionali sono più significativi rispetto a quelli nazionali, tranne che per i paesi asiatici; il rapporto tra crediti transnazionali e nazionali è correlato positivamente con il boom del credito globale degli anni 2000 (questi flussi sono stati una sorta di combustibile che ha alimentato la recente crisi finanziaria); il rapporto analizzato decresce significativamente dopo la crisi per tutti i paesi, tranne che per quelli asiatici. Questa caduta può essere spiegata sia con l'ingrandimento dei mercati finanziari nazionali, sia con le restrizioni imposte alle attività bancarie transnazionali dopo la recente esperienza della crisi. Tuttavia molti EMEs rimangono significativamente esposti ai flussi bancari internazionali. Inoltre bisogna precisare che il recente ricorso degli EMEs ad istituzioni non bancarie ha dato vita a nuove esposizioni finanziarie internazionali.

I miglioramenti politici ed istituzionali hanno cercato di attenuare le vulnerabilità di questi paesi. Nel tempo gli EMEs, infatti, hanno cercato di emettere passività sotto forma di azioni o altri tipi di finanziamenti con capitale di rischio, come investimenti diretti esteri (IDE) (foreign direct investment, FDI) o investimenti di portafoglio nella proprietà delle imprese (portfolio equity), piuttosto che sotto forma di finanziamenti con strumenti di debito, come prestiti ufficiali, prestiti bancari o finanziamenti con titoli. Ciò facilita la situazione degli EMEs, infatti nel primo caso una riduzione del reddito domestico riduce automaticamente i profitti degli investitori stranieri senza violare alcun accordo, invece nel secondo caso il pagamento dovuto non si riduce se si riduce il reddito reale del debitore ma può essere talmente oneroso da rendere il paese insolvente perché il debitore deve ripagare il valore nominale del debito, più gli interessi, indipendentemente dalle proprie condizioni economiche. In una situazione simile, l'integrazione finanziaria internazionale promuove la condivisione transnazionale dei rischi e può essere vista come un fattore di stabilizzazione. In tal modo il deprezzamento della valuta automaticamente svaluta le passività che il paese ha con l'estero, ma allo stesso tempo fa aumentare anche gli altri debiti con l'estero e nazionali denominati in valuta interna. Un altro importante fattore di sviluppo, è stata la crescita del mercato obbligazionario nazionale (domestic bond markets), soprattutto in Asia.

Inoltre, un approccio più efficace al controllo finanziario, che tipicamente include una componente macroprudenziale, ha integrato questi cambiamenti di regime macroeconomico. Molti EMEs, specialmente in Asia, hanno accumulato grandi stock di riserve in valuta straniera che consentono alle autorità monetarie nazionali di fungere da prestatore di ultima istanza per le istituzioni finanziarie con passività a breve termine in valuta estera. Infatti gli EMEs stanno accumulando riserve in valuta estera liberalizzando di meno rispetto ai paesi industrializzati i flussi di capitale.

Tuttavia non si riesce a capire fino a che punto questi cambiamenti strutturali messi in atto dagli EMEs li possono isolare dai cambiamenti monetari e dai cicli finanziari che affliggono le economie avanzate. Infatti molti dei cambiamenti strutturali citati come punti di forza degli EMEs potrebbero presentare anche degli aspetti negativi. Pertanto per valutare la minaccia proveniente da queste vulnerabilità potenziali è importante considerare quali meccanismi di trasmissione ci sono tra i mercati finanziari dei paesi più ricchi e quelli dei paesi in via di sviluppo, e se ci sono dei metodi che quest'ultimi possono utilizzare per far fronte agli shocks finanziari provenienti dall'esterno.

2.1.2 Meccanismi di trasmissione e di integrazione

In un mercato finanziario internazionale integrato, specialmente se ci sono i cambi fissi, uno dei più importanti elementi di connessione fra i paesi è dato dai tassi di interesse. La politica monetaria convenzionale muove direttamente i tassi di interesse a breve termine, ma ha effetti anche nel lungo periodo, che inducono a cambiamenti di portafoglio verso asset stranieri. A sua volta questi cambiamenti di portafoglio generalmente influenzano anche i tassi di cambio, il prezzo degli asset, il conto finanziario della bilancia dei pagamenti e le politiche macroeconomiche all'estero. Inoltre fissare i tassi di cambio oppure ancorare la valuta ad una di riferimento (come avviene con i Currency board) può comportare dei problemi, dal momento che un paese per mantenere il cambio è costretto ad importare le politiche monetarie del paese di riferimento, che nel caso degli EMEs sono gli USA, poiché ancorano la loro valuta al dollaro. I paesi che fissano i loro cambi spesso sono costretti ad importare l'inflazione dal paese di riferimento, per evitare che la valuta si apprezzi; questo problema nasce già negli anni '70 e rappresenta uno dei motivi del crollo del sistema di Bretton Woods. Invece i paesi che mantengono i cambi flessibili possono gestire autonomamente l'inflazione: infatti il tasso di cambio funge da stabilizzatore automatico che fluttuando dovrebbe mantenere la stabilità finanziaria del sistema. La relazione matematica a cui si può fare riferimento quando si parla di tassi di interesse e tassi di cambio è la condizione di parità dei tassi di interesse:

$$R = R^* + (E^e - E) / E$$

Dove E è il tasso di cambio nominale, R il tasso di interesse nazionale, R* il tasso di interesse estero, ed E^e il tasso di cambio futuro atteso. Questa relazione implica che il tasso di cambio si muove in modo tale da rendere uguali i rendimenti nazionali e quelli esteri, quindi si muove per mantenere la parità dei tassi di interesse. Se il tasso di cambio è fisso, per mantenerlo tale, quando ci sono degli shock, è necessario intervenire attraverso manovre di politica monetaria, per mantenere la parità dei tassi di interesse. A volte a questa relazione si può aggiungere anche il rischio paese, ρ che va associato ad R.

2.2 Il Trilemma finanziario e i trade-offs negli EMEs

Tuttavia, nonostante l'evidenza empirica riguardante il fatto che i tassi di cambio flessibili agevolano le economie, e nel nostro caso quelle in via di sviluppo, Rey (2013) ha mostrato attraverso degli studi recenti che gli shock finanziari esteri che stanno dietro ai tassi di interesse oltrepassano i confini nazionali, anche quando i tassi di cambio sono flessibili. Infatti Rey sostiene che:

“[M]onetary conditions are transmitted from the main financial centers to the rest of the world through gross credit flows and leverage, irrespective of the exchange rate regime. [...] Fluctuating exchange rates cannot insulate economies from the global financial cycle, when capital is mobile. The “trilemma” morphs into a “dilemma” – independent monetary policies are possible if and only if the capital account is managed, directly or indirectly, regardless of the exchange-rate regime.”

Pertanto si può dire che il regime del tasso di cambio è centrale come canale di trasmissione e per dare un'idea delle politiche disponibili, e che il trilemma monetario rimane valido per gli EMEs. I tassi di cambio flessibili possono essere d'aiuto nell'affrontare alcuni shock economici ma quasi mai permettono ad un paese di isolarsi dagli eventi esterni. Ciò si è potuto testare durante la recente crisi finanziaria nei paesi industrializzati. Il Trilemma monetario rimane, ma le difficoltà date dai trade-off che le scelte politiche alternative comportano, possono essere peggiorate dalla globalizzazione finanziaria. Per comprendere questi trade-off, bisogna chiedersi cosa significa esattamente autonomia o indipendenza della politica monetaria. Obstfeld (2015) la definisce come l'abilità di raggiungere un insieme di obiettivi interni; e un tasso di cambio fisso chiaramente preclude ciò quando i capitali fluttuano liberamente da un paese ad un altro. Un'analisi condotta da Woodford (2010) dimostra che quando c'è un solo obiettivo da raggiungere, è possibile mantenere l'autonomia monetaria solo se il tasso di cambio è flessibile. Normalmente, comunque, l'autorità monetaria ha molti obiettivi ed è in questi casi che nascono dei trade-offs. Il trade-off classico è quello tra inflazione e disoccupazione. Anche se in generale è così, a volte, con particolari condizioni favorevoli, possono non esserci trade-off e la politica monetaria può raggiungere simultaneamente entrambi gli obiettivi desiderati. Tuttavia per la nostra discussione sono importanti le implicazioni sulla stabilità finanziaria. La recente crisi finanziaria e la crisi dell'area euro sottolineano che i problemi di trade-offs si pongono anche per un'economia chiusa quando la politica monetaria viene gravata addizionalmente da una situazione di stabilità finanziaria debole. Per esempio, un consistente ammontare di debito pubblico potrebbe portare ad una recessione e ad una trappola della liquidità. Se le autorità non hanno a disposizione delle soluzioni di first best per correggere le externalità derivanti dall'emissione del debito, anche in un'economia in cui potrebbero esserci

le condizioni per raggiungere entrambi gli obiettivi, la politica monetaria potrebbe aver bisogno di scostarsi dall'obiettivo della stabilità dei prezzi e della piena occupazione per frenare la crescita del debito. In questa ipotetica economia chiusa la politica monetaria non è che diventa inefficiente, ma poiché le autorità fronteggiano un trade-off tra obiettivi macroeconomici standard e altri obiettivi, queste dirigono la politica monetaria in modo tale da non prendere in considerazione tutti gli obiettivi, per focalizzarsi su una strada che bilanci i costi marginali fra le varie differenze. La politica monetaria semplicemente sostiene un onere più grande di quello che potrebbe sostenere senza distorsioni nel mercato finanziario. Ovviamente questo problema non scompare in un'economia aperta, specialmente se i suoi flussi finanziari con l'estero sono consistenti. Le variazioni dei tassi di cambio da sole non riescono ad arginare gli shock finanziari. Numerosi modelli teorici mostrano che anche in una situazione favorevole irrealistica in cui i policy maker collaborano tra di loro, le frizioni finanziarie che non possono essere arginate attraverso altri metodi porteranno a deviazioni dalla stabilità dei prezzi. In realtà, il problema della politica monetaria probabilmente è peggiore in un'economia aperta, perché l'apertura ai mercati finanziari globali inevitabilmente peggiora l'efficacia dei metodi macroprudenziali a disposizione. Il trade-off fra la macrostabilizzazione e la stabilità finanziaria peggiora ancora di più, nel senso che la politica monetaria ottimale si discosterà ancora di più dalla soluzione di first-best rispetto al caso in economia chiusa. Se gli effetti degli strumenti monetari a disposizione vengono indeboliti dall'apertura verso l'esterno dei mercati finanziari, i trade-offs diventano più difficili da gestire. Ciò nonostante, mantenere una politica monetaria indipendente è ancora possibile, tanto più se il tasso di cambio viene lasciato fluttuare. Per fare un esempio, se c'è bisogno di una variazione più ampia del tasso di interesse per dare risposta ad una data domanda "to bring about a given demand response" in un'economia aperta, ciò potrebbe peggiorare i problemi macroprudenziali, facendo aumentare la fragilità delle banche ed incoraggiando i flussi lordi di capitale in entrata.

L'idea secondo cui in un'economia aperta l'efficacia delle politiche di stabilità finanziaria è più debole nasce dalla formulazione del Trilemma finanziario. Il fatto che l'assicurazione finanziaria e le politiche di salvataggio sono a carico del budget nazionale può frazionare su linee nazionali il mercato globale finanziario e dei capitali, come sta avvenendo oggi nell'area euro. In un mondo finanziario eccessivamente globalizzato, i paesi hanno bisogno di preservare uno spazio precauzionale di politica fiscale contro le crisi finanziarie. Perciò il Trilemma finanziario può implicare forti vincoli sulla politica fiscale così come sulla politica monetaria nel perseguimento degli obiettivi nazionali. In realtà il Basel Committee on Banking Supervision si è sempre scontrato con il problema del Trilemma finanziario fin dal 1974 cercando gradualmente di estendere il raggio d'azione e l'efficacia della cooperazione

governativa internazionale. Il piano di Basilea III è parte dell'ultima ondata di riforme. Basilea III prevede la reciprocità giurisdizionale nell'applicazione di riserve finanziarie contro cicliche, così che le banche straniere che hanno prestiti da rimborsare a paesi che hanno invocato riserve finanziarie supplementari sono anch'esse soggette alle riserve finanziarie nel rispetto di questi prestiti. Dal momento che aumenta l'efficacia degli strumenti macroprudenziali a disposizione delle autorità nazionali, questa previsione riduce l'onere gravante sulla politica monetaria.

In sintesi, anche per le piccole economie colpite da un ciclo finanziario internazionale, il Trilemma monetario è ancora valido: con mercati dei capitali aperti, le autorità monetarie hanno molte più possibilità di manovra lasciando fluttuare i tassi di cambio, che se li tengono fissi. Ciò, però, non significa che la loro vita sarà facile. Infatti, a causa del problema del Trilemma finanziario, l'impatto della politica monetaria sulla stabilità finanziaria giocherà inevitabilmente un ruolo più importante nelle loro (delle piccole economie) decisioni. Di fronte al trade-off meno vantaggioso tra stabilità finanziaria e macrostabilità, queste economie potrebbero trovarsi lontano da entrambi.

In conclusione si può dire che le economie più piccole traggono svantaggi dal vivere in un contesto globalizzato. C'è una sorta di tensione tra l'abbassamento delle barriere commerciali e la necessità implicita di esporsi a shock e trends provenienti dall'estero. Le politiche governative possono muovere l'economia verso il punto preferito del trade-off tra svantaggi e vantaggi. Comunque l'inefficacia di uno strumento politico accresce l'onere degli altri, peggiorando l'economia nel suo complesso. Si può dire che mentre la globalizzazione pone alcuni limiti alla politica monetaria, anche con i tassi di cambio flessibili, il problema più grande in un'economia aperta è l'aumento della difficoltà di attuare una politica finanziaria efficace: questo è il problema del Trilemma finanziario. Per quanto riguarda la politica monetaria, molte economie emergenti che hanno scelto una risoluzione del Trilemma monetario basata sui tassi di cambio flessibili, l'hanno ottenuta. Quindi si può dire che il Trilemma finanziario va a gravare i problemi posti in essere dal Trilemma monetario. Nel discutere le misure per attenuare gli svantaggi della globalizzazione finanziaria, è importante considerare anche i vantaggi. Infatti l'integrazione dei mercati finanziari non promuove soltanto l'espansione del debito lordo attraverso flussi di capitali reciproci, ma incentiva anche la condivisione internazionale dei rischi. La variazione del trend dal finanziamento tramite strumenti di debito, all'aumento di capitale attraverso la vendita di azioni (equity finance) è un effetto stabilizzatore della globalizzazione che rende potenzialmente la politica monetaria nazionale più efficace. Quindi, le politiche che scoraggiano ancor di più il finanziamento con debito, inclusi gli alti livelli di debito delle banche attive a livello internazionale, hanno un potenziale considerevole di far aumentare il welfare nazionale.

2.3 La fragilità del sistema bancario e il problema del Trilemma negli USA

Passiamo adesso ad analizzare la fragilità del sistema bancario ed il Trilemma finanziario negli Stati Uniti, quindi andiamo a vedere come l'internazionalizzazione delle banche statunitensi va a peggiorare un sistema bancario già fragile per natura. Molti osservatori ritengono che la natura fino ad oggi non regolamentata dell'attività bancaria internazionale abbia reso fragile e vulnerabile ai fallimenti bancari su vasta scala il sistema finanziario globale. Un esempio pratico della veridicità di questa affermazione è la crisi finanziaria iniziata nel 2007. Per analizzare la fragilità del sistema finanziario internazionale dobbiamo prima considerare brevemente anche i problemi intrinseci all'attività bancaria e le tutele messe in atto dai governi nazionali per evitare i fallimenti bancari.

2.3.1 Fragilità del sistema bancario americano e tutele messe in atto dal governo

In genere una banca fallisce quando non è più in grado di far fronte alle obbligazioni nei confronti dei propri depositanti e degli altri creditori. Dal momento che le banche usano i fondi presi a prestito per concedere a loro volta prestiti ed acquistare altre attività, nel momento in cui alcuni clienti non sono in grado di ripagare i prestiti o le attività perdono valore, la banca può trovarsi nella condizione di non poter ripagare le passività a breve scadenza. La salute di una banca dipende in gran parte dalla fiducia che i depositanti e i creditori hanno nel valore delle attività della banca stessa. E' da questa fiducia che dipende l'incentivo a ritirare i fondi da una banca (la c.d. "corsa agli sportelli"). Questo avviene perché molte attività di una banca non sono liquide quindi spesso non possono essere prontamente smobilizzate per far fronte alle "corse agli sportelli" senza registrare sostanziose perdite nello smobilizzo. Pertanto durante una situazione di panico finanziario bisogna stare attenti all'effetto domino che si può venire a creare a causa delle "corse agli sportelli": infatti, dal momento che le banche sono interconnesse tra di loro, anche quelle che possiedono attività sane, in una situazione di persistente sfiducia e crollo del valore delle attività possono trovarsi in seria difficoltà. Tutto ciò ovviamente viene amplificato in un sistema finanziario altamente globalizzato ed integrato. E' stato proprio durante la crisi economica che questo effetto domino si è pienamente manifestato, amplificato dalle strette connessioni delle borse internazionali. Infatti, dopo il fallimento di Lehman Brothers, negli USA è scoppiato il panico, che ha portato alla corsa agli sportelli e ha messo in crisi anche gli altri colossi bancari e assicurativi del paese, che alla fine sono stati salvati grazie ad ingenti esborsi di denaro da parte della Federal Reserve (FED) e del Governo Federale. Sfortunatamente il panico non si è limitato soltanto agli USA, poiché l'interconnessione del sistema bancario mondiale, ha fatto sì che si diffondesse in tutto il mondo. In particolare ciò si è manifestato nei mercati finanziari europei che ancora oggi non si sono ripresi del tutto,

appunto vittime soprattutto dell'alta volatilità dei titoli bancari. Una soluzione parziale al problema della corsa agli sportelli per una banca è quella di mantenere un elevato rapporto tra capitale proprio e attività totali della banca (questo rapporto indica la perdita massima che una banca può sopportare sulle sue attività prima di fallire), e quindi cercare di contenere la leva finanziaria, o leverage (data dal rapporto fra le attività e il capitale proprio), ovviamente a scapito della possibilità di fare maggiori profitti, ma a vantaggio della stabilità del sistema bancario. Durante la crisi, i colossi finanziari americani, tra tutti le banche d'affari come Lehman Brothers, e le compagnie assicurative come AIG, utilizzavano una leva finanziaria altissima. Pertanto, dopo l'esperienza della crisi, le autorità di politica economica internazionale stanno cercando di assicurare che le banche ovunque nel mondo mantengano livelli di capitale più elevati, anche se ciò diventa difficile in un contesto finanziario altamente globalizzato.

I fallimenti bancari ovviamente non solo infliggono seri danni finanziari ai singoli risparmiatori, che perdono il loro denaro, ma minano anche la stabilità macroeconomica internazionale, spingendo le economie verso gravi recessioni o nel caso più catastrofico verso il collasso. Per questo motivo i governi tentano di prevenire i fallimenti bancari attraverso profonde regolamentazioni dei sistemi bancari interni. Negli USA, le principali misure di salvaguardia adottate sono le seguenti.

- 1) ASSICURAZIONE DEI DEPOSITI: la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) assicura i depositanti contro le perdite fino a \$250.000. Le Banche devono contribuire alla FDIC per coprire i costi assicurativi. Questa assicurazione dovrebbe scoraggiare la corsa agli sportelli per chi detiene meno di \$250.000 in banca.
- 2) OBBLIGHI DI RISERVA: costringono le banche a tenere parte delle loro attività in forma liquida, facilmente impiegabile per far fronte ad un improvviso deflusso di depositi. Gli obblighi di riserva, inoltre, sono un possibile strumento di politica economica dal momento che influenzano la relazione tra la base monetaria e gli aggregati monetari.
- 3) REQUISITI DI CAPITALIZZAZIONE E RESTRIZIONI SULLE ATTIVITA': come accennato prima, i regolamenti bancari negli USA, come quelli in tanti altri paesi, stabiliscono un livello minimo di capitale bancario per limitare la vulnerabilità del sistema bancario ai fallimenti. Inoltre vi sono anche delle norme che impediscono alle banche di detenere in portafoglio attività considerate "troppo rischiose".
- 4) ISPEZIONI BANCARIE: le banche sono soggette ad una supervisione periodica da parte di supervisori governativi che analizzano i loro bilanci per assicurarsi che quest'ultime rispettino i requisiti di capitalizzazione richiesti e le altre regolamentazioni.

In genere il principale supervisore è la Banca Centrale, ma questo ruolo può essere ottemperato anche da un'autorità di vigilanza autonoma.

- 5) **CONTRIBUTI DEL PRESTATORE DI ULTIMA ISTANZA (LENDER OF LAST RESORT):** le banche possono prendere a prestito dalle “finestre di sconto” (le c.d. discount windows) delle banche centrali o da altri strumenti messi a disposizione da quest'ultime. La Banca Centrale può utilizzare lo sconto, oltre che come strumento di politica monetaria, anche per evitare o isolare il panico bancario, sostenendo finanziariamente le banche che affrontano forti deflussi di capitale. In questi casi le Banche Centrali agiscono da Prestatori di ultima istanza (PUI) per le banche. Tuttavia se il prestatore di ultima istanza, da un lato fa sì che i risparmiatori hanno più fiducia nella capacità della banca di affrontare il panico, dall'altro lato incentiva le banche, forti della consapevolezza di non poter fallire, ad assumere rischi eccessivi. Quindi la banca centrale deve cercare di controbilanciare questi due aspetti, condizionando l'accesso ai servizi di prestatore di ultima istanza ad una buona gestione.
- 6) **SALVATAGGI E RISTRUTTURAZIONI ORGANIZZATI DAL GOVERNO:** il ruolo di prestatore di ultima istanza dovrebbe servire per aiutare le banche a superare temporanei problemi di liquidità. Tuttavia, nel momento in cui le perdite per una banca iniziano ad essere consistenti, prolungandosi nel tempo, è necessario che entrino in gioco le autorità di politica fiscale insieme ai soldi dei contribuenti. In questi casi, l'imminente fallimento di una banca può essere evitato grazie all'intervento del governo come gestore della crisi, ma spesso anche a spese della collettività. In alternativa, per salvaguardare i contribuenti, il governo può imporre delle perdite (haircuts) sulle richieste dei detentori di obbligazioni non garantite o dei risparmiatori non assicurati.

Per vedere quanto successo hanno avuto queste misure, basta vedere la seguente figura, che mostra la frequenza delle crisi bancarie nazionali nei paesi in via di sviluppo e nei paesi più ricchi, tra cui gli USA.

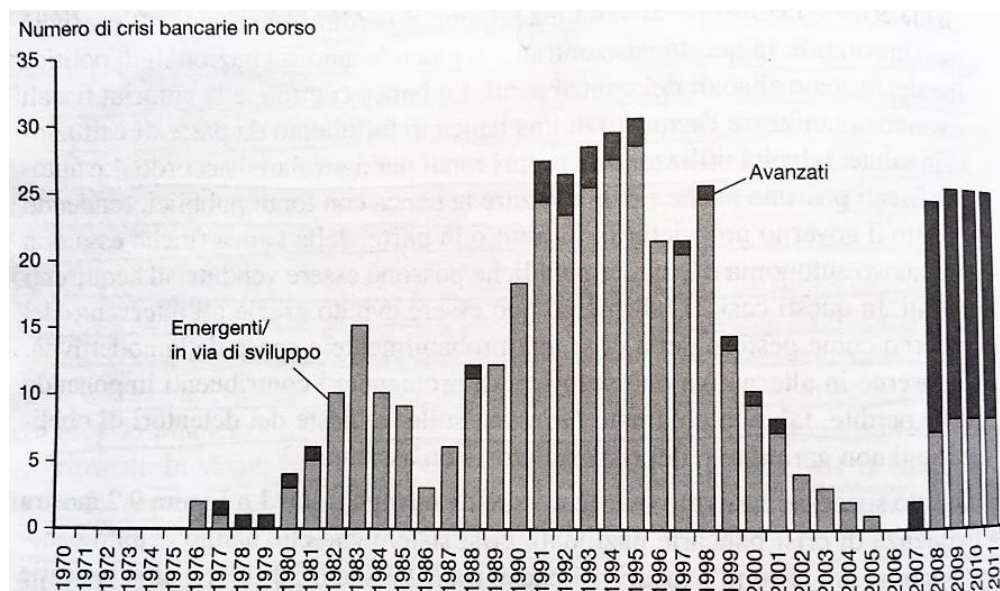


Figura 2.2. Frequenza delle crisi bancarie sistemiche, 1970-2011.

Come si può vedere, a partire dalla crisi del 2007 ci sono state molte più crisi bancarie nazionali nei paesi industrializzati rispetto a quelle che ci sono state nei paesi in via di sviluppo.

Le misure di salvaguardia appena elencate servono sia per supportare finanziariamente in caso di emergenza le banche e i loro clienti, sia per limitare l'assunzione imprudente di rischi da parte delle banche. Tuttavia, come già detto, bisogna tenere presente che la consapevolezza di un prestatore di ultima istanza e allo stesso modo quella di un intervento di salvataggio organizzato dal governo, potrebbero indurre le banche a concedere prestiti eccessivamente rischiosi ed a non curarsi adeguatamente delle perdite sugli investimenti. Questo è un classico caso di fallimento del mercato, si tratta di asimmetria informativa ex post, o meglio chiamata comportamento sleale (moral hazard). Infatti il moral hazard si verifica nel momento in cui un individuo presta meno attenzione per evitare un incidente poiché è coperto dall'assicurazione; in scienza delle finanze è uno dei fallimenti tipici del mercato assicurativo. Per colmare questa asimmetria informativa l'unica soluzione, anche se risolve il problema solo parzialmente (soprattutto in un contesto di banche internazionali), è data dalla supervisione da parte delle autorità nei confronti delle banche affinché rispettino i requisiti di capitale ed evitino di assumere rischi eccessivi. Ciononostante bisogna sempre considerare che è molto difficile che un governo nazionale lasci fallire una banca, perché ciò potrebbe avere effetti disastrosi sull'economia, soprattutto se questa è troppo importante dal punto di vista sistemico. In USA la gente è convinta che il governo segua la politica del "troppo grande per fallire", cioè quando una banca è troppo grande ed interconnessa nel sistema nazionale ed internazionale, un governo non può fare altro che salvarla. Inoltre dopo l'esperienza del fallimento della Lehman Brothers, ci si è resi conto che il fallimento di un'istituzione finanziaria così grande potrebbe rivelarsi insostenibile. Dunque ciò innesca un circolo vizioso che incentiva sempre più le banche ad

assumere rischi che, se le cose vanno bene, fruttano rendimenti elevati, ma se dovessero andare male rischierebbero di distruggere un sistema economico: questo rende sempre più instabile il sistema finanziario. Il problema del comportamento sleale e la natura globalizzata dell'attività bancaria, insieme, sono stati centrali durante la crisi del 2007.

2.4 Regolamentazione internazionale: come fanno a funzionare queste misure in un sistema bancario internazionale?

Fin qui abbiamo parlato dei problemi e dei tentativi di risoluzione di quest'ultimi in un sistema finanziario in generale, adesso andiamo a vedere come questi problemi vengono amplificati in un contesto finanziario internazionale e come i tentativi di risoluzione potrebbero rivelarsi inefficaci: vediamo quindi come agisce il Trilemma finanziario.

L'attività bancaria offshore, cioè tutta l'attività bancaria svolta fuori dai confini nazionali, implica un volume enorme di depositi interbancari; da ciò segue che i problemi riguardanti un'unica banca possono essere altamente contagiosi e diffondersi rapidamente alle banche con le quali si pensa che questa faccia affari. Pertanto, attraverso questo effetto domino che si viene a creare, un problema localizzato può innescare il panico nel sistema bancario su scala globale, come durante la crisi del 2007. Infatti le regolamentazioni bancarie utilizzate in USA, ma anche quelle usate in altri paesi, sono diventate ancora meno efficaci in un contesto internazionale in cui le banche possono spostare le loro operazioni in diverse giurisdizioni normative. Vediamo come si riduce l'efficacia delle regole di salvaguardia statunitensi viste prima.

- 1) L'assicurazione sui depositi diventa praticamente inesistente in un contesto finanziario internazionale. Infatti l'ammontare di assicurazione disponibile diventa troppo basso per coprire la dimensione dei depositi effettuati nell'attività internazionale; i depositi interbancari e le altre forme di finanziamento all'ingrosso non sono protetti. Inoltre spesso l'assicurazione sui depositi, obbligatoria in determinati paesi (come gli USA), spinge le banche internazionali a spostare le loro operazioni all'estero, in paesi in cui le assicurazioni sono pressoché inesistenti.
- 2) L'assenza di obblighi di riserva all'estero è stato uno dei fattori principali della crescita del commercio delle Eurovalute² Infatti le c.d. Eurobanche, cioè quelle banche che accettano depositi denominati in Eurovalute, hanno tratto un enorme vantaggio competitivo sfuggendo all'obbligo di riserva, visto come una sorta di tassazione implicita. Questo problema non poteva essere risolto in nessun modo da un singolo

² Eurovalute è il nome attribuito ai depositi valutari offshore, cioè a quei depositi denominati in una valuta diversa da quella del paese in cui la banca risiede.

paese da solo, poiché nessun paese poteva imporre riserve obbligatorie alle filiali estere delle proprie banche. Una soluzione a livello internazionale invece era ostacolata dalle difficoltà politiche e tecniche di trovare un accordo su un insieme uniforme di regole a livello internazionale e dal fatto che alcuni paesi erano riluttanti ad allontanare le banche rafforzando la regolamentazione. Infatti molti paesi per attrarre banche di grosse dimensioni imponevano obblighi di riserva minimi.

- 3) L'ispezione bancaria per far rispettare i requisiti di capitale e le restrizioni relative alle attività rischiose diventa più complessa in un contesto internazionale. Infatti in genere le autorità di regolamentazione bancaria nazionali controllano i bilanci delle banche nazionali e delle loro filiali estere su base consolidata, e sono meno attente nel controllare le sussidiarie e le affiliate estere, legate in modo più tenue alla banca madre, ma che possono influenzare la solvibilità di quest'ultima. Quindi le banche spesso hanno sfruttato ciò, spostando le attività rischiose che i regolatori nazionali avrebbero potuto contestare in paesi in cui ci sono meno vincoli. Questo processo prende il nome di "arbitraggio regolamentare". Inoltre spesso non si riesce a capire quale gruppo di regolatori abbia la responsabilità del controllo delle attività di un determinato gruppo bancario.
- 4) Per quello che riguarda il prestatore di ultima istanza, è difficile stabilire in un contesto finanziario internazionale quale banca centrale, se esiste, debba assumere questo ruolo. E' un problema simile a quello che sorge per la vigilanza. Infatti, dal momento che quando le banche centrali fungono da prestatori di ultima istanza aumentano l'offerta nazionale di moneta e possono quindi compromettere gli obiettivi macroeconomici interni, spesso in un contesto internazionale, in cui una banca centrale non può nemmeno controllare il comportamento di una banca localizzata all'estero, è restia ad estendere la sua copertura come prestatore di ultima istanza.
- 5) Infine per quello che riguarda la responsabilità governativa di un salvataggio, quando una banca ha attività e passività in diversi paesi, molti governi dovrebbero condividere la responsabilità operativa e finanziaria di un salvataggio o di una riorganizzazione. Dal momento che la collaborazione per una riorganizzazione sarebbe molto lunga e la chiusura causerebbe troppi danni a livello internazionale, spesso si preferisce salvare direttamente queste banche. Ciò incoraggia ancora di più l'assunzione di rischi da parte delle banche internazionali.

Tutte queste difficoltà nel regolamentare a dovere le istituzioni finanziarie internazionali mostrano che un Trilemma finanziario vincola ciò che i policy maker possono ottenere in un'economia aperta. L'obiettivo di un'autorità finanziaria globale è assai remoto, tuttavia, in

assenza di questa, i regolatori nazionali per quarant'anni hanno provato a riconciliare la crescente integrazione finanziaria con la stabilità attraverso un processo di cooperazione internazionale in continua crescita. Un esempio di questa collaborazione è dato dal Comitato di Basilea, che rimane il principale forum per la cooperazione tra banche centrali di differenti paesi.

2.5 Qualche cenno su Basilea: tentativi di cooperazione internazionale

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) è stato fondato alla fine del 1974 in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali (Bank of international settlements, BIS) di Basilea. Il Comitato è composto dai rappresentanti delle banche centrali e dalle autorità di vigilanza bancaria di 27 paesi. Il Comitato di Basilea è la più importante istanza normativa di regolamentazione bancaria al mondo e funge da forum per la cooperazione su questioni inerenti alla vigilanza bancaria. Il suo mandato consiste nel potenziare la vigilanza bancaria, promuovendo in tal modo la stabilità finanziaria. Fino ad oggi gli accordi ottenuti dal Comitato sono stati: Basilea I, in cui si è stabilita la suddivisione della responsabilità della supervisione delle istituzioni bancarie multinazionali tra nazione madre e nazione ospite. Durante questo primo accordo si è anche stabilito che gli ispettori delle banche della nazione madre avrebbero dovuto condividere le informazioni in loro possesso con gli ispettori del paese ospite. Infine si sono stabiliti dei requisiti minimi di capitale (l'8% delle attività). Questo primo accordo è stato rivisto con un secondo accordo, Basilea II (2004), il quale lo sostituiva. Basilea II mirava a rafforzare la normativa concernente la stabilità delle banche mediante la definizione di requisiti patrimoniali ed il miglioramento dei metodi di misurazione e di gestione dei rischi. Il contenuto del Nuovo Accordo si articolava su tre pilastri: requisiti di capitale minimi; processo di controllo prudenziale; disciplina di mercato. Il primo pilastro prevedeva un miglioramento della misura prevista da Basilea I, tuttavia Basilea II teneva conto, oltre che del rischio di credito, del rischio operativo (frodi, caduta dei sistemi, ecc.) e del rischio di mercato. Inoltre, per il rischio di credito, si prevedeva che le banche avrebbero potuto utilizzare metodologie diverse di calcolo dei requisiti, come sistemi di internal rating, con l'obiettivo di garantire una maggiore sensibilità ai rischi senza innalzare né abbassare, in media, il requisito complessivo. Il secondo pilastro comportava nuove norme più stringenti in materia di organizzazione e di controlli interni. Il terzo pilastro, infine, riguardava le regole, più particolareggiate rispetto a prima, per garantire la massima trasparenza dell'informativa al pubblico. Le banche avrebbero dovuto rendere pubbliche le informazioni sul proprio processo di gestione e controllo dei rischi assunti.

Tuttavia, la crisi finanziaria del 2007, rivelò le debolezze di Basilea II, perciò nel 2010 il Comitato di Basilea propose un insieme più stringente di standard di capitale e di misure di salvaguardia per le banche internazionali, Basilea III. Il nuovo ordinamento di Basilea rende più difficile alle banche aggirare i requisiti di capitale. Basilea III, inoltre, propone di introdurre due indicatori, il Liquidity Coverage Ratio, che prevede che alle banche sia richiesto di mantenere sufficiente liquidità o obbligazioni altamente liquide per coprire trenta giorni di uscite di capitale, ed il Net Stable Funding Ratio, che cerca di limitare l'affidamento delle banche sul finanziamento all'ingrosso a breve termine.

Una preoccupazione che sorge dal terzo accordo, Basilea III, è che si basi troppo su una prospettiva microprudenziale, piuttosto che su una macroprudenziale. Infatti non è sufficiente che le autorità di vigilanza assicurino che ogni istituzione finanziaria sia solida (prospettiva microprudenziale), perché ciò non significa che il sistema nel suo complesso sarà stabile e funzionerà bene (prospettiva macroprudenziale). Poiché misure che renderebbero solida un'istituzione potrebbero mettere a rischio il sistema economico nel suo complesso, se implementate simultaneamente da più istituzioni finanziarie. Infatti per prospettiva microprudenziale si intende una prospettiva che prende in considerazione soltanto un singolo istituto, cercando di assicurare che questo sia solido. Questa prospettiva non tiene in considerazione il sistema finanziario nel suo complesso, che in tal modo potrebbe essere messo a rischio, poiché misure che renderebbero più resistente una singola istituzione, potrebbero danneggiare le altre e quindi tutto il sistema. Per esempio, i requisiti di capitale di Basilea, associano le attività ad un determinato grado di rischio per determinare l'ammontare di capitale che le banche devono detenere, quindi se ci fossero due attività, Alfa e Beta, con rendimenti simili, ma secondo Basilea Beta ha un grado di rischio maggiore, tutte le banche vorrebbero detenere Alfa, ma in tal modo il sistema sarebbe più vulnerabile nel suo insieme ad una caduta del prezzo di Alfa. Se invece le banche diversificassero fra Alfa e Beta il loro portafoglio, ciò non accadrebbe. La prospettiva microprudenziale è in un certo senso miope, poiché non vede il sistema nel suo complesso, ma si sofferma soltanto al benessere passeggero di un singolo istituto. Invece la prospettiva macroprudenziale tiene conto del sistema nel suo complesso, cercando di evitare che azioni benefiche per un singolo istituto si possano rivelare catastrofiche per il sistema nel suo complesso; essa prende in considerazione gli effetti sistemici delle decisioni bancarie.

Pertanto per implementare la collaborazione internazionale fra i sistemi bancari è necessario, in primis, che tutti i paesi (anche quelli che, attraendo banche di grandi dimensioni, traggono vantaggio dall'aver una scarsa regolamentazione) siano disposti a collaborare tra di loro. Inoltre è molto importante cercare di implementare prospettive di vigilanza macroprudenziali,

che tengano conto del sistema economico nel suo complesso. Dal punto di vista del Trilemma finanziario è necessario sacrificare la vigilanza interna sul sistema bancario, in favore di un'autorità di vigilanza sovranazionale. Il Comitato di Basilea potrebbe essere un buon inizio, ma è necessario che vengano implementati dei sistemi più adeguati di collaborazione per cercare di coinvolgere più paesi.

CAPITOLO 3. L'UNIONE EUROPEA: PROBLEMI INTRINSECHI, CRISI E TRILEMMA FINANZIARIO

3.1 Brevi cenni sull'Unione Europea

L'Unione europea (UE) è un'unione economica e politica tra 28 paesi, unica nel suo genere, creata all'indomani della Seconda guerra mondiale con l'obiettivo di promuovere innanzitutto la cooperazione economica.

Nel 1958 è stata creata la Comunità economica europea (CEE), che ha intensificato la collaborazione economica tra sei paesi: Belgio, Germania, Francia, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi. Da allora, è stato creato un grande mercato unico che continua a svilupparsi per realizzare appieno le sue potenzialità.

Quella che era nata come un'unione puramente economica è diventata col tempo un'organizzazione attiva in tutta una serie di settori che vanno dal clima all'ambiente, alla salute, alle relazioni esterne alla sicurezza, alla giustizia e all'immigrazione. Per riflettere questo cambiamento, nel 1993 il nome di Comunità economica europea (CEE) è stato sostituito da Unione europea (UE).

L'Unione Europea potrebbe essere definita come “un'area valutaria ottimale” (anche se molti economisti, come Paul R. Krugman, non la ritengono tale), infatti è caratterizzata da un gruppo di nazioni con economie strettamente integrate fra di loro attraverso lo scambio di prodotti e servizi e la mobilità dei fattori. Con la nascita dell'Euro, la moneta unica europea, i Paesi membri hanno dato vita ad una vera e propria Unione Economica e Monetaria (UEM), rinunciando ad una parte ancora maggiore della sovranità sulle loro politiche monetarie nazionali. Infatti essi hanno rinunciato completamente alle loro monete nazionali e hanno affidato il controllo delle loro politiche monetarie ad una comune Banca Centrale Europea (BCE, ispirata al modello tedesco della Bundesbank). Tuttavia questi paesi hanno mantenuto a livello nazionale la politica fiscale e gran parte delle decisioni di carattere prettamente politico. Pertanto, la politica monetaria e quella fiscale non possono essere coordinate tra di loro in maniera tale da ottenere obiettivi congiunti, perché ogni paese utilizza la politica fiscale per i suoi obiettivi interni, invece la BCE utilizza la politica monetaria per raggiungere obiettivi condivisi a livello europeo. Per queste ragioni il sistema bancario europeo presenta dei problemi maggiori, dettati da un'incoerenza tra le politiche economiche a disposizione, e merita una trattazione più dettagliata e complessa. Infatti il Trilemma finanziario assume caratteristiche peculiari.

3.2 I problemi sottostanti l'Unione Europea e le debolezze intrinseche emerse con la crisi

La crisi finanziaria ha mostrato le debolezze di un sistema bancario fragile e frammentato e di un'Unione Europea impreparata a gestire shock finanziari improvvisi. Infatti, ha fatto emergere oltre ai potenziali squilibri di fondo, e agli abusi ed eccessi da parte dei vari policy maker, i limiti intrinsechi alla struttura originale dell'integrazione monetaria. Per questo motivo, dopo lo scoppio della crisi, si è iniziato a parlare di misure necessarie per migliorare e consolidare la struttura dell'Eurozona: per fare ciò si è pensato alla necessità di creare un'Unione bancaria ed una fiscale. Per quel che riguarda l'Unione bancaria, i vertici europei da anni si stanno impegnando per cercare di ottenerla, anche se ad oggi non è ancora perfettamente completa; per quel che riguarda l'Unione fiscale, invece, ancora non si è riusciti a trovare un accordo.

Tuttavia per capire meglio ed analizzare le misure necessarie al rafforzamento dell'Unione Europea, è necessario prima di tutto capire quali aspetti caratterizzano quest'area e il modo in cui si è propagata la crisi. Ci sono quattro macro-aspetti che possono essere individuati come cruciali per la diffusione della crisi in Europa.

3.2.1 Grado di penetrazione delle banche nell'Eurozona

Il primo aspetto da considerare è il grado di penetrazione delle banche nel sistema economico europeo, rispetto alle altre area (soprattutto l'area anglo-sassone), il quale ha accentuato l'impatto della crisi, e gli effetti sull'economia reale. Infatti i sistemi bancari europei risultano essere troppo grandi se comparati con le dimensioni delle economie in cui sono situati, o con alti indicatori, come ad esempio il reddito delle famiglie e la ricchezza. Il credito bancario è maggiore rispetto a quello racimolato attraverso altre forme, come azioni o obbligazioni. Inoltre negli anni passati i sistemi bancari europei sono cresciuti notevolmente e si sono caratterizzati per la concentrazione dei crediti in banche di grosse dimensioni che col tempo hanno fatto aumentare la loro leva finanziaria, rendendo l'area sempre più instabile. Infatti nel periodo antecedente la crisi le attività delle banche crebbero notevolmente attraverso l'acquisto di attività statunitensi, ma anche a causa dell'acquisto di debito pubblico di paesi europei e dei prestiti per finanziare i consumi, l'investimento immobiliare e i mutui. Pertanto, si può dire che in questo decennio l'Europa ha accentuato la sua vulnerabilità ad una possibile crisi bancaria. Quando la crisi ha colpito l'Europa, infatti, le banche erano ormai diventate "troppo grandi per fallire" e l'unica soluzione a disposizione dei policy makers è stata quella di salvarle attraverso i soldi dei contribuenti (il c.d. bail-out, salvataggio dall'esterno). Infatti la crisi ha mostrato che i governi nazionali hanno soltanto saputo utilizzare i soldi pubblici a sostegno dei depositi domestici, preoccupandosi soltanto delle filiali presenti nel loro paese.

Tutto ciò indica che l’Eurozona fa un minor ricorso al mercato diretto dei capitali (borse valori) rispetto agli Usa e al Regno Unito, quindi si trova più esposta a tutti gli shock che colpiscono il sistema bancario. Anche l’evidenza empirica (Veron 2013) mostra una correlazione fra lo sviluppo del finanziamento non bancario e la resistenza (resistance) al rischio sistemico nelle economie avanzate.

Come si può vedere dalla seguente tabella, la dimensione del sistema bancario europeo indica quanto questo sia grande ed importante per l’Eurozona.

	Relative size of the banking system ¹	Total assets / GDP (%)	Credit to the private sector / GDP (%)	Concentration (%) ²	Branches / Million inhabitants	Foreign penetration (%) ³
Germany	17,4	284	97	33,0	451	5
Austria	2,7	379	112	36,5	530	9
Belgium	2,4	279	75	66,3	344	38
Bulgaria	0,1	106	71	50,4	523	71
Cyprus	0,3	636	326	62,5	1005	85
Denmark	2,1	376	199	65,6	252	4
Slovakia	0,1	78	50	70,7	195	85
Slovenia	0,1	139	85	58,4	338	53
Spain	8,9	377	160	51,4	815	59
Estonia	0,1	119	77	89,6	132	81
Finland	1,4	311	99	79,0	260	26
France	15,7	335	106	44,6	587	18
Greece	0,9	211	118	79,5	326	73
Netherlands	6,2	449	178	82,1	147	70
Hungary	0,2	111	54	54,0	335	17
Ireland	2,3	609	155	56,9	232	86
Italy	6,5	182	112	39,7	548	15
Latvia	0,1	124	65	64,1	196	55
Lithuania	0,1	66	49	83,6	229	81
Luxembourg	1,7	1725	302	33,1	387	91
Malta	0,1	785	152	74,5	256	62
Poland	0,8	88	54	44,4	394	9
Portugal	1,1	300	152	70,0	594	50
UK	24,4	550	155	40,6	184	50
Czech Republic	0,4	116	55	61,5	200	86
Romania	0,2	63	39	54,7	285	84
Sweden	3,7	400	135	57,4	198	8

¹. Country's banking assets / Total EU banking assets

². Share of assets of 5 largest institutions by balance sheet

³. Number of foreign institutions (EU and non-EU) / Total institutions (domestic and foreign)

Source: AFI using ECB data (consolidated)

Tabella 3.1. Caratteristiche strutturali del settore bancario europeo.

3.2.2 Il circolo vizioso banche-debito pubblico

Il secondo problema che va evidenziato è quello che gli economisti hanno definito circolo vizioso (doom loop) tra banche e debito pubblico nazionale, caratterizzato dal legame biunivoco tra sofferenza delle banche e problemi di indebitamento dei governi nazionali. Questo legame può essere scomposto in tre fasi, mostrate nella figura seguente.

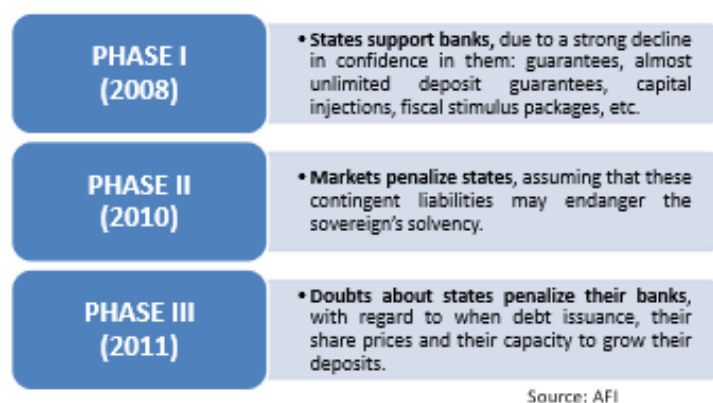


Figura 3.1. Fasi della crisi finanziaria dell'Eurozona.

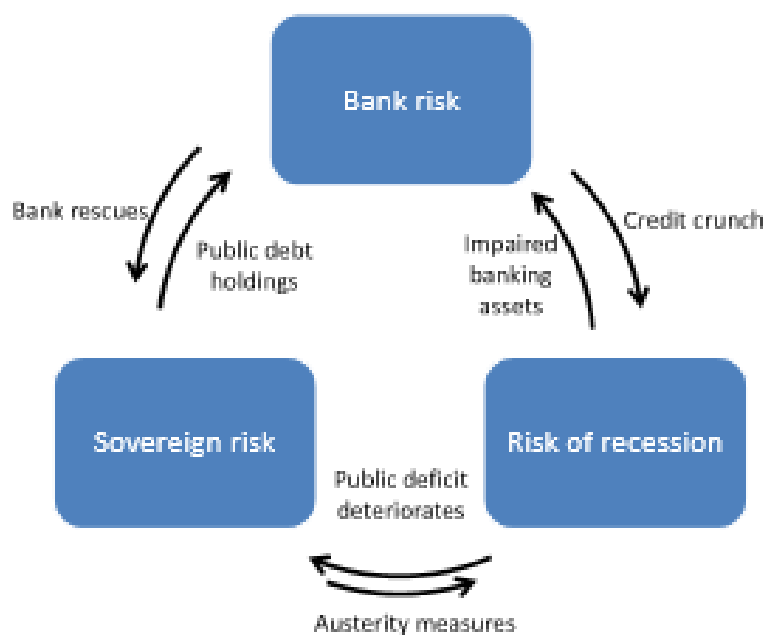
La presenza di questo circolo vizioso rappresenta la caratteristica sostanziale che ha differenziato l'impatto della crisi nell'Eurozona rispetto alle altre economie; infatti la crisi inizialmente è approdata in Europa come crisi del debito sovrano. Vediamo come ha funzionato questo circolo vizioso. Il deterioramento dei bilanci delle banche ha fatto aumentare la probabilità di un'assistenza pubblica nei loro confronti, abbassando a sua volta il rating dei titoli di stato, che sono diventati meno sicuri a causa della maggiore probabilità di default sovrano. Tuttavia, i maggiori detentori dei titoli di stato nazionali erano le banche stesse, che in tal modo hanno visto deteriorare le loro attività ed aumentare la probabilità di un fallimento. Il timore di una possibile insolvenza era ed è un problema specifico dell'area euro, dal momento che i governi non possono stampare moneta autonomamente. Pertanto se i mercati si aspettano un default, richiederanno al governo tassi di interesse più alti, e se il governo non trova i soldi per pagare questi tassi più elevati, non potrà ripagare il debito e si dichiarerà insolvente. Dato che negli ultimi anni i bilanci delle banche erano cresciuti molto, l'indebolimento delle banche rafforzava la probabilità di default sovrano. Infatti i paesi che avessero dovuto supportare le loro banche attraverso fondi pubblici avrebbero dovuto prendere denaro a prestito, con l'emissione di titoli di stato, facendo aumentare in tal modo il livello del debito pubblico e quindi la paura di un default sovrano. Inoltre, la precarietà del credito di ciascun governo ha ridotto la solvibilità delle banche nazionali. Infatti, le banche erano le maggiori detentrici dei titoli di stato dei loro governi, e quando il prezzo di quei titoli è crollato³, le attività delle banche e il loro capitale si sono ridotti. Oltre a ciò, anche i finanziatori delle banche, da parte loro, hanno capito che se il governo non poteva ottenere denaro, non sarebbe nemmeno stato in grado di sostenere ulteriormente le banche. Quindi a causa di questo circolo vizioso, il denaro è defluito dalle banche nei paesi in cui i governi avevano problemi di indebitamento, i quali hanno

³ A tal proposito c'è una formula che mostra la relazione inversa tra il prezzo di un titolo e il tasso di interesse:

$$P = \frac{\text{RIMBORSO DEL TITOLO}}{(1+i)}$$

subito un arresto del credito privato e, per evitare il fallimento delle banche, la BCE è dovuta intervenire come prestatore di ultima istanza. La crisi, pertanto, è passata da finanziaria a reale: i tagli fiscali e la riduzione del credito hanno fatto diminuire la produzione, che a sua volta ha fatto aumentare la disoccupazione.

Il risultato di questo sistema mal funzionante è stato un enorme esborso di soldi pubblici, dei contribuenti, che i governi nazionali hanno utilizzato per ricapitalizzare le loro banche durante la crisi. Tra l'ottobre del 2008 e l'ottobre del 2013 la Commissione europea ha autorizzato più di 400 istanze di sussidio statale al settore finanziario, che hanno implicato circa €4.5 mila miliardi sborsati dai contribuenti, di cui €1.6 mila miliardi sono stati utilizzati per salvare le banche dell'UE. L'assenza di un meccanismo comune di risoluzione per le crisi bancarie ha intensificato questo circolo vizioso tra il debito sovrano e le banche. Inoltre la mancanza della possibilità di far ricorso al finanziamento monetario a livello nazionale ha reso questo circolo ancora più devastante per i paesi europei. Fortunatamente, però, questa spirale è stata parzialmente frenata quando la BCE ha abbandonato le sue passività e a luglio del 2012 ha annunciato di essere preparata a fare tutto il possibile per evitare una disgregazione dell'area euro e sei settimane più tardi ha svelato un programma chiamato Transazioni Monetarie Dirette (in inglese Outright Monetary Transaction, OMT), all'interno del quale la BCE avrebbe fatto ciò: acquistare titoli di Stato, potenzialmente senza limiti, per evitare l'aumento eccessivo dei tassi di interesse. Tuttavia questo programma non ha eliminato il problema del circolo vizioso, ma lo ha soltanto attenuato in quella particolare circostanza.



Source: AFI

Figura 3.2. Le tre componenti del circolo vizioso durante la recente crisi.

3.2.3 Convergenza dei tassi di interesse e diversificazione verso i paesi più deboli

Con l'eliminazione del rischio di cambio tra i paesi dell'area euro, dovuta alla creazione della moneta unica, i rendimenti sui titoli di stato si avvicinarono, rendendo i differenziali tra i tassi di interesse (il c.d. spread) molto piccoli. Questa situazione, unita alla convinzione che nessun paese europeo avrebbe mai potuto dichiarare default, incoraggiò alcuni paesi dell'Europa meridionale (tra cui la Grecia, il Portogallo, la Spagna) ad aumentare la spesa pubblica e l'indebitamento. Inoltre i bassi tassi di interesse stimolarono anche l'indebitamento delle famiglie e il boom del mercato immobiliare (soprattutto in Spagna ed in Irlanda). Questo incremento della spesa e dei consumi fece aumentare l'inflazione nei paesi periferici dell'Eurozona, causando un apprezzamento reale delle loro valute rispetto ai loro partner commerciali, con la conseguente perdita di competitività. A causa di ciò questi paesi accumularono ampi disavanzi di conto corrente e debito estero. Il problema si acuì con lo scoppio della crisi in USA che rallentò la crescita. A questo punto, questi paesi, che non avevano la possibilità di svalutare la propria valuta per migliorare il saldo del conto corrente, si trovarono in serie difficoltà. Pertanto gli investitori iniziarono a ritirare denaro da questi paesi e dalle loro banche, che sperimentarono un forte deflusso di capitali. I problemi più evidenti si diffusero in Grecia, i cui titoli di stato furono declassati da tutte le agenzie di rating e gli interessi sul debito divennero insostenibili, a tal punto che dovettero intervenire gli altri paesi europei e il Fondo Monetario Internazionale, concedendo un prestito da €110 miliardi. Da qui in poi la crisi si diffuse a macchia d'olio in tutta l'Europa, alimentata dalla paura che gli altri paesi dell'Europa meridionale avessero fatto la stessa fine della Grecia.

Un problema strettamente legato a quello precedente fu la diversificazione di portafoglio. Infatti, gli investitori dei paesi europei più ricchi, con ampi surplus in conto corrente, ma anche quelli di paesi come USA, Giappone, Regno Unito e Svizzera, iniziarono ad investire nei paesi della periferia europea, convinti del fatto che la moneta unica e l'armonizzazione delle norme fiscali avessero eliminato i rischi e trovando questi paesi attraenti per dei potenziali guadagni. Le banche giocarono un ruolo cruciale in queste diversificazioni di portafoglio. Il risultato di questa diversificazione fu una grande concentrazione dei prestiti nei paesi della periferia europea, che in tal modo divennero enormemente esposti ad improvvisi deflussi di capitale. Tutto ciò creò notevoli squilibri tra le bilance dei pagamenti di paesi appartenenti ad un mercato unico e aventi la stessa valuta. Infatti nel momento in cui scoppiò la crisi, ed emerse la consapevolezza che questi paesi non sarebbero più stati in grado di ripagare i loro debiti, si sperimentò un largo deflusso di capitali dalla periferia dell'Europa, che peggiorò ancora di più la situazione.

3.2.4 Una sintesi

In sintesi, le facili condizioni di credito, l'integrazione finanziaria e l'ottimismo che hanno caratterizzato l'Eurozona subito dopo la nascita dell'Unione monetaria, hanno portato ad un eccessivo indebitamento ed alla creazione di una bolla speculativa dei prezzi. In questo processo le banche divennero sempre più esposte al rischio di un collasso della periferia dell'Eurozona e sempre più grandi ed integrate, a tal punto che per alcuni governi nazionali sarebbe stato impossibile salvarle in caso di crisi se non attraverso il ricorso ai soldi dei contribuenti. Questi problemi portano alla formulazione del Trilemma finanziario, che in Europa può essere definito più come un Trilemma finanziario/fiscale, il quale implica che in un ambiente integrato dal punto di vista finanziario, come quello attuale, l'integrazione finanziaria e le politiche fiscali e finanziarie a livello nazionale non vanno d'accordo con la stabilità finanziaria.

3.3 I tentativi nazionali di risoluzione della crisi

Già a partire dal 2009, D. Schoenmaker (2009) sosteneva che le politiche utilizzate a livello nazionale per la risoluzione della crisi stavano indebolendo il mercato bancario europeo, poiché l'Europa si trovava di fronte ad un Trilemma.

La struttura dei singoli mercati bancari venne architettata per delle banche che svolgevano gran parte delle loro attività all'interno dei confini nazionali e si limitavano a qualche operazione con gli altri paesi europei. Tuttavia, ciò non è durato a lungo, infatti gran parte dell'attività delle banche europee, come ad esempio Deutsche Bank, BNP Paribas, Unicredit, avviene all'estero piuttosto che nel loro territorio nazionale. Quando i mercati bancari si sono trovati in crisi, le misure adottate dai supervisori nazionali non si sono rivelate adeguate a migliorare il sistema. Pertanto, Schoenmaker (2009) sosteneva che per salvare i singoli mercati bancari dell'Unione Europea l'unica soluzione a disposizione dei policy maker era quella di cedere la loro sovranità nazionale a livello europeo, cercando di creare alcune regole comuni di sorveglianza, di risoluzione e di condivisione dei rischi.

I governi nazionali, durante la crisi, hanno utilizzato i soldi dei contribuenti a sostegno dei depositi domestici, preoccupandosi soltanto delle filiali presenti nel loro paese, come è avvenuto durante il fallimento delle tre banche islandesi e quello della banca Fortis.

Inoltre i governi nazionali, in seguito allo scoppio della crisi, hanno cercato di limitare l'integrazione finanziaria, facendo un'inversione di tendenza e cercando di limitare il flusso di capitale e le operazioni transnazionali delle loro banche. Ciò ha indebolito ulteriormente l'UE ed il sistema bancario, perché, affinché la politica monetaria comune sia efficace, è necessario che il sistema finanziario sia ben integrato. Quindi la soluzione di una "disintegrazione" finanziaria porterebbe soltanto verso la dissoluzione dell'Unione Europea.

3.3.1 Riduzione del credito e frammentazione finanziaria

Le misure nazionali adottate dopo la crisi, e la crescente riluttanza delle banche nel concedere prestiti stanno rischiando di minacciare ulteriormente la debole struttura dell'UE. Durante la crisi, nonostante i soldi pubblici sborsati dai governi nazionali, e i bassissimi tassi di interesse delle Banche Centrali, si è verificata una stretta del credito (che continua parzialmente ancora oggi) da parte delle banche nei confronti di imprese e famiglie, che ha peggiorato ulteriormente la recessione. Tuttavia questo non è stato solo un problema dell'Europa, ma anche di molti altri paesi; infatti anche negli USA, nonostante gli esborsi di denaro da parte della FED e del Governo Federale, le banche non hanno concesso più di tanti prestiti. Oltre alla stretta creditizia, la crisi ha indebolito enormemente l'integrazione finanziaria dell'Eurozona, poiché molti paesi hanno fatto un'inversione di tendenza, spingendo le loro banche a ridurre le loro attività estere e acquistare quelle nazionali. C'è stata una sorta di "nazionalizzazione" delle banche, esplicitamente indicata dall'elevata quantità di debito pubblico nazionale detenuto da queste stesse. Le variazioni e le differenze nei tassi di interesse visibili soprattutto nelle economie periferiche (i c.d. PIIGS, Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) riflettono la mancanza di una completa integrazione finanziaria. Le differenze tra i tassi di interesse sui prestiti bancari, post-crisi, offerti ad imprese e famiglie mostrano le differenze nelle condizioni di finanziamento bancario che vanno oltre le condizioni economiche specifiche di ciascun paese. Inoltre nelle economie che stavano affrontando problemi finanziari ed economici, le condizioni dei prestiti erano ancora più restrittive per le piccole e medie-imprese (le c.d. SMEs); ciò si è rivelato problematico, dal momento che queste non hanno tante altre fonti di finanziamento. Inoltre se consideriamo che in Europa l'economia dipende molto dal finanziamento delle banche il problema diventa ancora più intenso. Infatti questo fenomeno ha portato a differenze di competitività per le imprese dei singoli mercati nazionali dell'EMU, penalizzando le imprese dei paesi periferici. La frammentazione del sistema finanziario che si è venuta a creare in seguito alla crisi minaccia il futuro dell'UE, poiché rende meno efficace il propagarsi della politica monetaria della BCE. Infatti la mancanza di una piena integrazione impedisce alla politica monetaria di diffondersi in maniera uniforme all'interno dei paesi dell'Eurozona, implicando differenze significative all'interno di un mercato unico.

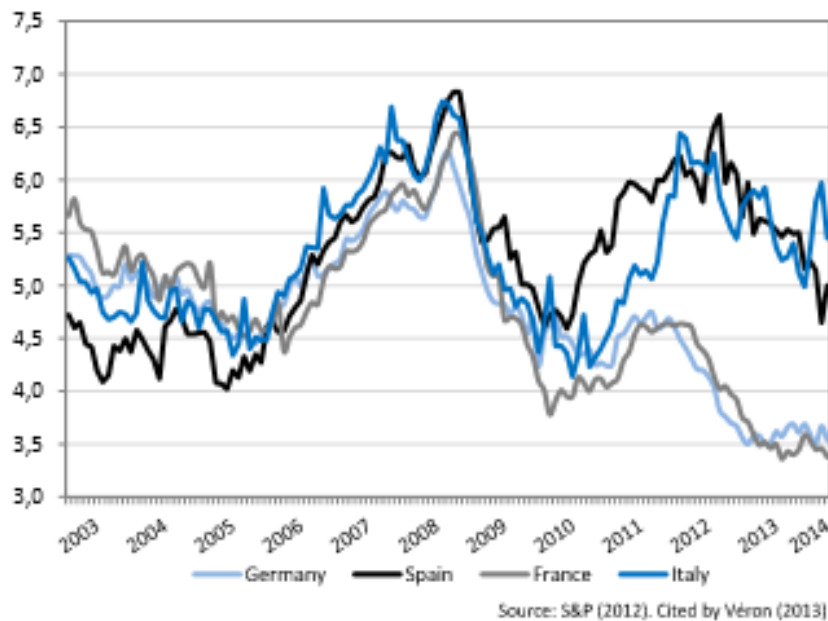


Figura 3.3. Tassi di interesse su nuove emissioni di credito per le SMEs.

Ammontare meno di 1 milione di euro e durata media 1-5 anni (%)

3.4 Cosa abbiamo imparato dalla crisi?

Da questa analisi è evidente che alla base la struttura dell'UE è imperfetta, e ciò comporta notevoli problemi: infatti gli stati europei condividono una valuta comune ma non possono utilizzarla liberamente per far fronte a problemi di indebitamento sovrano o per dare liquidità alle loro banche in caso di shock finanziari. Inoltre la politica monetaria è in mano alla BCE, invece quella fiscale è rimasta in mano ai governi nazionali. Ciò implica che le due politiche non possono essere utilizzate in modo congiunto per raggiungere determinati obiettivi.

Pertanto: quali sono le principali lezioni imparate dalla crisi e dalle quali si può partire per migliorare il sistema e cercare di evitare che si ripetano in futuro? Guido Tabellini (2015) sostiene che dalla crisi emergono due lezioni principali: la prima è che l'Eurozona non ha delle istituzioni e dei metodi adeguati per far fronte alla gestione della domanda aggregata; la seconda, collegata alla prima ma più importante ai fini della nostra analisi, mostra che l'Eurozona si trova di fronte ad un Trilemma finanziario-fiscale, infatti non può avere contemporaneamente integrazione finanziaria, stabilità finanziaria e una politica fiscale e di sorveglianza sulle banche a livello nazionale. Uno di questi tre obiettivi deve essere ceduto, non è possibile raggiungere più di due obiettivi contemporaneamente.

Analizziamo la prima lezione. La debolezza della domanda aggregata ha aggravato e prolungato la crisi finanziaria nei paesi dell'Europa meridionale (cioè i paesi con un debito pubblico più elevato). Infatti quando i paesi vengono colpiti da un arresto improvviso di capitali in entrata, la politica fiscale non ha molte alternative se non quella di diventare restrittiva, e le banche

devono imporre una stretta creditizia poiché sono costrette a ridurre la leva finanziaria. Pertanto, per evitare una recessione, è necessaria una gestione comune a livello europeo della domanda aggregata. Ma questo non è avvenuto, e tutt'ora non avviene. La politica monetaria utilizzata dalla BCE (oltre al fatto che non è intervenuta abbastanza tempestivamente), da sola non può migliorare la condizione di questi paesi, anche perché i tassi di interesse vicini allo zero, e quindi il rischio di cadere nella c.d. "trappola della liquidità", limitano gli obiettivi che questa può raggiungere. In circostanze estreme la politica monetaria e quella fiscale devono essere utilizzate in modo congiunto. Il problema è che l'Europa non ha ancora una politica fiscale comune, e i paesi dell'Europa del nord stanno accumulando grandi surplus della bilancia commerciale, sottraendo domanda agli altri paesi più deboli dell'Eurozona. Questa inadeguatezza nella gestione della domanda non è solo frutto di errori dei policy makers ma riflette anche il disegno istituzionale dell'Eurozona. Infatti le caratteristiche istituzionali che portano a questo problema di gestione della domanda aggregata dovrebbero essere corrette, innanzitutto cambiando il mandato della BCE (che attualmente è quello di mantenere la stabilità dei prezzi, e rallenta le risposte di politica monetaria), poi rimuovendo i limiti al finanziamento monetario con l'obiettivo di facilitare un'espansione fiscale e monetaria coordinata, e infine dando all'Eurozona la possibilità di emettere e mantenere un suo debito. Tuttavia si sta lavorando per fare ciò, ma attualmente non si hanno delle certezze, soprattutto a causa della riluttanza di alcuni paesi nell'implementare queste norme, dovuta soprattutto ai rischi asimmetrici nei vari paesi dell'Eurozona, ed alla paura di creare un sistema di redistribuzione dai paesi più ricchi a quelli più poveri. Inoltre si pone anche un problema di azzardo morale. Per quanto riguarda il Trilemma finanziario, invece, è necessaria un'analisi più approfondita, poiché è stato partendo dal trade-off che esso implica che in Europa è iniziata un'ondata di riforme volte a modificarne l'assetto istituzionale iniziale.

3.5 Il Trilemma finanziario in Europa

L'Eurozona si trova davanti ad un trilemma: il Trilemma finanziario. Tuttavia, il circolo vizioso banche-debito pubblico e la struttura complessa dell'UE, caratterizzata da una politica monetaria unica e da politiche fiscali nazionali, fanno sì che per l'Eurozona sarebbe più opportuno parlare di Trilemma finanziario-fiscale, così come sostiene M. Obstfeld (2013).

Il problema dell'Eurozona è quello di mantenere la stabilità finanziaria, in presenza di piena integrazione finanziaria, quindi è necessario che i singoli paesi europei non solo derogino a livello europeo la gestione del sistema finanziario, ma anche il controllo della politica fiscale. Infatti, in un contesto finanziario altamente integrato, in cui le banche possiedono un'ingente quantità di attività estere, un governo nazionale non ha risorse finanziarie e fiscali sufficienti

per sostenere le banche e mantenere la stabilità, come si è visto durante crisi. Inoltre, bisogna precisare che in Europa il Trilemma finanziario è caratterizzato dal fatto che deve essere mantenuta a tutti i costi l'integrazione finanziaria, perché se così non fosse la politica monetaria non avrebbe modo di diffondersi uniformemente in tutti i paesi membri e il mercato unico europeo dei beni e servizi non potrebbe più funzionare. Senza integrazione finanziaria verrebbe meno anche la stessa Unione Europea vista come mercato unico integrato economicamente, pertanto l'integrazione finanziaria diventa un punto fisso nel Trilemma finanziario per l'Europa, comportando che l'unica soluzione a disposizione dei policy makers per mantenere la stabilità del sistema finanziario è quella di derogare a livello europeo la vigilanza del sistema finanziario. L'integrazione finanziaria espone gli stati membri più deboli al rischio di un improvviso deflusso di capitali; che può essere ridotto attraverso meccanismi di sorveglianza ed evitando l'accumulazione di grossi squilibri finanziari, anche se non scompare mai, soprattutto durante una crisi finanziaria sistemica. Se si verifica un arresto improvviso di capitali in entrata, una c.d. "fuga di capitali", un paese europeo non può contare solo su strumenti fiscali per gestirlo (ricordiamoci che la politica monetaria è gestita dalla BCE), perché il settore finanziario è troppo grande. Inoltre, i paesi dell'Eurozona, anche se è bene ricordare che il rischio di cambio, cioè di uscire dall'area euro, è ben presente ai mercati finanziari, non possono svalutare la propria valuta, in modo tale da migliorare la loro condizione, facendo aumentare le esportazioni e bilanciando i flussi finanziari in uscita; quindi in una situazione di crisi si troveranno in grave difficoltà, come è successo alla Grecia durante la recente crisi. Infatti il motivo per cui si pensava ad un'uscita della Grecia dall'Eurozona, c.d. "Grexit", era quello di far in modo che il governo greco, non più vincolato dall'euro, avrebbe potuto svalutare la sua valuta nazionale, la dracma, facendo diminuire l'onere del debito pubblico senza dichiarare default. Inoltre, a peggiorare tutto ciò, durante un arresto improvviso di capitali la c.d. spirale banche-stato diventa inevitabile. Infatti succede che: da un lato la perdita di valore subita dai titoli di stato deteriora le attività nazionali possedute dalle banche; dall'altro la crisi bancaria e la stretta del credito trascinano l'economia verso la recessione e riducono il gettito fiscale. In questi casi lo stato non solo non può aiutare le banche, ma può anzi peggiorare la loro situazione, dal momento che il suo debito pubblico può portare a delle crisi di sfiducia. Inoltre non c'è nemmeno la possibilità di stampare nuova moneta per far fronte alla situazione di crisi.

Pertanto, per mantenere l'integrazione finanziaria ed evitare crisi future, l'Europa deve essere in grado di disporre di risorse fiscali comuni con cui affrontare crisi bancarie sistemiche e crisi di fiducia sul debito sovrano. Quindi deve muoversi verso un'Unione bancaria e fiscale. Per quanto riguarda l'Unione bancaria (di cui parleremo dopo in maniera più approfondita), l'Europa attualmente si trova a buon punto, anche se non è ancora completa. I primi timidi passi

verso una forma iniziale di Unione bancaria sono iniziati con la nascita del Meccanismo europeo di stabilità⁴ (European Stability Mechanism ESM), detto anche Fondo salva-Stati (che comunque non ha risorse sufficienti per affrontare le crisi del debito sovrano). Tuttavia a partire dal 2012 è stato formulato un assetto concreto di Unione bancaria vera e propria, che prevedeva un meccanismo di vigilanza unica europea, già in vigore dal 2014, un sistema di risoluzione unica europea, implementato concretamente a partire da gennaio 2016 ed infine un sistema europeo di assicurazione sui depositi, che tutt'ora non è ancora stato creato. Invece, per quanto concerne l'Unione fiscale ed il problema del debito pubblico, non c'è stato ancora nulla di concreto, anche se si è parlato e si continua a parlare della possibilità di emettere degli Eurobond o Stability bond, cioè dei titoli di stato europei per far fronte ai problemi del debito pubblico nazionale (ma anche di questo faremo un'analisi più approfondita nel prossimo paragrafo).

La ragione per cui il Trilemma finanziario è così difficile da risolvere in Europa è dovuta alle significative differenze nel livello di debito pubblico e ai differenti livelli di fragilità finanziarie fra paesi membri; infatti i paesi più solidi (come la Germania) temono che se si adotta un sistema di condivisione dei rischi, questo può degenerare in un sistema di redistribuzione ex-ante, in cui i paesi più ricchi saranno costretti a mantenere quelli più fragili. Tuttavia, come sostiene G. Tabellini, questo ragionamento è sbagliato per due motivi. Primo, se la crisi bancaria o sul debito sovrano nasce da un problema di fiducia, un sistema creditizio di garanzie è in grado di prevenirle.⁵ Pertanto se il problema è solo questo, la presenza di un sistema europeo comune di assicurazione sui depositi e di un prestatore di ultima istanza, sono sufficienti ad evitare che la crisi di liquidità si trasformi in insolvenza. In tal modo non avrà luogo nessun trasferimento di risorse tra stati, e tutti starebbero meglio, perché la crisi di fiducia sarebbe scongiurata. Tuttavia, il punto cruciale di questo ragionamento è che il sistema implementato sia "credibile", perché se non lo è tutto ciò che abbiamo detto fin qui non può funzionare. Inoltre, bisogna considerare un altro aspetto; infatti non tutte le crisi finanziari sono dovute ad una mancanza di fiducia, la Grecia era davvero insolvente, quindi è chiaro che il rischio di insolvenza sia più alto in alcuni stati piuttosto che in altri. Tuttavia anche con queste asimmetrie, i rischi possono comunque essere condivisi. Infatti si potrebbe utilizzare un approccio di condivisione dei rischi che tenga conto della condizione finanziaria di ciascun paese ex ante, ad esempio collegando il costo di un'assicurazione comune sui depositi, o di altri fondi precauzionali, alla fragilità di ogni paese.

4 Il Meccanismo europeo di stabilità è stato istituito dalle modifiche al Trattato di Lisbona (art. 136) approvate il 23 marzo 2011 dal Parlamento europeo e ratificate dal Consiglio europeo a Bruxelles il 25 marzo 2011, e nasce come fondo finanziario europeo per la stabilità finanziaria della zona euro.

5A tal proposito si pensi che sono bastate le parole di Mario Draghi "Whatever it takes", per riportare la fiducia nell'area euro.

In tal modo la condivisione dei rischi viene commisurata alla stabilità di ogni singolo paese: cioè ognuno contribuisce in base a quanto è esposto ad una crisi. Bisogna tener presente che è importante che i paesi europei si dotino di risorse fiscali comuni, svincolate dai veti nazionali, infatti soltanto in questo modo si può sciogliere il Trilemma e creare un'Europa veramente unita.

CAPITOLO 4. COME RISOLVERE IL TRILEMMA IN EUROPA: VERSO L'UNIONE BANCARIA E FISCALE

Sin dall'inizio, nell'Eurozona c'è stata un'incompatibilità tra la supervisione e risoluzione bancaria, da una parte, ancora gestite a livello nazionale, e la gestione della politica monetaria, dall'altra, nelle mani della BCE. Pertanto risulta evidente, e la recente crisi ne è un segnale ben chiaro, che non si può andare avanti in questo modo.

Nel corso dei primi anni post-crisi, ci sono stati dei tentativi di cooperazione a livello europeo, infatti si è cercato di trovare una soluzione al Trilemma finanziario attraverso il coordinamento internazionale della regolamentazione e della supervisione. Tuttavia, come sosteneva anche Schoenmaker (2012), questi tentativi sono partiti in modo sbagliato, poiché assumevano che fosse necessario rendere certo che i supervisori potessero collaborare tra di loro, ma non facevano nulla per garantire che questi lo facessero effettivamente.

Infatti affinché i meccanismi di collaborazione tra paesi funzionino è necessario che vengano definiti correttamente e in modo preciso degli incentivi per la collaborazione internazionale, servono degli accordi o dei trattati che impongano dei vincoli legali stabiliti per la condivisione dei rischi.

Tuttavia nel corso degli anni si è cercato di cooperare a livello europeo, e dopo tanti tentativi, si è giunti alla creazione di un'Unione bancaria, che anche se oggi non è perfettamente completa, rappresenta certamente un grande passo in avanti per il futuro dell'UE. L'Unione bancaria rappresenta il tentativo europeo più concreto di risoluzione del Trilemma finanziario: la sua creazione ha l'obiettivo di unificare a livello europeo la vigilanza e la risoluzione bancaria, in modo tale che sia mantenuta la stabilità in un contesto strettamente integrato.

4.1 Il Trilemma finanziario europeo: cos'è concretamente?

A mio modesto avviso, il punto chiave all'interno dell'UE è il seguente: è come se i paesi membri affrontassero due Trilemmi finanziari, uno interno tra di loro, e un altro con il resto del mondo. Pertanto, innanzitutto è necessario che questi paesi cedano il potere di vigilanza e di risoluzione sulle banche nazionali ad un organismo europeo (attraverso l'Unione bancaria). In tal modo, il sistema bancario unito a livello europeo, come se fosse quello di un unico stato (degli ipotetici "Stati Uniti d'Europa"), dovrà affrontare un solo Trilemma, quello con il resto del mondo, e per fare ciò si servirà del Comitato di Basilea e della cooperazione internazionale. Inoltre un altro problema è quello che all'interno dell'UE non si può fare a meno dell'integrazione finanziaria, dal momento che, senza di questa, la politica monetaria comune non potrebbe diffondersi uniformemente in tutti i paesi dell'Unione e verrebbe meno il mercato

unico europeo di beni e servizi. Pertanto il Trilemma comporta che l'unico modo per mantenere la stabilità finanziaria ed un sistema europeo uniforme, in cui tutti i paesi beneficiano allo stesso modo della politica monetaria, è quello di cedere a livello europeo il potere di vigilanza e di risoluzione finanziaria.

Fin qui abbiamo parlato dei tre obiettivi messi in luce dal Trilemma finanziario e di come si possano raggiungere solo due di questi tre obiettivi contemporaneamente, tuttavia non li abbiamo spiegati concretamente. Cosa significano termini così astratti come stabilità finanziaria, integrazione finanziaria o vigilanza finanziaria nazionale? Prima di parlare delle misure messe in atto per risolvere il Trilemma in Europa è bene fare chiarezza su questi tre concetti.

Non c'è una definizione univoca e coerente di stabilità finanziaria, dal momento che il concetto è molto ampio ed ha molte sfaccettature. Un sistema economico si può definire stabile finanziariamente se è in grado di far fronte a situazioni di potenziale instabilità (come crisi, recessioni, attacchi speculativi, inflazione, deflazione) ed affrontarle in maniera ottimale. La stabilità è intrinseca alla struttura di un sistema economico e viene testata soltanto nel momento in cui si verificano shock negativi improvvisi. L'instabilità intrinseca all'UE si è manifestata pienamente con la crisi; infatti dopo la moneta unica, il sistema europeo sembrava che funzionasse al meglio e che non sarebbe mai fallito, tuttavia la crisi ha mostrato che non era stabile, ma si reggeva su delle fragili fondamenta. Pertanto, a mio avviso, sono le basi a rendere un sistema economico stabile, un sistema non è stabile se tutto funziona bene, ma soltanto se sa affrontare al meglio gli shock negativi.

Luigi Spaventa (2007) definisce così l'integrazione finanziaria:

“Un'area si dice perfettamente integrata quando tutti i soggetti in quell'area, indipendentemente dalla loro domiciliazione, hanno accesso alle stesse condizioni ai prodotti finanziari che vengono distribuiti nell'area ed ai servizi finanziari che vengono offerti”.

Personalmente aggiungerei che affinché ci sia piena integrazione finanziaria è necessario che le banche con sedi in paesi diversi siano strettamente interconnesse tra di loro (attraverso lo scambio di attività, depositi, operazioni ecc.), che i soggetti finanziari godano delle stesse norme sia fiscali (tassazione) che finanziarie (requisiti di capitale, sistemi di assicurazione sui depositi, ecc.) ed infine che le condizioni di accesso al mercato (come la possibilità di prendere denaro a prestito) siano simili in tutti i paesi. Pertanto risulta evidente che l'integrazione finanziaria implica anche un'integrazione bancaria ed è fondamentale all'interno dell'UE, infatti un mercato che si definisce unico, con una politica monetaria e una Banca Centrale comune, in cui i paesi sono vincolati nella spesa da norme europee, non può non essere integrato finanziariamente. L'integrazione finanziaria è la condizione necessaria affinché esista un

mercato unico e la politica monetaria funzioni. Pertanto, dal momento che senza integrazione non avrebbe più senso parlare di UE, bisogna decidere se muoversi verso una più intensa integrazione dell'UE, oppure fare dietrofront e tornare su linee nazionali, con le conseguenze che questo implica. Nell'UE, per come è concepito il sistema, se manca l'integrazione finanziaria manca automaticamente la stabilità finanziaria del sistema, a prescindere se le politiche di vigilanza siano nazionali o europee. Quindi se si parla di UE l'integrazione finanziaria è un punto cruciale del Trilemma, è un punto fisso, inamovibile, per questo bisogna fare il possibile per intensificarla, a meno che non si fa dietrofront sulle linee nazionali e si scioglie l'UE. A mio avviso è questo il concetto chiave del Trilemma nell'Eurozona.

Vigilanza nazionale, invece, significa avere delle autorità di supervisione e vigilanza del mercato finanziario a livello nazionale. In questo caso sarebbero le autorità nazionali ad imporre vincoli e regole alle istituzioni finanziarie e spetterebbe a loro controllare che questi istituti le rispettino. Inoltre la risoluzione delle banche e il loro salvataggio avverrebbe a livello nazionale. Tuttavia in un sistema pienamente integrato a livello europeo questo non può accadere per tre motivi: primo perché queste autorità non avrebbero i mezzi per sorvegliare banche con filiali e attività all'estero; secondo perché un sistema integrato deve avere delle regole e dei vincoli comuni, quindi non legate ad interessi nazionali differenti; terzo queste autorità non avrebbero risorse a sufficienza per salvare una banca in difficoltà, e dovrebbero ricorrere costantemente ai soldi dei contribuenti. Tutto ciò farebbe venire meno la stabilità finanziaria.

Pertanto l'unica soluzione per l'UE è quella di trasferire le politiche di vigilanza e risoluzione a livello europeo, ed inoltre cercare di incrementare l'integrazione finanziaria per sfruttare in maniera ottimale le potenzialità che può offrire un mercato unico. L'UE è un'opportunità che hanno gli stati membri, sta a loro sfruttarla o sprecarla, ma se la si vuole sfruttare bisogna andare avanti fino in fondo con l'integrazione, altrimenti si rischia di perdere la stabilità finanziaria.

4.2 Tentativi iniziali di cooperazione bancaria europea

Un primo tentativo di cooperazione a livello europeo verso la creazione di un sistema bancario integrato ed uniforme è iniziato nel 2010 con la creazione di un Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), strutturato come un sistema decentrato "plurilivello" di autorità microprudenziali e macroprudenziali con lo scopo di assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme all'interno dell'UE. Tuttavia queste autorità di vigilanza che lo compongono sono sia europee che nazionali. Per quel che riguarda la vigilanza microprudenziale, vale a dire la vigilanza di singoli istituti, questa si caratterizza per essere composta da un sistema a più livelli di autorità, che possono essere separati in funzione dell'area di vigilanza e regolamentazione settoriale (banche, assicurazioni e mercati dei valori mobiliari) e del livello

di vigilanza e di regolamentazione (europeo e nazionale). Per garantire una certa uniformità tra i vari livelli, sono stati creati diversi organi e strumenti di coordinamento. Inoltre, viene garantito il coordinamento degli istituti a livello internazionale. La vigilanza microprudenziale si articola in 2 livelli, uno europeo, composto dalle Autorità europee di vigilanza (AEV, in inglese European Supervisory Authorities, ESAs) e dal comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza, ed uno nazionale, composto dalle Autorità di vigilanza nazionali competenti. A livello europeo, le ESAs sono responsabili della vigilanza microprudenziale, mentre la vigilanza quotidiana è condotta a livello nazionale

Le 3 autorità europee di vigilanza sono: l'Autorità bancaria europea (ABE; in inglese, European Banking Authority, EBA), l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM; in inglese, European Securities and Markets Authority, ESMA) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (AEAP; in inglese, European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). Esse sono organismi dell'Unione, con personalità giuridica e rappresentati dai rispettivi presidenti, che sono indipendenti e agiscono solo nell'interesse generale dell'Unione. Queste tre autorità cooperano in seno al Comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza (AEV, in inglese European Supervisory Authorities, ESAs), il quale è responsabile del coordinamento generale e intersettoriale e persegue l'obiettivo di garantire l'uniformità intersettoriale della vigilanza. Invece, a livello nazionale la vigilanza microprudenziale si compone di autorità di vigilanza nazionali che collaborano con quelle europee.

Per quanto riguarda, invece, la vigilanza macroprudenziale, questa viene svolta dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS, in inglese European Systemic Risk Board, ESRB), il quale ha l'obiettivo di prevenire e attenuare il rischio sistemico per la stabilità finanziaria nell'Unione europea alla luce degli sviluppi macroeconomici. Esso è presieduto e governato dalla BCE.

Gli obiettivi del SEVIF comprendono lo sviluppo di un sistema di vigilanza comune e l'implementazione di un mercato finanziario unico europeo. I regolamenti istitutivi del SEVIF sono attualmente in corso di revisione.

Tuttavia, per quel che riguarda la vigilanza bancaria l'autorità che più ci interessa è l'EBA, la quale opera per assicurare un livello di regolamentazione e di vigilanza prudenziale efficace e uniforme nel settore bancario europeo. Gli obiettivi generali dell'Autorità sono assicurare la stabilità finanziaria nell'UE e garantire l'integrità, l'efficienza e il regolare funzionamento del settore bancario. Mentre per i paesi che partecipano al nuovo meccanismo di vigilanza unico, la BCE ha la responsabilità della vigilanza dei singoli istituti finanziari, il ruolo dell'EBA consiste nel migliorare il funzionamento del mercato interno assicurando una vigilanza e una

regolamentazione appropriate, efficienti e armonizzate a livello europeo. L'EBA ha i seguenti compiti: garantire un'azione di vigilanza e regolamentazione valida, efficace e uniforme, contribuire alla stabilità e all'efficacia del sistema finanziario, impedire l'arbitraggio regolamentare, garantire un livello uniforme di vigilanza, tutelare i consumatori, rafforzare la regolamentazione della vigilanza degli enti creditizi ed il suo coordinamento internazionale. Inoltre contribuisce alla realizzazione di un corpus unico di norme, elaborando norme tecniche di regolamentazione e norme tecniche di attuazione che poi vengono adottate dalla Commissione come atti delegati e atti di esecuzione. Emanando orientamenti e raccomandazioni ed esercitando prerogative in materia di violazioni del diritto dell'UE da parte delle autorità nazionali di vigilanza. Gli organi direttivi dell'EBA sono il Consiglio delle autorità di vigilanza (principale organo decisionale che è composto dal presidente, dal capo dell'autorità di vigilanza competente di ciascuno Stato membro e da un rappresentante rispettivamente della Commissione, della BCE, del ESRB e delle altre due ESAs), il consiglio di amministrazione, il presidente, il direttore esecutivo e la commissione di ricorso.

Tuttavia, il semplice coordinamento della vigilanza finanziaria tramite il SEVIF non è stato sufficiente ad evitare la frammentazione del mercato finanziario europeo durante la crisi. Infatti il SEVIF è un sistema decentrato "plurilivello" che si basa sulla collaborazione di autorità nazionali ed europee, non è un vero e proprio sistema centralizzato a livello europeo. Pertanto a metà del 2012, la Commissione ha proposto una Unione bancaria con l'obiettivo di rendere il mercato finanziario più integrato e stabile.

4.3 L'Unione bancaria

"The banking union, agreed upon by the Heads of State or Government at the end of June, is both a game changer for the crisis and a leap forward for Europe."

Queste sono state le parole pronunziate da Benoît Cœuré in occasione della Conferenza "Bank funding – markets, instruments and implications for corporate lending and the real economy" di Francoforte sul Meno dell'8 Ottobre del 2012, qualche mese dopo che è stato proposto ufficialmente il progetto dell'Unione bancaria.

L'Unione bancaria è stata concepita per assicurare che le banche fossero più forti nell'affrontare i rischi e avessero dei sistemi di vigilanza e di risoluzione più efficienti, in modo tale che i problemi derivanti dalle crisi del settore finanziario fossero risolti più facilmente e senza fare ricorso al denaro dei contribuenti. Infatti, affinché il sistema bancario europeo funzioni in modo efficiente e venga implementato un singolo mercato finanziario europeo, è necessario che le banche Europee facciano affidamento sullo stesso set di regole comuni. Per fare ciò, tuttavia, è

necessario che venga garantito un sistema comune di regolazione e supervisione. Con l'Unione bancaria si vuole cercare di eliminare il circolo vizioso banche-debito pubblico.

Tuttavia, l'Unione bancaria comporta il trasferimento della sovranità in un ambito che è fondamentale per il funzionamento dell'economia dell'Eurozona, a maggior ragione considerando l'elevato grado di penetrazione delle banche in questi paesi e la forte dipendenza delle piccole e medie imprese dal settore bancario. In tal modo, però, è possibile raggiungere la stabilità finanziaria pur in un contesto bancario integrato a livello europeo, e quindi risolvere il Trilemma finanziario nell'Eurozona.

4.3.1 Perché costruire un'Unione bancaria?

Sin dall'istituzione del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF) nel 2010, l'obiettivo dell'Unione bancaria è stato quello di evitare il sopraggiungere di altre crisi nell'Eurozona, di interrompere il legame tra le crisi finanziarie e quelle del debito pubblico nazionale (c.d. circolo vizioso banche-debito) e infine di ridare fiducia agli investitori del settore bancario. Inoltre, a livello globale, l'Unione bancaria si trova in linea con gli impegni presi dall'UE durante il G20 e negli accordi di Basilea III, nel quadro di un insieme di provvedimenti approvati per la vigilanza bancaria in conseguenza della crisi finanziaria con l'obiettivo di migliorare la regolamentazione del settore bancario, l'efficacia dell'azione di vigilanza e la capacità degli intermediari di gestire i rischi assunti.

I sostenitori dell'Unione bancaria erano e sono convinti che questa possa essere l'unica soluzione per far funzionare l'UE, e per risolvere definitivamente il Trilemma finanziario-fiscale che affligge l'Eurozona. Dal momento che la politica monetaria dell'Eurozona è controllata a livello europeo dalla BCE, è necessario che il sistema finanziario europeo sia strettamente integrato, perché altrimenti la politica monetaria non riuscirebbe a raggiungere gli obiettivi desiderati. Pertanto, affinché ci sia la stabilità in un contesto integrato dal punto di vista finanziario, è necessario che venga creato un organismo centralizzato a livello europeo che non solo vigili e supervisioni il sistema bancario, ma che abbia anche poteri di risoluzione nei confronti delle banche europee e mezzi sufficienti per ricapitalizzarle nei momenti di difficoltà (ecco come si potrebbe risolvere il Trilemma).

I vari elementi che coesistono nella creazione di un'Unione bancaria costituiscono una solida struttura che può implementare ancora di più l'integrazione finanziaria e può supportare l'Unione Economica e Monetaria.

Per Vitor Constancio (2012), il vice presidente della BCE, il significato dell'Unione bancaria è questo:

“In my view it involves a transfer to the European level of the regulatory and institutional framework responsible for safeguarding the robustness and stability of the banking sector”.

Inoltre Egli individua tre motivi per cui è necessaria un’Unione bancaria.

1) E’ necessario un meccanismo singolo di supervisione a livello europeo a causa della crescente interconnessione tra le istituzioni finanziarie e i mercati dell’area euro; infatti la recente crisi ha mostrato come i problemi possono passare velocemente da un paese all’altro, soprattutto in un’unione monetaria. Infatti il Trilemma finanziario implica che con l’aumentare dell’integrazione finanziaria, seguire politiche di vigilanza nazionali porta all’instabilità del sistema, dal momento che le politiche attuate dai supervisori nazionali puntano al raggiungimento del welfare nazionale, ma non prendono in considerazione le esternalità negative che ciò crea nei confronti degli altri paesi. Questo porta ad una “sottofornitura di stabilità finanziaria” come bene pubblico, e pertanto, affinché questo non accada è necessario derogare a livello europeo il controllo delle politiche finanziarie (financial policies).

2) Gli eventi degli ultimi anni hanno mostrato che l’Unione monetaria in Europa richiede un grado elevato di integrazione finanziaria, nella quale le istituzioni finanziarie diversificano le loro attività e passività all’interno dell’area euro. Prima della crisi l’integrazione finanziaria all’interno dell’U.E. stava diventando sempre più intensa, ma sfortunatamente dopo il fallimento di Lehman Brothers la tendenza si è invertita, ed i mercati hanno iniziato a frammentarsi all’interno dei confini nazionali. Un’imperfetta integrazione finanziaria all’interno di un’unione valutaria complica gli obiettivi della Banca centrale, infatti diventa più difficile ottenere effetti simili in tutti i paesi dell’unione attraverso la politica monetaria, ed assicurare tassi di interesse uniformi. L’integrazione finanziaria, in Europa, deve essere un punto fisso del Trilemma, perché se questa venisse meno del tutto, verrebbe meno anche l’Unione europea così per come è concepita. Pertanto diventa essenziale invertire questa tendenza. L’Unione bancaria è fondamentale per favorire una maggiore integrazione dei mercati finanziari, inoltre contribuisce significativamente ad indebolire gli interessi nazionali nell’attività bancaria e permette alle banche di diversificare il proprio portafoglio all’interno dell’area euro; infine, come già detto, l’unione indebolisce il circolo vizioso banche-debito pubblico.

3) La pregiudiziale nazionale dei supervisori di singoli paesi, sia nei paesi che prestavano denaro che in quelli che lo prendevano a prestito, ha favorito la creazione di enormi squilibri macroeconomici in parecchi segmenti dell’area euro. La creazione di un’Unione bancaria, e quindi di un sistema bancario integrato e centralizzato a livello europeo, migliorerebbe questa situazione evitando che si creino ulteriori squilibri.

4.3.2 Struttura dell'Unione bancaria

Nel Giugno del 2012 il Consiglio Europeo si è accordato per creare la struttura base dell'Unione bancaria. Essa si compone di quattro pilastri: un "Single rulebook", cioè un "libro" contenente un insieme congiunto di regole comuni; un Meccanismo di vigilanza unico (Single supervision mechanism, SSM); un Meccanismo di risoluzione unico (Single resolution mechanism, SRM); un Fondo assicurativo europeo sui depositi (European deposit insurance scheme, EDIS), che però ancora non è stato creato. Questi pilastri hanno l'obiettivo di trasferire a livello europeo la vigilanza e la risoluzione bancaria, limitando il più possibile l'esborso di denaro da parte dei contribuenti. Innanzitutto il Meccanismo unico di vigilanza dovrebbe far sì che la vigilanza finanziaria venga trasposta a livello europeo, eliminando in tal modo l'arbitrarietà dei sistemi nazionali. Inoltre attraverso il SSM dovrebbe essere più facile gestire un sistema bancario integrato, in cui ogni banca scambia attività con banche di paesi diversi, e possiede in queste depositi, perché un'autorità di vigilanza nazionale, oltre a perseguire interessi nazionali con il conseguente effetto della "c.d. sotto fornitura di stabilità finanziaria come bene pubblico", non avrebbe nemmeno la possibilità di controllare bene quello che accade nelle filiali estere delle banche nazionali. Inoltre il SSM garantendo norme e requisiti (come requisiti minimi di capitale) uguali in tutti i paesi membri dovrebbe fare aumentare l'integrazione finanziaria. Anche il Meccanismo di risoluzione unico dovrebbe far migliorare l'integrazione finanziaria, punto fisso nel Trilemma finanziario nell'Unione Europea. Il SRM, garantendo norme di risoluzione comuni, dovrebbe eliminare il rischio presente in alcuni paesi e far sì che le banche godano dello stesso livello di sicurezza; tutto ciò con l'obiettivo che venga incentivato lo scambio di attività fra paesi e la creazione di nuove filiali all'interno dell'Eurozona. Oltretutto, un SRM avrebbe anche una funzione fondamentale per il miglioramento della stabilità finanziaria; infatti insieme all'ipotetico EDIS, ridurrebbe al minimo i costi per i contribuenti, dal momento che dispone di risorse finanziarie per salvare le banche, che le autorità locali non avrebbero. Le autorità locali non hanno risorse a sufficienza per salvare una banca che è attiva all'interno di più paesi membri, né per garantire i suoi depositi, pertanto, in mancanza di un ente preposto a livello europeo, l'onere del salvataggio graverebbe sui contribuenti, come durante la crisi. Le banche sono diventate "troppo grandi per fallire", e il loro fallimento causerebbe danni enormi (vedi il fallimento di Lehman in USA), ma allo stesso tempo sono anche troppo grandi ed interconnesse per essere salvate con le risorse di un singolo stato membro, perché ciò sarebbe troppo gravoso per i contribuenti (vedi la crisi, ma per non andare troppo lontano si veda anche quello che è successo in Italia con il fallimento delle famose quattro banche a Novembre). La creazione di un fondo, o di autorità di risoluzione nazionali, si porterebbe dietro i rischi di interessi nazionali e di non avere abbastanza risorse per salvare una

banca internazionale. Quindi l'unica soluzione per uscire da questo circolo vizioso e mantenere la stabilità è quello di creare un'autorità europea e dei fondi, accumulati con i contributi delle banche, a livello europeo.

SINGLE RULEBOOK. Il Single rulebook rappresenta le fondamenta dell'Unione bancaria e si compone di un set di testi legislativi che tutte le istituzioni finanziarie dell'UE devono rispettare. Queste regole, tra l'altro, impongono i requisiti di capitale che le banche devono mantenere, assicurano al meglio la protezione per i depositanti, e regolano la prevenzione e la gestione dei fallimenti bancari.

Il Single rulebook è un modo per unificare l'insieme di regole del settore finanziario nell'UE affinché venga creato un mercato singolo dei prodotti finanziari. Tuttavia, per fare ciò bisogna assicurare l'applicazione uniforme delle regole di Basilea III. Il fine ultimo è quello di creare un sistema bancario europeo caratterizzato da una sufficiente flessibilità, trasparenza ed efficienza. Per fare questo l'organismo responsabile è l'EBA, che è il coordinatore di tutti i regolatori nazionali. Le regole comuni per tutte le banche nei 28 Stati membri contenute all'interno del Single rulebook sostengono sia il meccanismo di supervisione unico (SSM), che quello di risoluzione unico (SRM). Queste regole sono state istituite per prevenire lo scoppio di crisi bancarie (per esempio aumentando l'ammontare di capitale che viene richiesto alle banche, Capital Requirements Directive and Regulation) e per creare un meccanismo comune di gestione, nei momenti di crisi, dei processi di salvataggio o risoluzione di una banca (Directive on Bank Recovery and Resolution, BRRD). Inoltre queste regole prevedono che i depositi bancari oltre i €100.000 siano assicurati e garantiti in tutta l'UE nel caso in cui una banca si trovasse in difficoltà e potrebbe diventare insolvente (Directive on Deposit Guarantee Scheme, DGS). Tuttavia bisogna precisare che il DGS, essendo un fondo nazionale, può essere vulnerabile a shock locali, infatti è stato proposto dalla Commissione un fondo assicurativo sui depositi a livello europeo, l'European Deposit Insurance Scheme (EDIS), di cui dopo parleremo.

MECCANISMO DI VIGILANZA UNICO (SSM). Il Meccanismo di vigilanza unico è un sistema di supervisione sotto il controllo della BCE, operativo dal Novembre del 2014. I suoi obiettivi principali sono: assicurare la sicurezza e correttezza del sistema bancario europeo; incrementare la stabilità e l'integrazione finanziaria; assicurare una supervisione costante e coerente. I poteri attribuiti agli organi di questo sistema sono: condurre revisioni di sorveglianza, come ispezioni in loco ed indagini, concedere o revocare licenze bancarie, valutare acquisizioni bancarie e disposizioni sui detentori di quote capitale (>10%), assicurare la conformità alle regole prudenziali dell'UE, imporre requisiti elevati di capitale (c.d. "buffers") per contenere i rischi finanziari.

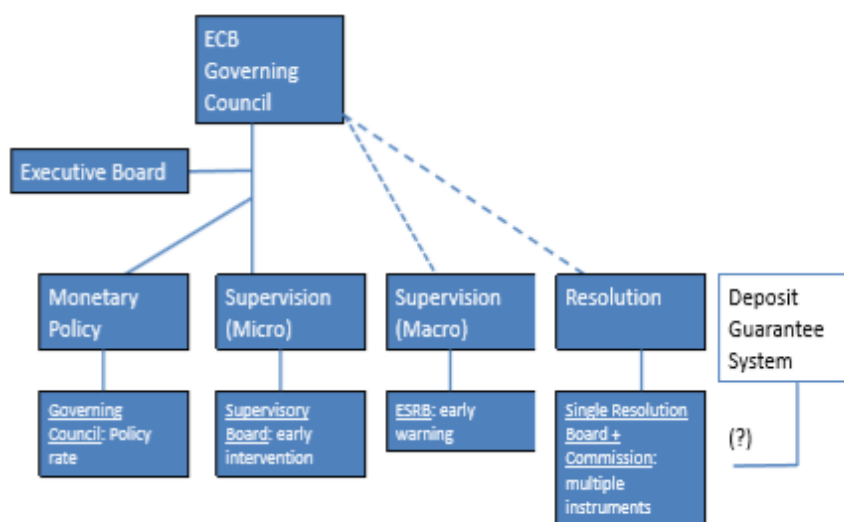
Il SSM rappresenta uno step necessario per garantire delle condizioni uniformi per l'attività bancaria e una supervisione adeguata; esso non persegue interessi nazionali. Dal momento che controlla il SSM, la BCE ha assunto il potere di sorveglianza su tutte le banche dell'Eurozona, che sono circa 6.000, ma anche sulle banche dell'area non-euro presenti nell'UE che hanno scelto di aderire al SSM. In parallelo sono state emanate nuove regole che adattano le funzioni dell'EBA. Tuttavia la BCE ha il compito di svolgere un'attività di vigilanza diretta soltanto per le banche europee più rilevanti dal punto di vista sistemico⁶ (cioè quelle più grandi, che sono più o meno 123 gruppi), invece le autorità nazionali supervisionano, come hanno sempre fatto, tutte le altre banche meno rilevanti dal punto di vista sistemico, sotto le istruzioni e la responsabilità ultima della BCE, e seguendo le regole e procedure concordate a livello europeo. Infatti, bisogna precisare che la BCE può sempre avocare a sé il potere di vigilanza sulle banche di minori dimensioni, quando lo ritiene opportuno. Pertanto, il SSM rappresenta un sistema integrato di supervisione bancaria che si sviluppa su due livelli, come avviene per la politica monetaria: un livello centrale, sotto la responsabilità della BCE, ed un livello nazionale sotto la responsabilità delle autorità locali. L'organismo direttamente responsabile per la funzione di vigilanza all'interno della BCE è il Supervisory Board (Consiglio di vigilanza), che ha piena indipendenza nello svolgimento delle sue funzioni. Il processo decisionale all'interno del SSM si basa su una procedura detta di "non-objection", letteralmente di "non-obiezione", secondo la quale il Supervisory Board propone la sua decisione al Consiglio direttivo della BCE, e se questo non solleva obiezioni entro un determinato periodo di tempo, la decisione viene ritenuta approvata. Per quanto riguarda le responsabilità della BCE, è previsto che essa risponda al Parlamento e al Consiglio Europeo e trasmetta ogni anno una relazione sull'esecuzione dei suoi compiti a tali organi, oltre che alla Commissione Europea, all'Eurogruppo e ai Parlamenti nazionali degli Stati membri partecipanti, secondo le regole di accountability⁷. Tra i poteri, invece, la BCE, vanta quelli di chiedere informazioni, svolgere indagini generali e compiere ispezioni in loco. L'obiettivo principale del lavoro congiunto svolto dalla BCE e dai supervisori nazionali, è quello di controllare e verificare che le banche europee rispettino le regole loro

⁶ Una banca per essere definita di "rilevanza sistemica" deve avere asset per 30 miliardi di euro, oppure avere un fatturato pari ad un quinto della ricchezza nazionale dello Stato di appartenenza, cioè circa il 20 % del PIL, e attivi con un valore superiore ai 5 miliardi di euro.

⁷ Con il termine accountability, si intende la responsabilità in capo ad un soggetto o ad un gruppo di soggetti del risultato conseguito da una organizzazione pubblica o privata. In campo politico prevede una valutazione da parte dell'elettorato, ed una eventuale sanzione in merito all'operato dei politici. Questo potere viene previsto in circostanze particolari, tra le quali il potere di monitoraggio da parte dei politici di valutare l'operato della BCE e valutarne la performance.

imposte e affrontino tempestivamente i problemi che si presentano, in modo tale che venga assicurato un regime di vigilanza uguale per tutte le banche dell'Eurozona. Per porre al meglio le basi del SSM, è stata effettuata un'Asset Quality Review, che prevedeva un esame approfondito di circa €3.7 mila miliardi di assets delle banche dell'Eurozona. Inoltre è stata effettuata una serie di test, i c.d. "stress test"⁸, conclusi nell'Ottobre del 2014, con l'obiettivo di valutare la capacità di ripresa delle banche europee di fronte a situazioni di crisi; l'obiettivo di questi test era quello di capire quant'erano vulnerabili le banche e dare alla BCE un'idea chiara delle condizioni finanziarie di quest'ultime. Oltre a questo, è importante sottolineare, dal punto di vista politico, che dopo la creazione di questo meccanismo di vigilanza, le funzioni in seno alla BCE si sono ampliate enormemente, facendo aumentare la complessità strutturale di questo organismo.

Questo nuovo meccanismo di vigilanza, inoltre, modifica il Sistema Europeo di Vigilanza (SEVIF) attivo dal 2010.



Source: Eijffinger, S. C. W. (2013)

Figura 4.1. Compiti in seno alla BCE.

MECCANISMO UNICO DI RISOLUZIONE (SRM). Il meccanismo unico di vigilanza (SSM) dovrebbe cercare di evitare che una banca si trovi nella condizione di fallire, anche se ciò può sempre accadere. Pertanto, nel caso in cui, nonostante la vigilanza rafforzata, una banca soggetta al SSM dovesse trovarsi in difficoltà e fosse prossima a fallire, il Meccanismo Unico di Risoluzione delle crisi (SRM) dovrebbe permettere di gestire la crisi in modo efficiente, cercando di ridurre al minimo i costi per i contribuenti e per l'economia reale. Il SRM copre le banche vigilate dal SSM. Attraverso questo meccanismo le decisioni riguardanti il salvataggio

⁸ A tal proposito è importante sottolineare che le banche italiane sottoposte allo stress test sono state 15 e quelle che non hanno superato l'esame sono state 4, tra cui il colosso Monte dei Paschi di Siena e Carige.

o l'eventuale fallimento di una banca vengono prese a livello europeo in modo uniforme, favorendo, in tal modo, una più completa integrazione del sistema bancario europeo. Per gestire i salvataggi delle banche, questo meccanismo si serve di un fondo creato ad hoc, finanziato da tutte le banche dell'Unione, il Single Resolution Fund (SRF), e di un comitato formato dai rappresentanti delle autorità nazionali, il Single Resolution Board (SRB), che opera sotto la direttiva della BCE ed ha il compito di controllare la normale esecuzione delle manovre di salvataggio o di un possibile fallimento di una banca. Questo organo, pienamente operativo da Gennaio 2016, tra l'altro, modifica i compiti dell'EBA. Il procedimento del nuovo meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie funziona così: quando la BCE segnala una banca che ritiene debba essere sottoposta ad una ristrutturazione, il Single Resolution Board prepara la proposta riguardante le misure di risoluzione di tale banca, la Commissione e il Consiglio Europeo, invece, assumono la decisione finale, che può prevedere l'utilizzo del Fondo di risoluzione, SFR. Questo procedimento deve avvenire in tempi rapidi. Infine le autorità nazionali assistono il Single Resolution Board nell'attuazione delle misure di risoluzione. Vedi la figura seguente.

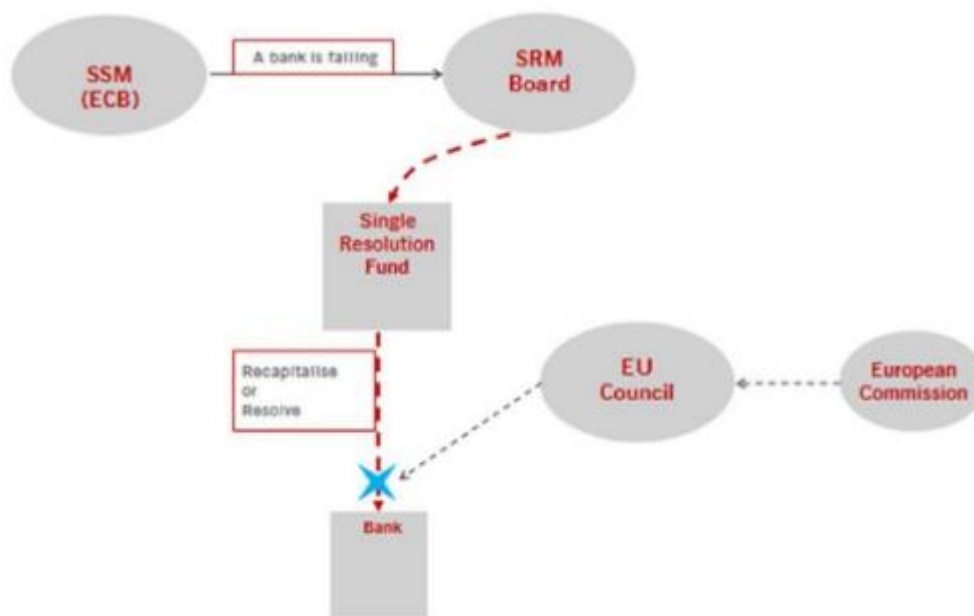
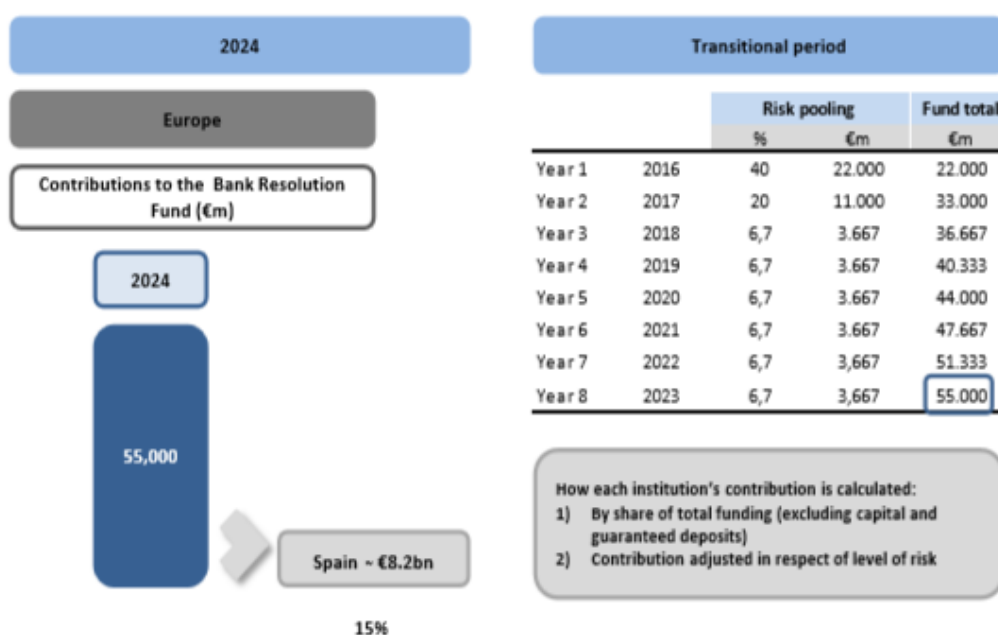


Figura 4.2. Procedimento del nuovo meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie.

Attraverso ciò l'intenzione del legislatore europeo è quella di creare una stretta connessione fra la realizzazione di un Meccanismo di vigilanza unico e la creazione di modelli comuni di risoluzione delle crisi bancarie. In tal modo si cerca di evitare gli effetti negativi dei salvataggi bancari realizzati dai governi nazionali durante la crisi, e si vuole evitare che tali salvataggi vengano sostenuti dai contribuenti. Il SRM è necessario per armonizzare gli strumenti di intervento a disposizione dei paesi europei e scaricare il costo del salvataggio delle banche sui suoi azionisti e creditori e non sui contribuenti. Questo sarebbe il famoso meccanismo di bail-in, in cui i soggetti coinvolti nel salvataggio di una banca sarebbero i suoi shareholders, cioè

coloro che hanno degli interessi economici legati alla banca; in tal modo i contribuenti non sarebbero costretti a pagare le conseguenze di un fallimento bancario. Pertanto, questo sistema, se funzionasse nel modo in cui ci si aspetta sarebbe una grande conquista per l'UE: sia perché, in tal modo, i contribuenti sarebbero gravati al minimo dal salvataggio delle banche, ma soprattutto perché garantirebbe un sistema di risoluzione uguale in tutta l'UE che migliorerebbe l'integrazione finanziaria.

Single Resolution Fund. Per quanto riguarda il Single Resolution Fund (SRF), l'accordo raggiunto sul SRM e sul SRF prevede che gli Stati diano vita ad un fondo "salva-banche" unico, finanziato attraverso prelievi sulle banche che inizialmente saranno gestiti a livello nazionale, e poi confluiranno gradualmente in 8 anni in un unico fondo europeo. Il fondo dovrebbe arrivare a 55 miliardi di euro entro 8 anni e servirà al sistema bancario per finanziare le banche europee in crisi. Nel primo anno, le banche in default controllato potranno attingere solo al fondo fornito dagli istituti del proprio Paese. Il settore pubblico sarà responsabile solo nei casi in cui il suo intervento è inevitabile per assicurare la stabilità dell'intero sistema bancario nazionale. Il SRF, dopo una fase transitoria cominciata il 1 gennaio 2015, sarà a regime dal 2023. Inoltre, nel caso di crisi bancarie, gli oneri graveranno innanzitutto sugli azionisti, poi sugli obbligazionisti e infine sui depositanti che hanno depositi bancari superiori a €100 mila. Pertanto, nel complesso i privati dovranno coprire le perdite della banca in default per un ammontare almeno pari all'8% degli attivi e, superata questa soglia, interverrà in seconda battuta il SRF per un ammontare del 5% degli attivi della banca. Infine, nel caso in cui fossero necessarie ulteriori risorse, i Governi potranno intervenire attraverso il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES).



Source: AFI and European Commission

Figura 4.3. Single Resolution Fund.

EUROPEAN DEPOSIT INSURANCE SCHEME (EDIS). Il Five President's Report di Giugno 2015 ha intrapreso una serie di provvedimenti per rinforzare l'Unione monetaria europea, uno di questi è quello di creare un European deposit insurance scheme (EDIS), per consolidare l'Unione bancaria. L'EDIS rappresenta un fondo assicurativo sui depositi a livello europeo che servirebbe a garantire i depositi fino a €100.000. Esso dovrebbe essere finanziato dalle banche, la cui contribuzione è commisurata al rischio, e prende in considerazione la probabilità relativa che la banca farà uso del deposito assicurativo e l'ammontare di depositi che necessitano una copertura. La creazione dell'EDIS potrebbe essere un passo importante verso il rafforzamento della stabilità finanziaria e l'indebolimento del circolo banche-debito e inoltre nel dare maggiore fiducia ai depositanti, nonostante il paese in cui si trova la loro banca. La legislazione europea, in questa materia, prevede già un'assicurazione sui depositi fino a €100.000, che è fornita a livello nazionale, attraverso il Deposit Guarantee Scheme (DGS). Tuttavia, il DGS, che è a livello nazionale, può essere vulnerabile ad una grande varietà di shocks locali, invece l'EDIS fornisce un più ampio ed uniforme grado di copertura assicurativa per tutti i depositi nell'Unione bancaria, garantendo che il livello di fiducia nei confronti di una banca da parte dei depositanti non dipenda dal luogo in cui questa si trova. Infatti ciascuna divergenza tra i DGS nazionali può contribuire alla frammentazione del mercato, influenzando l'abilità e l'inclinazione delle banche di ampliare le loro operazioni oltre i confini nazionali.

L'EDIS sarà amministrato da un Single Resolution and Deposit Insurance Board, che è una parte del Single Resolution Board, a cui è affidato il compito di prendere decisioni, il controllo ed il potere esecutivo in merito all'EDIS. Pertanto il Single Resolution Board dovrebbe amministrare sia il Single Resolution Fund (SRF) che l'European Deposit Insurance Fund, creando in tal modo delle sinergie dalla combinazione fra la responsabilità per la risoluzione e quella per l'assicurazione sui depositi. Tuttavia è necessario implementare delle misure appropriate per gestire i potenziali conflitti di interesse, in particolare nella separazione tra l'European Deposit Insurance Fund e il SRF. Bisogna precisare, inoltre, che l'EDIS ha un set up diverso rispetto a quello del SRM, infatti esso si caratterizza per un sistema di assicurazione che inizia con la riassicurazione del DGS, finanziata dalla contribuzione diretta da parte delle banche nell'European Deposit Insurance Fund. Invece quando è stato istituito il SRF c'è stata la necessità di trasferire i fondi dai fondi di risoluzione nazionale al SRF sin dall'inizio.

L'EDIS interverrà in due casi: quando una banca che fallisce viene liquidata e i depositanti devono essere ripagati e quando vi è la risoluzione di una banca in fallimento e quindi il trasferimento dei depositi in un altro istituto di credito deve essere finanziato per non interrompere l'accesso ai depositi. L'EDIS sarà implementato nel tempo e attraverso tre fasi: una fase di "ri-assicurazione" ("re-insurance"), una fase di "co-assicurazione" ("co-insurance"),

ed infine si arriverà ad un sistema Europeo di depositi garantiti, previsto per il 2024. Il DGS, comunque, rimarrà operativo e sarà parte dell'EDIS, infatti i due continueranno a coesistere.

Durante la prima fase l'EDIS offrirà uno specifico ammontare di liquidità ed assorbirà uno specifico ammontare di perdite nel caso in cui sono previsti pagamenti o meccanismi di risoluzione. Per evitare il "Moral hazard", un DGS può beneficiare dei fondi dell'EDIS solo se ha soddisfatto i requisiti, e se, nonostante abbia capitalizzato il fondo nazionale al livello richiesto, si esaurisce la disponibilità di liquidità.

Durante la seconda fase, invece, anche se un fondo nazionale non ha esaurito le disponibilità liquide, l'EDIS assorbirà sempre più la condivisione delle perdite in caso di pagamento ai depositanti o di risoluzioni.

Durante la fase finale, l'EDIS finalmente assicurerà in via esclusiva i depositi e coprirà tutte le perdite in caso di pagamento ai depositanti o di risoluzione.

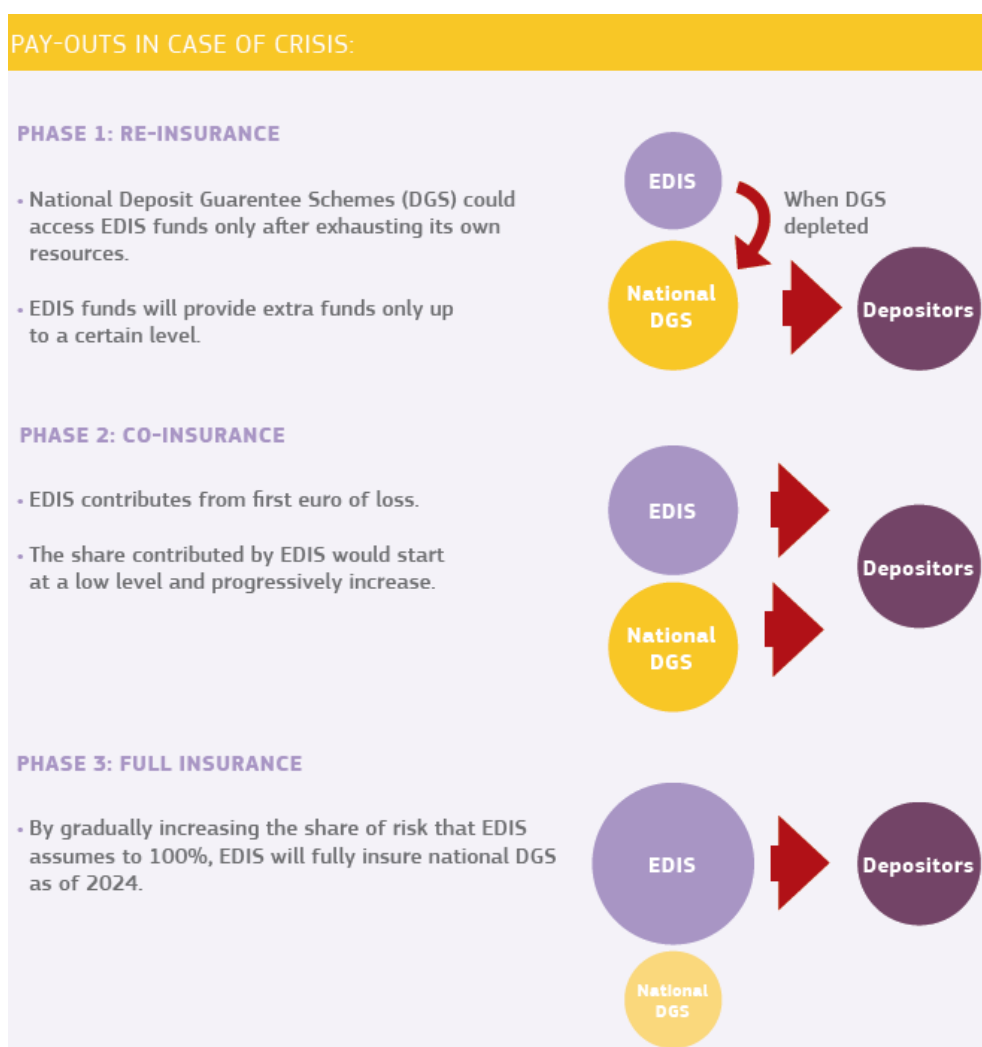


Figura 4.4. Fasi dell'EDIS.

Per quanto riguarda l'operatività, l'EDIS funzionerà in questo modo: quando ci si rende conto che una banca è prossima a fallire, il DGS allerta il Board, il quale può predisporre dei fondi a disposizione del DGS per finanziare l'eventuale assicurazione sui depositi o la risoluzione; nel

caso in cui il DGS deve pagare i depositanti o deve contribuire ad una risoluzione, il Board ha 24 ore per decidere se sussistono le condizioni per l'utilizzo dei fondi dell'EDIS e l'ammontare del finanziamento e in caso di risposta affermativa provvede a finanziare il DGS attraverso i fondi dell'EDIS; dopodiché il Board ha il compito di monitorare l'utilizzo di tali fondi ed assicurare che il DGS ripaghi nel tempo l'EDIS, secondo un sistema "pro-rata basis", cioè un meccanismo proporzionale.

Il Fondo europeo di assicurazione sui depositi (che nascerà dall'EDIS) sarà equivalente allo 0,8% dei depositi coperti di tutte le banche dell'Unione bancaria nel 2024, e dovrebbe arrivare a €43 miliardi. Gli istituti finanziari contribuiranno annualmente, sia per il DGS che per l'EDIS, per un totale del 12,5% dell'ammontare di target, in termini assoluti per €6,8 miliardi, finché il fondo non sarà completato. Il Fondo dovrebbe essere costruito in un periodo di otto anni.

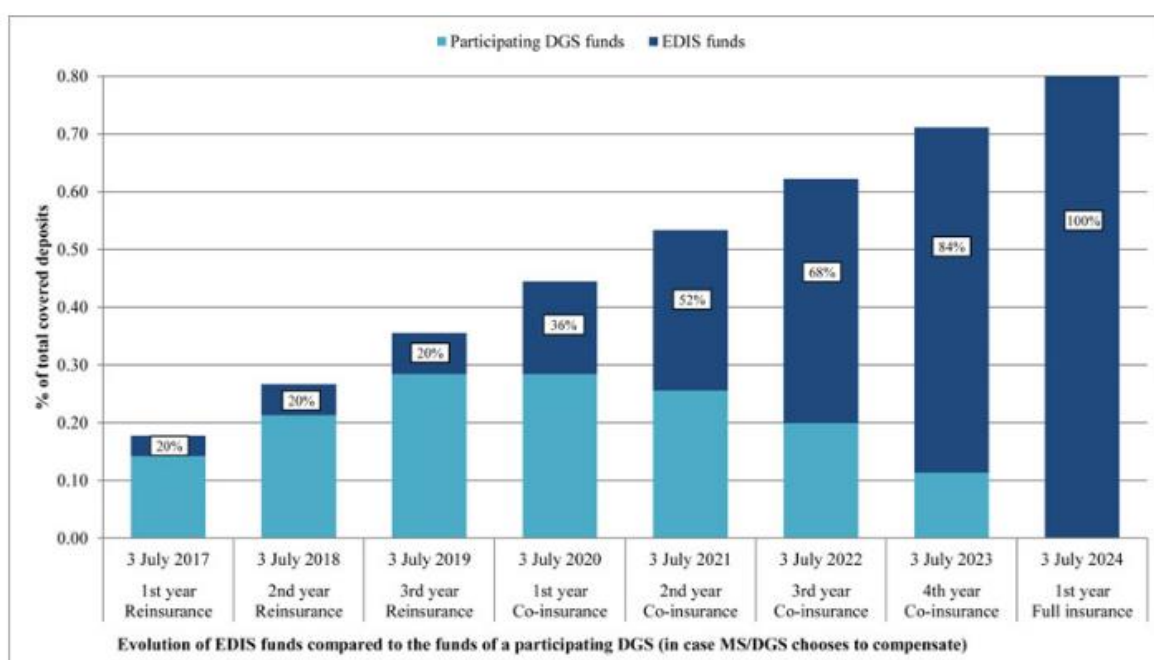


Figura 4.5. Evoluzione dell'EDIS.

4.3.3 Come fa l'Unione bancaria a rendere il sistema bancario più sicuro?

Attualmente, i policy makers hanno a disposizione un insieme di misure per occuparsi di una banca che opera a livello globale, che possono essere raggruppate in tre macro aggregati.

1) Prevenzione delle crisi (crisis prevention). Innanzitutto si sta cercando di rendere le banche più sicure. Vediamo cosa si sta facendo a livello europeo per raggiungere questo obiettivo.

Per prima cosa la BCE, in base al mandato ricevuto dal Meccanismo di vigilanza unico, deve cercare di garantire un sistema di supervisione uniforme affinché le banche applichino le regole contenute nel Single rulebook. Inoltre il pacchetto di regole sui requisiti di capitale per le banche, il c.d. "CRD IV package" implementa i nuovi standard globali riguardanti i requisiti di capitale previsti da Basilea III. Come terza cosa, il nuovo assetto riguardante le crisi bancarie e

la loro risoluzione (MEMO/14/297) richiede alle banche di redigere dei “recovery plans”, cioè dei piani di ripresa che descrivono le misure che avrebbero intenzione di intraprendere per rimanere “in salute” nel caso in cui si deteriorasse la loro condizione finanziaria, e dei “resolution plans” cioè dei piani di risoluzione nell’eventualità che esse non avessero una situazione sostenibile a lungo. Il Single Resolution Board è l’autorità responsabile per questi “resolution plans” all’interno dell’Unione bancaria.

2) Interventi tempestivi (early intervention). In secondo luogo si sta cercando di assicurare degli interventi tempestivi per le banche in difficoltà. Cioè, se le banche si trovano ad affrontare dei problemi, i supervisori intervengono in modo più tempestivo possibile per gestirli, prima che questi diventino critici e la situazione finanziaria delle banche si deteriori irreparabilmente. I supervisori possono sostituire il management della banca con dei manager scelti da loro, possono indire un consiglio degli shareholders per adottare misure urgenti, proibire la distribuzione di bonus e dividendi, inoltre possono imporre alla banca di ridurre le sue esposizioni ai rischi, di aumentare il capitale e di attuare cambiamenti strutturali. In base allo schema dell’Unione bancaria, se si ritiene che una banca sofferente è a rischio, la BCE, in vece di supervisore unico, gestirà l’intervento tempestivo in combinazione con il Single Resolution Board e le altre autorità di risoluzione.

3) Risoluzione della banca (bank resolution). Nel peggiore dei casi in cui una banca fallisse, i policy makers europei hanno implementato degli strumenti per gestire al meglio le crisi.

Innanzitutto bisogna proteggere i contribuenti: il BRRD, Bank Recovery and Resolution Directive assicura che i creditori e gli shareholder della banca saranno i primi ad assumersi gli oneri delle perdite: questo è il c.d. meccanismo di bail-in, cioè salvataggio dall’interno, che non comporta l’esborso di denaro da parte dei contribuenti, ma solo da parte di chi ha degli interessi nella banca. Il Single Resolution Mechanism assicura l’applicazione di queste regole all’interno dell’Unione bancaria. Inoltre per evitare che i contribuenti vengano chiamati in causa, le banche versano annualmente una somma di denaro nel Single Resolution Fund, il quale, in caso di necessità serve per garantire il salvataggio delle banche.

Oltre ai contribuenti, bisogna proteggere anche i depositanti (i quali, è giusto precisare, non possiedono capitale di rischio della banca come gli azionisti). I depositi in tutti gli stati membri sono garantiti fino a €100.000. Nel caso in cui i fondi racimolati ex-ante dal DGS si rivelino insufficienti per coprire le garanzie sui depositi, il DGS andrà a riscuotere dalle banche dei contributi ex-post, oppure, come ultima possibilità, avrà accesso a fonti di finanziamento alternative, come prestiti pubblici o privati. Oltre a ciò ci sarà un meccanismo volontario di prestiti reciproci tra i DGS dei differenti paesi UE. Invece per quanto riguarda i depositanti che hanno in conto più di €100.000, in base alla direttiva BRRD, beneficeranno soltanto di

trattamenti preferenziali (“depositor preference”). Essi non subiranno perdite prima degli altri creditori non garantiti, cioè inizieranno a subire delle perdite in conto corrente soltanto nel momento in cui la banca si è già rifatta sugli altri creditori, anche se ogni stato membro può anche scegliere di offrire più garanzie ai depositi oltre i €100.000. Tuttavia questo sistema di garanzie nazionali, come già detto, è molto vulnerabile agli shocks locali, pertanto si sta cercando di implementare un European Deposit Insurance Scheme (EDIS), per cercare di rendere questo sistema più uniforme e sicuro.

Ci si auspica che un buon funzionamento del SSM e del SRM abbassi significativamente la probabilità di un fallimento bancario e assicuri la protezione dei contribuenti. Inoltre sono previste tante altre forme di protezione complementari a quelle già citate che dovrebbero rafforzare ancora di più il sistema. Comunque, nonostante tutte queste misure, non è possibile eliminare del tutto il rischio che vengano richiesti fondi pubblici per sostenere la capacità finanziaria dei fondi di risoluzione. Per questo motivo gli stati membri hanno concordato che l’Unione bancaria richieda l’accesso ad un “effective common fiscal backstop” (cioè ad un insieme di misure fiscali di sicurezza comuni), per essere utilizzata come ultima risorsa. Queste misure di sicurezza implicano una temporanea mutualizzazione⁹ del possibile rischio fiscale relativo alle risoluzioni bancarie all’interno dell’Unione bancaria.

Questo è l’assetto dell’Unione bancaria attualmente, anche se i dibattiti e le riforme in questo campo sono in continua evoluzione e cambiamento. L’obiettivo finale, tuttavia, è sempre quello di raggiungere la stabilità dell’Eurozona, mantenendo l’integrazione finanziaria, che è una condizione fondamentale affinché esista l’UE. Proprio in questi giorni Danièle Nouy, capo della vigilanza della BCE, ha affermato che l’istituto presenterà a breve delle proposte per una soluzione del problema delle sofferenze bancarie. Queste parole hanno dato un’iniezione di fiducia al settore bancario, i cui titoli sono volati in borsa, trascinando le borse europee al rialzo. (Vito Lops, il sole 24 ore, mercoledì 25 maggio 2016).

Alcuni economisti, tra cui G. Tabellini, A. Ubide e M.Obstfeld, hanno proposto, accanto all’Unione bancaria, la creazione di un’Unione fiscale, vista come un prerequisito dell’Unione bancaria, affinché venga risolto il problema del debito pubblico e della politica fiscale.

4.4 Unione fiscale e Stability Bonds

Secondo alcuni economisti per preservare l’integrazione finanziaria e la stabilità, l’Eurozona ha bisogno di avere una politica fiscale comune. Infatti per creare un sistema realmente

⁹ Per mutualizzazione si intende generalmente la condivisione di un debito attraverso più soggetti, che ne diventano garanti.

integrato e stabile non basta un'Unione bancaria, anche se questa sarebbe già un gran passo in avanti, ma sarebbe necessario implementare un sistema fiscale comune sia per garantire uniformità dal punto di vista delle regole fiscali, sia per uniformare i diversi livelli di debito pubblico nell'Eurozona. G. Tabellini, alcuni mesi fa, ha proposto un modello di Unione fiscale per l'Eurozona ed i modi in cui si potrebbe raggiungere (anche se è bene notare che questo argomento è stato già trattato da alti studiosi). Tuttavia la realizzazione di un'Unione fiscale comporterebbe la modifica di alcuni Trattati e riforme costituzionali negli stati membri, che non sono fattibili nell'immediato, a maggior ragione se si considera che ultimamente l'UE sta affrontando una crisi di sfiducia nelle istituzioni, trainata dal sempre crescente consenso dei partiti euroscettici, particolarmente nei paesi del nord Europa (come Germania, Austria, Francia).

Dal momento che i paesi europei sono nati indipendenti l'uno dall'altro, non è pensabile creare un'Unione fiscale come quella degli USA, pertanto anche sotto un prevedibile scenario di Unione fiscale molte funzioni governative rimarrebbero a livello nazionale. Infatti la priorità sarebbe quella di creare un organismo complementare all'Unione monetaria, principalmente in due modi: 1) realizzando una struttura in cui la stabilizzazione fiscale sia gestita a livello europeo; 2) fornendo risorse per resistere alle crisi finanziarie sistemiche (crisi bancarie e crisi del debito pubblico).

Il primo punto è stato enfatizzato nel Five President's Report. L'Eurozona ha bisogno di strumenti politici con i quali poter gestire la domanda aggregata e le politiche di stabilizzazione durante i periodi di recessione. Infatti in circostanze eccezionali, la politica monetaria deve essere coordinata con la politica fiscale per riuscire a sostenere la domanda aggregata. Dato il corrente trend di deflazione, è possibile che i bassi tassi di interesse (zero-bound on interest rates) saranno una minaccia ricorrente per gli anni avvenire. Se sarà così, la mancanza di una politica fiscale a livello europeo potrebbe essere un problema in più per l'Eurozona, quindi il principale obiettivo dell'Unione fiscale dovrebbe essere quello di eliminare tale problema.

Il secondo punto, invece, è più controverso. A parere del Five President's Report, questa funzione è già svolta dal Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM), tuttavia si hanno dei dubbi sul fatto che la sua struttura corrente è adeguata per prevenire il rischio di un arresto improvviso di capitali, sia perché le sue risorse finanziarie potrebbero rivelarsi insufficienti per affrontare una crisi sistemica, sia perché la decisione di stabilire se un membro dell'ESM deve fornire supporto per la stabilità è presa all'unanimità e prima richiede l'approvazione da parte di alcuni Parlamenti nazionali.

Per questi motivi, il rischio di un'uscita dall'Euro e quello di un arresto improvviso di capitali rimangono due problemi aperti. Infatti l'unione monetaria ha bisogno di un sistema effettivo di

condivisione dei rischi in circostanze straordinarie per continuare a sopravvivere nel lungo periodo. Gros e Belke (2015) sostengono che la condivisione dei rischi messa in atto attraverso la creazione dell'Unione bancaria e di un mercato dei capitali unito è sufficiente ad assorbire le perdite derivanti dalle crisi finanziarie e pertanto non si pone il problema di creare un Unione fiscale. Tuttavia i sostenitori dell'Unione fiscale controbattono, sostenendo che la struttura attuale limita le risorse necessarie per il SRF nel caso in cui si verifica una crisi bancaria, dal momento che impongono un arduo meccanismo di bail-in ai creditori. Ciò fa aumentare il rischio di contagio e di un effetto domino e può essere una soluzione non perseguibile nel caso di una crisi bancaria sistemica.

Inoltre non si può ottenere un'Unione bancaria perfetta in Europa nemmeno nel lungo periodo, se il rischio di uscita dall'euro e di arresti improvvisi di capitale rimangono due problemi significativi. In presenza di questi rischi, le banche saranno influenzate a livello nazionale anche se sono sotto una supervisione comune a livello europeo. Pertanto Tabellini sostiene che l'Unione fiscale è un prerequisito per la costituzione di un mercato unico dei capitali e di un'Unione bancaria ben funzionanti.

Tuttavia, l'Eurozona non ha bisogno di costituire un'Unione fiscale con un sistema di tassazione proprio (tipo quella degli USA), ma un'unione in cui ogni stato membro contribuisca attraverso dei trasferimenti di denaro periodici per un periodo di tempo medio-lungo. Questo sistema permetterebbe all'Eurozona di emettere titoli di debito propri durante i momenti di crisi oppure per mantenere la stabilità fiscale. Come sostenuto da Ubide (2015) e Corsetti e al. (2015) questi titoli di debito sarebbero sostenuti da entrate fiscali specifiche raccolte dagli stati membri e destinate a coprire una sorta di "debito pubblico dell'Eurozona".

Corsetti propone l'emissione di titoli di stato europei, i c.d. "stability bonds" o "Eurobonds", garantiti da versamenti periodici da parte degli stati membri, che destinano parte delle loro entrate fiscali per coprire il "debito pubblico" europeo. Successivamente, i ricavi provenienti da questi "Stability bonds" dovrebbero essere usati per risanare il debito pubblico nazionale finché non raggiunga il 60% del PIL in ogni paese europeo. L'obiettivo principale di questo progetto è quello di ridurre la fragilità dell'Eurozona liberandola della gravosa eredità dell'elevato debito pubblico. Tuttavia, dal momento che l'ammontare attuale del debito pubblico differisce notevolmente fra stati membri, gli "Stability bonds" sarebbero sostenuti in gran parte dai paesi più indebitati che hanno un interesse maggiore di risanare il loro debito pubblico: questo potrebbe rivelarsi un problema perché indebolirebbe il rating dei bonds.

Ubide propone uno schema simile a quello di Corsetti, con l'unica differenza che le garanzie dei futuri ricavi sarebbero della stessa proporzione del PIL per tutti gli stati membri e gli "Stability bonds" sarebbero utilizzati in primo luogo per la stabilizzazione fiscale e la

condivisione dei rischi in circostanze straordinarie piuttosto che per risanare il debito pubblico. Egli immagina di fissare gli “Stability bonds” al 25% del PIL dell’Eurozona.

In questa prospettiva l’Eurozona sfrutterebbe al massimo la sua prerogativa chiave di essere un’istituzione sovranazionale. Inoltre in tal modo gli stati membri trasferirebbero la sovranità su un ammontare specifico di entrate fiscali a livello europeo.

Ottenere un’Unione fiscale, significherebbe rendere i policy makers europei responsabili politicamente; in tal modo si verrebbe a creare una sorta di European Fiscal Institute (EFI), il quale sarebbe un’evoluzione dell’ESM, ma con nuove funzioni, nuove risorse ed una responsabilità maggiore. Esso sarebbe governato dall’Eurogruppo e da un consiglio esecutivo più piccolo con “Agenda setting powers”, e il suo presidente assumerebbe i panni di una sorta di Ministro del Tesoro europeo. La grande novità di questo istituto sarebbe quella relativa al processo decisionale, che prevedrebbe l’abbandono dell’unanimità in molte decisioni. Pertanto il processo decisionale sarebbe più snello e tempestivo, dal momento che non basta più il veto di un singolo stato per annullare una decisione. Questa novità, tuttavia, pone dei problemi di legittimità democratica, che però, possono essere superati coinvolgendo nelle decisioni il Parlamento europeo, che è l’unico organo europeo eletto democraticamente.

Oltre a questi compiti l’EFI sarebbe chiamato anche a svolgere il ruolo di responsabile della disciplina fiscale all’interno degli stati membri (ruolo attualmente svolto dalla Commissione Europea e dal Consiglio Europeo).

Nel tempo, l’obiettivo sarebbe quello di far sì che l’EFI si evolva in una vera e propria Unione fiscale e che possa avere un meccanismo di entrate fiscali proprie, una sorta di entrata fiscale europea. Tuttavia è importante ricordare che ottenere tutto ciò sarà molto difficile a causa delle divergenze di vedute all’interno dell’Eurozona ma anche perché gli stati dovrebbero cedere parte della loro sovranità su parte dei ricavi provenienti dalle entrate fiscali. Oltre a questo un altro problema potrebbe essere che non tutti i paesi possono percepire come simmetrici i benefici di queste misure: per gli stati più deboli ed indebitati, i benefici degli Stability bonds sono maggiori, però allo stesso tempo per tali stati ci sarebbe anche una più grande perdita di sovranità, dovuta al fatto che sarebbero quelli che ricorrerebbero di più all’EFI, e quindi sarebbero più soggetti ai veti da parte di quest’ultimo.

4.4.1 Stability Bonds o Eurobonds

Vediamo come funzionerebbero questi ipotetici Stability Bonds (secondo la visione di G. Tabellini, che riprende quella di Ubide e di Corsetti). Tutti gli stati dell’Eurozona versano un determinato ammontare delle loro entrate fiscali all’European Fiscal Institute; tale ammontare è espresso come una percentuale del PIL, che non ecceda il 25% ed è uguale per tutti gli stati.

Partendo da questi trasferimenti, in futuro, si potrebbe arrivare a creare un sistema di tassazione europeo che andrebbe a garantire gli Stability bonds. Tuttavia affinché i titoli abbiano un rating alto, un rating AAA, è necessario dare all'EFI il potere di richiedere trasferimenti extra in caso di necessità.

Il principale obiettivo degli Stability bonds è quello di gestire la domanda aggregata senza fare affidamento sulla coordinazione delle politiche fiscali nazionali. Pertanto, durante le fasi di recessione, l'EFI emetterà una quantità maggiore di bonds per finanziare gli stati membri in difficoltà; oppure in caso di crisi finanziarie sistemiche o arresti improvvisi di capitali l'EFI per ristabilire la stabilità finanziaria può utilizzare i ricavi dei bonds per prestare soldi agli stati membri che hanno perso l'accesso al mercato diretto dei capitali. Successivamente, durante le situazioni di normalità, l'EFI utilizzerà i soldi messi a disposizione dagli stati membri per ripagare i bonds emessi durante i periodi di recessione, in modo tale da evitare che si accumuli un elevato debito pubblico. Attraverso gli Stability bonds l'Eurozona otterrebbe notevoli benefici, infatti acquisirebbe degli strumenti di politica fiscale con i quali stabilizzare la domanda aggregata e concedere prestiti in caso di emergenza. Inoltre, in questo modo la composizione del debito pubblico dell'Eurozona diventerebbe più efficiente, dal momento che gli Stability bonds sarebbero più sicuri dei bonds nazionali, perché avrebbero una scadenza più lunga, circolerebbero in minore quantità, sarebbero garantiti dalle entrate fiscali aggregate di tutti gli stati membri e sarebbero gestiti a livello europeo. Inoltre il debito pubblico nazionale si ridurrebbe e l'accentramento a livello europeo darebbe maggiore credibilità agli obiettivi di riduzione del debito pubblico nei paesi altamente indebitati.

Dal punto di vista del circolo debito pubblico-banche, gli Stability bonds, rappresentano una possibile fonte di diversificazione per le banche, che ridurrebbe la loro dipendenza dal debito pubblico nazionale e farebbe aumentare la condivisione dei rischi.

4.5 Cosa abbiamo ottenuto fino ad oggi?

Come dice Jean Pisani-Ferry, l'Europa oggi rappresenta la somma di poche soluzioni e tante mezze soluzioni. Infatti i paesi non trovandosi pienamente d'accordo sulle soluzioni di lungo periodo da intraprendere, solo al verificarsi di situazioni estreme cercano di trovare delle soluzioni temporanee per mitigare i rischi. I paesi europei fino ad oggi hanno seguito la c.d. "dottrina dell'ultima ratio". Ciò nel lungo periodo non porta a nulla, e non fa nulla per rinforzare l'U.E. Infatti, ad oggi, a causa dell'assenza di meccanismi di protezione fiscale comuni a livello europeo, l'Unione bancaria rimane incompleta, lasciando aperto il problema del Trilemma finanziario. Il maggior ostacolo che sta affrontando oggi l'Europa è dato dalla mancanza di un punto di vista condiviso fra i vari paesi membri. Purtroppo l'U.E. è lacerata al suo interno

dall'incessante braccio di ferro tra paesi "forti" e paesi "deboli", e tutto ciò sta ostacolando i passi verso un'ulteriore integrazione, addirittura mettendo a rischio quella già esistente.

Fino ad oggi, concretamente, ci sono stati tre tipi di riforme in risposta alla crisi dell'area euro:

1) gestione delle crisi: è stato implementato un sistema di gestione delle crisi attraverso la creazione del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) e l'uso delle Transazioni monetarie dirette (Outright Monetary Transaction, OMT) da parte della BCE;

2) sorveglianza: sono state introdotte una serie di regole e procedure per rinforzare ed ampliare il regime di sorveglianza, anche se si sono rivelate confuse ed indecifrabili anche per gli stessi stati membri. Inoltre la legittimità del sistema politico europeo è bassa, e la credibilità di eventuali sanzioni rimane discutibile. Pertanto il problema che bisogna affrontare in un futuro prossimo è quello di rinforzare ancora il sistema di regole europee, anche se le spinte verso la decentralizzazione sono forti;

3) Unione bancaria: è stata iniziata l'Unione bancaria, tuttavia questa non è ancora completa, ed il circolo banche-debito non è stato ancora risolto del tutto. Infatti, i paesi più deboli sono ancora largamente esposti al debito sovrano, e ciò significa che ristrutturare questo debito potrebbe avere conseguenze letali per le banche. Le banche possono tutelarsi soltanto diversificando i loro investimenti in portafoglio. Nonostante la creazione del Meccanismo unico di risoluzione, i paesi sono ancora esposti al rischio di farsi carico del salvataggio del sistema bancario. Anche se la crisi ha fatto sì che cambiasse la visione politica degli stati e che il denaro dei contribuenti non fosse più la fonte principale per i salvataggi delle banche, i paesi rimangono comunque esposti dal momento che i contribuenti possono essere sempre chiamati in causa come "prestatori di ultima istanza". Tutto ciò avverrà finché non ci sarà la mutualizzazione dei rischi da parte degli stati membri.

Conclusioni

Abbiamo visto come i problemi evidenziati dal Trilemma finanziario, emersi in seguito alla crisi, stanno affliggendo i vari policy maker di tutto il mondo, che si accingono a trovare delle soluzioni condivise per stabilizzare il sistema dal punto di vista finanziario. Tuttavia ancora non si è giunti a nulla di veramente concreto. I Paesi in via di sviluppo sembrano restii ad implementare delle norme uniformi a quelle dei paesi industrializzati perché in tal modo sperano di attirare l'attenzione delle filiali e delle sussidiarie delle banche dei paesi sviluppati. Infatti uno dei fattori che ha spinto l'internazionalizzazione del sistema bancario è stato il desiderio delle banche di sfuggire ai regolamenti nazionali sull'attività finanziaria, o agli stringenti sistemi di tassazione. Le banche dei paesi industrializzati per sfuggire ai regolamenti nazionali (come i requisiti di capitale, o la tassazione) stanno creando sempre più filiali nei paesi emergenti, peggiorando in tal modo la stabilità del sistema. Pertanto diventa sempre più complicato per i singoli governi nazionali supervisionare una banca di grandi dimensioni oppure salvarla in caso di un possibile fallimento; inoltre in caso di fallimento si creerebbe un effetto domino devastante. Si è cercato di trovare degli accordi attraverso le regole implementate con il Comitato di Basilea, tuttavia finché rimangono i paradisi fiscali, in cui i sistemi di regolamentazione sono pressoché inesistenti, le banche riescono ad aggirare i sistemi nazionali, ed a sfuggire alle autorità nazionali, anche se dopo la crisi si è cercato di limitare l'attività offshore.

Gli EMEs non riescono a capire che con norme sempre meno stringenti peggiorano la loro condizione e aumentano il rischio dei deflussi improvvisi di capitale; inoltre se una banca dovesse fallire ciò sarebbe catastrofico anche per loro. Pertanto dovrebbero cercare di implementare dei sistemi di regolamentazione simili a quelli dei paesi avanzati e cercare di collaborare con questi ultimi, evitando di attirare le banche attraverso un comportamento sleale che si basa su sistemi di regolamentazione più permissivi.

Gli USA, dal canto loro, dopo la crisi si sono resi conto che serviva una regolamentazione bancaria forte e poco permissiva; infatti una delle cause della crisi economica e dei suoi effetti devastanti è stata la politica bancaria di laissez-faire e di deregolamentazione permessa dalle amministrazioni pre-crisi (in particolare quella Bush) e voluta dalle banche di Wall Street, che ha fatto sì che le istituzioni finanziarie USA assumessero dimensioni enormi e diventassero "troppo grandi per fallire". Tuttavia le norme implementate devono fare i conti con un contesto bancario pienamente integrato a livello internazionale e con le crescenti dimensioni delle banche che diversificano sempre di più la loro attività oltre i confini.

Per quanto riguarda, invece, l'UE, il problema è ancora più complicato, poiché questa, a mio avviso, si trova a fronteggiare un Trilemma finanziario con il resto del mondo (USA, EMEs ecc.) ed un Trilemma finanziario al suo interno (tra i paesi che la compongono). Per quanto riguarda il primo Trilemma, l'UE sta affrontando un problema simile a quello degli USA, infatti i policy maker stanno cercando di implementare forme di regolamentazione stringenti per tutelare il sistema bancario, ma queste devono fare i conti con la diversificazione dell'attività bancaria verso i paradisi fiscali e con tutte le problematiche concernenti la collaborazione internazionale. Infatti anche i Paesi Europei stanno cercando di collaborare attraverso il Comitato di Basilea con il resto del mondo per cercare di creare un sistema bancario internazionale più stabile e sicuro.

Pertanto il Trilemma finanziario rimane un problema finché non si riuscirà ad ottenere delle norme internazionali uniformi e dei sistemi di vigilanza e risoluzione bancaria che collaborano tra di loro. Il Comitato di Basilea, dal suo canto, sta cercando di fare molto per implementare la sicurezza bancaria, la collaborazione fra i governi e per armonizzare il settore bancario su scala mondiale, tuttavia la crisi ha evidenziato che non è sufficiente che le autorità di regolamentazione assicurino la solidità di una singola istituzione bancaria, perché ciò non assicura la stabilità del sistema nel suo insieme. Infatti il Comitato di Basilea si è basato da sempre su una prospettiva microprudenziale, non considerando il sistema nel suo insieme; e anche Basilea III non fa abbastanza per correggere questo problema. Bisognerebbe cercare di seguire un approccio macroprudenziale e considerare il sistema finanziario nel suo insieme, in modo tale da correggere questi problemi. Basilea III, tuttavia, in alcuni ambiti segue la scia di un approccio macroprudenziale, ad esempio per quanto riguarda la proposta di far aumentare il rapporto tra capitale ed attività durante le fasi di rapida crescita del credito in modo tale da rendere il sistema più stabile durante un calo del credito: questa è una c.d. politica anticiclica, che segue un approccio macroprudenziale. Tuttavia ancora non è abbastanza, pertanto si spera che il prossimo Comitato di Basilea, l'ipotetico Basilea IV, faccia di più per correggere questi problemi e si basi del tutto su una prospettiva macroprudenziale, cercando inoltre di implementare la collaborazione internazionale. Infatti un altro problema del sistema bancario è legato al fatto che molti governi, dal punto di vista della regolamentazione, discriminano tra depositi denominati in valuta nazionale (gravati da regolamentazioni abbastanza stringenti) e depositi denominati in valuta estera (che godono di norme più permissive), ma ciò accade anche tra transazioni con clienti nazionali e transazioni con clienti esteri. Questa discriminazione di regolamentazione è una delle cause dell'aumento dell'integrazione finanziaria, che, pur essendo un bene, non dovrebbe essere incentivata da un comportamento sleale di questo tipo, basato su una differenziazione di regolamentazione, e non deve essere utilizzata come modo per aggirare

i regolamenti nazionali, altrimenti il sistema diventa sempre meno stabile e vulnerabile alle crisi.

L'integrazione finanziaria deve essere un modo per incentivare l'attività multinazionale d'impresa e per sfruttare al massimo i benefici derivanti dalla diversificazione del rischio e dal commercio internazionale.

Per quanto riguarda il Trilemma finanziario all'interno dell'UE il discorso è un po' diverso, e merita una particolare trattazione. I Paesi dell'UE condividono la politica monetaria, ma rimangono indipendenti dal punto di vista fiscale, anche se devono attenersi alle regole imposte a livello Europeo. Il Trilemma in Europa assume delle caratteristiche peculiari, infatti, dal momento che c'è una politica monetaria ed una moneta unica e una BCE, è necessaria l'integrazione finanziaria, perché altrimenti il mercato europeo unico e la politica monetaria non potrebbero funzionare al meglio. Il Trilemma ha un obiettivo fisso, che è quello dell'integrazione finanziaria; se questa viene meno, viene meno anche l'UE. Nel periodo post-crisi, la tendenza verso la disintegrazione finanziaria all'interno dell'UE si è intensificata, e la stabilità dell'UE è sempre più minacciata.

La creazione dell'Unione bancaria potrebbe essere un'opportunità, da non sprecare, per far aumentare l'integrazione finanziaria e per rendere più stabile il sistema nel suo insieme. Attraverso un sistema bancario pienamente integrato il problema del Trilemma all'interno dell'Europa potrebbe essere risolto, anche se non del tutto, poiché rimarrebbero problemi legati alle differenze significative tra i diversi paesi (forti e deboli) ed alla politica fiscale. Infatti anche se con l'Unione bancaria, la politica monetaria potrebbe sfruttare al massimo le sue potenzialità, in particolari momenti, come recessioni o shock improvvisi, la politica monetaria da sola può fare molto poco, e ha bisogno di essere accompagnata dalla politica fiscale. Tutto ciò, va oltre la stabilità del sistema bancario, e tocca l'economia reale, a maggior ragione se si considera che in Europa le piccole e medie imprese sono legate in modo significativo al sistema bancario; infatti per raggiungere la stabilità all'interno dell'UE, non basta soltanto creare delle autorità di vigilanza e di risoluzione bancaria europee, ma è necessario anche implementare dei sistemi fiscali comuni. Per fare questo serve un'Unione fiscale, che come dice G. Tabellini, doveva essere un prerequisito dell'Unione bancaria. Il problema bancario in Europa si lega al problema fiscale, poiché non può esserci stabilità se rimangono ancora problemi come la possibilità di uscita dall'Euro o come il deflusso improvviso di capitali dai paesi più deboli. L'unione bancaria non fa nulla per risolvere questo, né tanto meno la politica monetaria da sola può fare qualcosa, anche se il sistema bancario è pienamente integrato. Dino Pesole, scrive così sul Sole 24 ore del 27 Maggio 2016, rifacendosi alle parole pronunciate da Vincenzo Boccia, il neo presidente di Confindustria, in occasione del suo discorso inaugurale:

“Pare fuorviante coltivare l’illusione che la politica monetaria possa da sola riattivare quel prezioso circolo virtuoso dell’Economia che porta alla crescita. La BCE <<sta facendo tutto quello che è in suo potere>>¹⁰, ma ora servono anche i pilastri delle riforme e di politiche di bilancio <<coordinate, puntando all’Unione fiscale>>”.

Quindi se si vuole andare avanti bisogna progredire verso un’Unione fiscale, tuttavia non è necessaria per adesso un’unione come quella degli USA, ma un sistema che possa disporre della politica fiscale nei momenti di difficoltà.

Pertanto per risolvere il Trilemma in Europa è necessario innanzitutto completare l’Unione bancaria e fare sì che questa sia efficiente, successivamente (anche se questo doveva essere fatto prima), bisogna implementare un sistema fiscale comune, attraverso la creazione degli Stability Bonds. In questo modo il sistema diverrebbe più integrato sia dal punto di vista finanziario che fiscale, sarebbe stabile a sufficienza dal punto di vista finanziario e fiscale per sopportare shock improvvisi o recessioni e si avrebbero delle autorità sovranazionali che vigilano e controllano il sistema bancario, la politica monetaria e, quando necessario, anche la politica fiscale. A questo punto, non solo il Trilemma, che in Europa assume i connotati di Trilemma finanziario-fiscale, sarebbe risolto del tutto, ma si giungerebbe soprattutto al completamento del disegno di un Unione Europea veramente unita e stabile, in grado di superare le paure e le divisioni interne attuali, pronta ad affrontare il resto del mondo e a sfruttare appieno tutte le sue preziose risorse. Infatti bisogna ricordare che se gli stati europei si unissero per realizzare una forma di Stati Uniti d’Europa, che condividono la politica fiscale, monetaria, un sistema bancario e un mercato unico, questo stato avrebbe il mercato più ricco del mondo, e un debito aggregato minore di quello USA: diventerebbe una superpotenza.

Tuttavia, questa visione ultra ottimistica incontra innumerevoli inconvenienti, soprattutto in seguito alle tensioni emerse con la crisi. Infatti bisogna tenere presente che le paure e le divisioni all’interno dell’UE sono molte e lo scetticismo verso le istituzioni europee e la loro democraticità è veramente alto, soprattutto nei paesi del nord Europa. I Partiti Euroscettici e populistici, stanno riscuotendo sempre più consensi all’interno dei paesi dell’UE, trovando terreno fertile nelle incertezze nei confronti delle istituzioni e nelle paure verso il terrorismo, male che sta affliggendo l’Europa da qualche anno. Purtroppo i dati sono scoraggianti, basti pensare che in Austria il Partito della libertà austriaco, Euroscettico e della destra nazista-conservatrice, ha riscosso un grande successo nelle recenti elezioni, ottenendo il 51,9% dei suffragi e arrivando al ballottaggio, dove ha perso soltanto grazie agli 885 mila voti per corrispondenza. Tuttavia il rischio del contagio è estremamente forte, dal momento che anche

¹⁰ Le parole tra parentesi sono quelle riprese dal discorso di V. Boccia.

negli altri paesi europei questi partiti stanno avanzando. Inoltre il 23 giugno in Gran Bretagna ci sarà il referendum per il “c.d. Brexit”, in cui si deciderà se la Gran Bretagna continuerà ad a far parte o meno dell’UE. Di sicuro la sua uscita, rappresentando un unicum nella storia Europea, infliggerebbe un durissimo colpo alla credibilità politica, economica e strategica del progetto europeo, e quindi alimenterebbe ancora di più l’ondata euroscettica all’interno dei paesi UE.

Pertanto se si riuscirà a superare questa situazione di sfiducia verso le istituzioni europee, si potrà continuare a parlare di completare l’Unione bancaria e creare una forma di Unione fiscale, altrimenti credo che, se si continua su questa scia, sarà difficile continuare a parlare anche di Unione Europea e di Euro. Certamente, su questo fronte, a mio avviso, il risultato del referendum sul Brexit, sarà un fattore decisivo, poiché nel caso in cui la Gran Bretagna rimanesse nell’UE i partiti Euroscettici subirebbero un duro colpo.

Come abbiamo visto, il Trilemma in Europa, assume una dimensione più ampia rispetto agli altri paesi, poiché dietro al funzionamento del sistema bancario, che rimane il nostro punto di partenza, c’è un ragionamento economico, legato all’economia reale, e politico, legato all’Euroscetticismo, che lo rendono più affascinante e difficile da comprendere.

Bibliografia

Carmassi, J., Micossi, S., Di Noia, C. (2012), “Banking Union in the Eurozone and the European Union”, CEPS Paperback, CEPS, Bruxelles.

Cerretelli, A. (2016), “L’Unione da ritrovare nel segno di Delors”, in *Il sole 24 ore*, 27 Maggio.

Claessens, S., Herring, R., and Schoenmaker, D. (2010), “A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions”, 12th Geneva Report on the World Economy, CEPR, London.

Coeurè, B. (2012), “Why the Euro needs a banking union”, ECB.

Constancio, V. (2012), “Towards a European Banking Union”, ECB.

Corsetti, G., Feld, L., Lane, P., Reichlin, L., Rey, H., Vayanos, D., Weder di Mauro, B. (2015), “A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt”, Monitoring the Eurozone 1, CEPR.

European Commission (2015), “A European Deposit Insurance Scheme (EDIS) – Frequently Asked Question”, Strasburg, 24 November.

European Commission (2015), “Updated version of first memo published on 15/04/2014 – Banking Union: restoring financial stability in the Eurozone”, Bruxelles, 24 November.

Europeg (2014), “Banking Union as a means of strengthening EMU”, in *Policy Brief* no. 6, October.

Freixas, X. (2003), “Crisis Management in Europe”, in Kremers, J., Schoenmaker, D., Wierst, P. (Eds.) (2003), *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, pp. 102-119.

Gross, D., Belke, A. (2015), “Banking Union as a Shock Absorber: Lessons for the Eurozone from the US”, CEPS, Bruxelles.

Krugman, P. R., Obstfeld, M., Melitz, M. J., Edizione italiana a cura di Helg, R. (2015), *Economia internazionale 2*, Decima edizione, Pearson.

Loops, V. (2016), in *Il sole 24 ore*, 25 Maggio.

Obstfeld, M. (2013), “Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis”, Economic Papers 493, European Commission, Director-General for Economic and Financial Affairs.

Obstfeld, M. (2015) comments by Otmar Issing and Takatoshi Ito, “Trilemmas and tradeoffs: living with financial globalization”, BIS Working Papers, No. 480.

Pesole, D. (2016), “Puntare all’unione fiscale, completare l’unione bancaria – L’Italia hub internazionale del gas”, in *Il Sole 24 ore*, 27 Maggio.

Pignatelli, M. (2016), “Da Vienna a Parigi, da Amsterdam a Berlino: l’onda euroscettica che spaventa l’Europa”, in *Il sole 24 ore*, 20 Maggio.

Pisani-Ferry, J. (2016), “The Eurozone’s Zeno paradox – and how to solve it”, VoxEU.org.

Rey, H. (2013), “Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence” in *Global dimensions of unconventional monetary policy*, proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole symposium, 2013, pp 285–333.

Schoenmaker, D. (2005), “Central Banks and Financial Authorities in Europe: What Prospects?”, in Masciandaro D. (Eds.) (2005), *The Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, pp. 398-456.

Schoenmaker, D., Van Laecke, C. (2007), “Current State of Cross-Border Banking”, in Evanoff, D., Kaufman, G., LaBrosse, J. (Eds.) (2007), *International Financial Instability: Global Banking & National Regulation*, World Scientific, Singapore, pp. 39-63.

Schoenmaker, D. (2009), “The financial crisis: Financial trilemma in Europe”, VoxEU.org, 19.

Schoenmaker, D. (2011), “The Financial Trilemma”, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 11-019/2/DSF 7.

Schoenmaker, D. (2012), “Banking supervision and resolution: the European dimension”, in *Law and Financial Markets Review*, 6:1, 52-60.

Spaventa, L. (2007), “Integrazione finanziaria Europea e legislazione comunitaria”, in occasione del *Master Parlamento e Politiche Pubbliche*, Roma, 2 Maggio 2007.

Tabellini, G. (2015), “Il Trilemma dell’Europa e la scelta delle priorità”, in *Il Sole 24 Ore*, 2 Agosto.

Tabellini, G. (2015), “The main lessons to be drawn from the European financial crisis”, in Baldwin, R., Giavazzi, F., *The Eurozone Crisis: A consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, eBook and VoxEU.org.

Tabellini, G. (2016), “Which fiscal union?”, VoxEU.org.

Thygesen, N. (2003), “Comments on The Political Economy of Financial Harmonisation in Europe”, in Kremers, J., Schoenmaker, D., Wierds, P. (Eds.) (2003), *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, pp. 142-150.

Ubide, A. (2015), “Stability Bonds for the Euro Area”, Peterson International Institute for International Economics N. 15-19.

Vèron, N. (2013), “Bank versus non-bank credit in the United States, Europe and China”, Bruegel Policy Contribution, Issue 2013/07, June.

Woodford, M. (2010), “Globalization and monetary control”, in Galí, J., Gertler, M. (Eds.) (2010), *International dimensions of monetary policy*, University of Chicago Press.

Sitografia

www.bancaditalia.it

www.bankpedia.org

www.bis.org

www.ceps.be

www.ecb.europa.eu

www.esm.europa.eu

www.europa.eu

www.europarl.europa.eu

www.ilsole24ore.it

www.treccani.it

www.voxeu.org