

Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Macroeconomia

# **Rischi e benefici dell'Unione Bancaria Europea**

RELATORE: Egr. Prof. Pietro Reichlin

CANDIDATO: Daniel Mele

matr.195901

Anno accademico 2017-2018

---

*L'euro è come un calabrone. Quest'ultimo è un mistero della natura perché non dovrebbe volare invece lo fa. Così l'euro è stato un calabrone che ha volato per diversi anni. Probabilmente c'era qualcosa nell'atmosfera, nell'aria, che faceva volare il calabrone. Adesso qualcosa deve essere cambiato nell'aria, e noi sappiamo cosa dopo la crisi finanziaria. Il calabrone dovrebbe evolversi in una vera ape.*

---

Mario Draghi, Presidente della BCE, Global Investment Conference, Londra,  
26 luglio 2012

---

# Indice

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>4</b>
<b>1. LE FRAGILITÀ DEL SISTEMA BANCARIO</b>	<b>5</b>
1.1 L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA	5
1.2 IL MANAGEMENT DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE	6
1.3 LA REGOLAZIONE FINANZIARIA	9
<b>2. DALLA CRISI ALL'UNIONE BANCARIA EUROPEA</b>	<b>12</b>
2.1 UN SISTEMA BANCARIO IN DIFFICOLTÀ	12
2.2 IL CONTAGIO NELL' EUROZONA	15
2.3 DAL BAIL-OUT AL BAIL-IN	17
<b>3. LA REGOLAMENTAZIONE</b>	<b>20</b>
3.1 BASILEA E LA RICEZIONE EUROPEA	20
3.2 RISCHI E BENEFICI DI UNA DISCIPLINA COMUNE MA DIFFERENZIATA	24
<b>4. LA SUPERVISIONE</b>	<b>27</b>
4.1 DALLA EUROPEAN BANKING UNION AL SINGLE SUPERVISORY MECHANISM	27
4.2 RISCHI E BENEFICI DI UNA BCE DALLE DUPLICI FUNZIONI	29
<b>5. LA RISOLUZIONE</b>	<b>34</b>
5.1 IL SINGLE RESOLUTION MECHANISM E L'EUROPEAN DEPOSIT INSURANCE SCHEME	34
5.2 RISCHI E BENEFICI DI UN'UNIONE BANCARIA INCOMPLETA	37
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>41</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>44</b>

# Introduzione

La recente crisi finanziaria iniziata nel 2007 ed in particolare la seguente crisi del debito sovrano del 2010, hanno offerto degli spunti di riflessione importanti per continuare nella direzione giusta il processo di integrazione europea. L'idea di un'unione bancaria europea (BU) è ormai una delle grandi sfide che occupano lo scenario politico internazionale, sfida che però rende indispensabile un accordo comune che va a scavare in quel sentimento europeo che sempre più viene ad essere minacciato da forze politiche distanti.

Partendo da un settore finanziario surriscaldato, la crisi è andata successivamente a colpire uno degli attori principali del sistema economico, e nel caso della meno capitalizzata EU forse addirittura il protagonista, il settore bancario. La mancanza di una comune gestione regolativa, di sorveglianza e risolutiva, ha mostrato come il vecchio continente sia incredibilmente fragile ad un rischio sistemico che nel ciclone dei vari effetti domino rende ancor più opprimente il debito pubblico europeo. Il processo ha quindi avuto inizio attraverso direttive e regolamenti che, tra parole ormai sempre più comuni per i risparmiatori (Bail-in, Stress test, BRRD), mirano ad una riforma organica del sistema bancario europeo sottostando a parole d'ordine come armonizzazione e certezza. Creare un sistema bancario sicuro ed affidabile che non conduca in momenti di difficoltà a ricorrere alle tasche dei cittadini non è però un compito facile.

Numerosi enti sono stati creati e la BCE ha iniziato ad avere un ruolo ancor più determinante per le sorti del mercato unico. L'analisi economica mostra come anche in questo caso i benefici coesistono con i rischi. Indipendenza e credibilità della BCE, azzardo morale del sistema bancario e sicurezza dei risparmiatori sono solo alcuni dei temi affrontati nello studio dei costi e dei benefici del percorso europeo che mira ad una governance bancaria comune, studio indispensabile per un corretto funzionamento della stessa. Resta inoltre importante analizzare la mancata realizzazione ad oggi del cosiddetto terzo pilastro della BU (lo schema di garanzia sui depositi comune), chiedendosi se la sua assenza mina la solidità dell'architettura a tal punto da rendersi indispensabile la sua istituzione.

Le banche restano gli intermediari finanziari per eccellenza, senza di loro un corretto sviluppo economico è di difficile immaginazione, rendere la loro disciplina uniforme nell'unione monetaria è ormai condizione imprescindibile per evitare sofferenze e difficoltà nelle numerose prove che il futuro ancor ci serba.

# 1. Le fragilità del sistema bancario<sup>1</sup>

## 1.1 L'intermediazione finanziaria

Vendereste la vostra auto usata su un mercato dove la presenza di “bidoni” non consente di ricevere un prezzo equo? Con questo interrogativo Akerlof evidenziava, nel suo classico del 1970 “The markets of lemons”, il ruolo dell’adverse selection nei mercati dominati da asimmetrie informative, tra i quali assume particolare rilevanza il mercato delle *securities*. Azioni e prestiti obbligazionari sono infatti i principali canali privati con cui il risparmio finanzia gli investimenti produttivi delle imprese. La presenza di asimmetrie informative ed alti costi di transazione rende la possibilità di un mercato paralizzato plausibile nel caso in cui i costi di screening e monitoraggio siano superiori al rendimento degli investimenti, il problema è ancor più rilevante se si considera l’eventuale free-riding che scaturirebbe da una produzione privata di informazioni. Per evitare la paralisi, la regolamentazione finanziaria ha sempre più un ruolo chiave per aumentare la quantità di informazioni presenti sul mercato ma, la velocità di diffusione di nuovi strumenti finanziari rende impossibile evitare una posizione di vantaggio delle imprese sui singoli risparmiatori. Gli intermediari finanziari, di cui le banche sono gli esponenti più accreditati, vengono ad essere attori essenziali nel sistema economico per un’efficiente allocazione dei fondi grazie alle loro economie di scale e di esperienza. In particolare, le banche possono evitare il problema del free-riding perché contrattano prestiti privati che non sono negoziati sui mercati, questo le protegge da eventuali investitori interessati in speculazioni sulla sua capacità di profitto derivante dall’esperienza maturata nell’analizzare la posizione delle imprese finanziate. Le banche inoltre, con il loro potere contrattuale e la loro efficacia nel monitoraggio, si prestano ad essere un’ottima soluzione anche per problemi di moral hazard successivi al finanziamento.

Le istituzioni finanziarie presentano però un aspetto controverso riguardante il conflitto di interesse. Esse infatti hanno la possibilità di sfruttare ampie economie di scopo<sup>2</sup>, in particolare riguardo il costo di produzione delle informazioni che può essere condiviso da più servizi offerti dall’istituto. Il conflitto nasce dal trade-off tra accuratezza delle informazioni prodotte e guadagni potenziali che l’intermediario si trova a fronteggiare. I principali conflitti di interesse

---

<sup>1</sup> Questo capitolo è basato sul lavoro di Mishkin, Frederick S. (2013): The economics of money, banking and financial markets, Frederick S. Mishkin, Kent Matthews, Massimo Giuliodori, European ed., part. 3

<sup>2</sup> Si intendono tutti quei risparmi che permettono la convenienza di intraprendere un business diverso dal settore di appartenenza per la presenza di costi comuni condivisibili.

con conseguenze gravi sulla stabilità finanziaria sono quelli presenti nelle banche di investimento (sottoscrizione vs ricerca), nelle società di revisione (auditing vs consulenza) e nelle agenzie di rating del credito (consulenza vs valutazione del credito). Seguendo il trend del Sarbanes-Oxley Act americano e del Global Legal Settlement del 2002, in Europa dal dicembre 2010 sono entrate in vigore le direttive sulla regolazione delle agenzie di rating a cui viene vietata la consulenza a determinate classi di imprese. Inoltre, la Commissione Europea ha sottolineato come l'ampio market share di soli 3 operatori (95% per Fitch, Moody's e S&P) rende pericolose alterazioni delle valutazioni del rischio, soprattutto per quanto riguarda il debito sovrano. Le direttive toccano anche altre aree della regolamentazione finanziaria mantenendo in ogni caso in capo alle singole nazionali determinate scelte che sfociano in un aumento della frammentazione finanziaria europea.

Le istituzioni finanziarie svolgono un ruolo basilare nella gestione del credito, un loro funzionamento errato ha un profondo impatto sull'andamento dell'economia. Nel caso in cui shock economici deteriorino i loro bilanci, gli intermediari si ritrovano a ridurre il finanziamento all'impresa e, nei casi peggiori, a rischiare il fallimento. Particolarmente pericolose sono le crisi innescate dall'aumento delle probabilità di default del debito sovrano e da fenomeni valutari. Nel momento in cui il rischio di fallimento interessa più intermediari inizia il cosiddetto panico bancario. Nel settore bancario è principalmente la presenza di asimmetrie informative a creare il contagio tra i vari istituti. I depositanti delle singole banche non conoscendo la qualità dei bilanci delle stesse ritirano i loro depositi peggiorando l'esposizione della banca e portandola al fallimento (le corse allo sportello), questo innesca una serie di conseguenze sugli altri intermediari che aumentano il rischio di solvibilità del sistema.<sup>3</sup>

## 1.2 Il management delle istituzioni finanziarie

I profitti delle banche derivano tradizionalmente dalla cosiddetta "maturity transformation" (*bank borrows short and lends long*), ossia l'intermediario si finanzia con passività a breve termine come depositi a vista o a tempo per finanziare progetti a lungo termine come mutui commerciali e prestiti alle imprese; la differenza tra il tasso a cui riesce a finanziarsi, pagato ai depositanti, e il tasso a cui eroga prestiti rappresenta il margine di guadagno classico del settore bancario. La banca usa i fondi ricavati da passività con determinate caratteristiche in termini di rischio, liquidità e rendimento per comprare *asset* con caratteristiche diverse. Questo è possibile per la "legge dei grandi numeri", gli intermediari infatti non si aspettano recessi sui depositi

---

<sup>3</sup> Per un approfondimento sulle corse agli sportelli (modello di Diamond-Dybvig) si rimanda al capitolo 5 riguardante l'assicurazione comune sui depositi.

sincronizzati e generalizzati e, mantenendo una quota liquida a riserva, riescono ad assolvere gli obblighi giornalieri con i depositanti. La singola banca si trova quindi a dover decidere riguardo le quattro aree seguenti: gestione della liquidità, gestione degli asset, gestione delle passività, gestione del capitale proprio.

La gestione della liquidità permette di fronteggiare i prelievi giornalieri richiesti dai depositanti. L'assenza di riserve sufficienti comporterebbe l'uso di fonti alternative per il fabbisogno di liquidità, in condizioni normali è il mercato interbancario a fornire questo servizio con prestiti *overnight*. Altra strada percorribile dal management è la vendita di asset altamente liquidi se presenti (cd *secondary reserves*), asset meno liquidi con il relativo sconto sulla vendita oppure revoca o vendita dei mutui erogati. Ultima opzione è il ricorso al prestito della banca centrale. Le riserve in eccesso presenti nel sistema bancario vengono quindi ad essere un'assicurazione contro il rischio di insolvenza particolarmente forte con mercati interbancari congelati, banche centrali non flessibili e bilanci gravati da asset non facilmente convertibili in liquidità. Più il costo associato con un deflusso di depositi è alto, più riserve in eccesso verranno mantenute liquide contraendo conseguentemente il credito alle imprese.

Nella gestione degli asset, il management deve cercare di massimizzare l'interesse che i suoi prestiti producono cercando i debitori con rischi di default più bassi. Allo stesso modo deve investire in securities ad alto rendimento e basso rischio con una particolare attenzione alla liquidità degli strumenti. Dal lato delle passività invece, la fonte classica era rappresentata dai depositi a vista che oggi si ritrovano ad avere sempre meno importanza con lo sviluppo e l'affermarsi del mercato interbancario e dei certificati di deposito (securities scambiate tra banche). Questa nuova flessibilità delle fonti ha anche avuto effetti sul lato degli investimenti aumentando la quota di prestiti produttivi concessi alle imprese e venendo sempre più a creare un *asset-liability management* (ALM) piuttosto che due gestioni separate.

La presenza del capitale proprio nel settore bancario ha come scopo principale quello di prevenire bank failure, il suo ammontare però è ritenuto un fattore influenzante il rendimento ottenibile dagli azionisti e per questa ragione le autorità regolative hanno fissato limiti minimi all'entità dello stesso. Infatti, sebbene aiuti a ridurre il rischio per la banca di diventare insolvente, al suo aumentare il rendimento degli azionisti si ritiene debba ridursi a parità di rendimento sugli asset:

$$ROA = \frac{NOPAT}{ASSETS}; ROE = \frac{NOPAT}{EQUITY CAPITAL}$$

$$\text{EQUITY MULTIPLIER: } EM = \frac{ASSETS}{EQUITY CAPITAL} \rightarrow ROE = ROA \times EM^4.$$

Essendo ipotizzato dagli operatori bancari questo trade-off tra sicurezza dei creditori e rendimenti degli azionisti, le autorità hanno imposto un ammontare minimo i cui meccanismi saranno discussi nei prossimi capitoli. Tuttavia, le assunzioni poste per il ragionamento precedente non sono prive di errori, la proposizione per cui il capitale bancario è costoso è respinta dalla letteratura economica. Sottostante questa interpretazione distorta si trova la non chiara distinzione tra costi privati e sociali, con gli ultimi non empiricamente collegati agli aumenti di requisiti patrimoniali. L'assunzione per cui il ROE dovrebbe diminuire data la nuova composizione delle passività enfatizza il lato dei costi privati degli azionisti dimenticando che il nuovo rendimento è minore soprattutto perché il rischio dell'investimento è diminuito. Infatti, una banca ben capitalizzata ha la possibilità di operare nel mercato del credito con maggior efficienza ed un innalzamento dei requisiti patrimoniali minimi comporterebbe dei costi privati (in alcuni casi persino nulli) largamente superati dai benefici sociali ottenibili (Admati et al. 2013). Generalmente quando il capitale è ritenuto eccessivo il risultato è un aumento dei dividendi degli azionisti in quanto ulteriori investimenti non migliorano il rendimento generale, viceversa in casi di carenza di capitale (probabili in periodi di crisi) la soluzione finale è rappresentata dalla riduzione del credito concesso perché l'emissione di nuove azioni spesso è impraticabile e la riduzione dei dividendi è una scelta impopolare.

Nella gestione bancaria il management si ritrova a dover scegliere come gestire il proprio profilo del rischio sintetizzato dal rischio di credito e il rischio sui tassi di interesse. Fenomeni di selezione avversa e incentivi di azzardo morale vengono quotidianamente affrontati dal sistema bancario. Infatti i debitori con il più alto profilo di rischio sono quelli più desiderosi di ottenere finanziamenti in quanto il loro rendimento atteso risulta maggiore, questo pone gli intermediari davanti ad una probabilità alta di futuri crediti deteriorati sia a causa della situazione ex-ante descritta, sia per la situazione seguente il finanziamento dove il debitore trae vantaggio da investimenti più rischiosi e comportamenti svantaggiosi per il creditore dato l'aumento sia di rischio che di rendimento presente. Le soluzioni create a questi problemi da parte degli intermediari sono numerose, è fondamentale comprendere come il ruolo degli stessi nell'economia offre vantaggi rispetto ad un mercato autarchico. Sfruttando forti economie di scala e una lunga esperienza, gli intermediari sono capaci di strutturare contratti con clausole

---

<sup>4</sup> NOPAT *net profit after taxes*; ROE *return on equity*; ROA *return on assets*  
(Mishkin, Frederick S. (2013): *The economics of money, banking and financial markets*, Frederick S. Mishkin, Kent Matthews, Massimo Giuliodori, European ed., cap. 3 pag 218)



restrittive del comportamento futuro del debitore e di monitorarlo efficientemente, inoltre grazie ad accurati processi di screening riescono a ridurre asimmetrie informative ad informazione nascosta. Assume notevole importanza inoltre la relazione tra imprese e banche, una sua lunga durata suppone infatti un rapporto di fiducia ed un maggiore scambio di informazioni (spesso evidenziato da linee di credito personali). Le banche proteggono sé stesse con meccanismi di credito razionato e richieste di collaterale sufficiente che rendono il sistema, in condizioni di normalità, stabile. Tuttavia, la copertura del rischio di credito non assicura totalmente il management che vede porsi la questione della variabilità dei tassi di interesse di mercato. Nel caso in cui le passività siano più sensibili alle variazioni dei tassi rispetto agli asset, un maggiore interesse comporta un minore profitto per la banca. Per ridurre tale rischio l'intermediario potrebbe ridurre la *duration*<sup>5</sup> dei propri asset o allungare quella delle passività cambiando quindi la sensibilità ai tassi relativa, purtroppo questi movimenti potrebbero essere molto costosi nel breve periodo. Resta infine da considerare un ulteriore rischio rappresentato dalle attività *off-balance-sheet* che sono diventate una percentuale sempre più significativa delle attività delle banche nonostante la loro natura straordinaria ad alto profilo di rischio.

### 1.3 La regolazione finanziaria

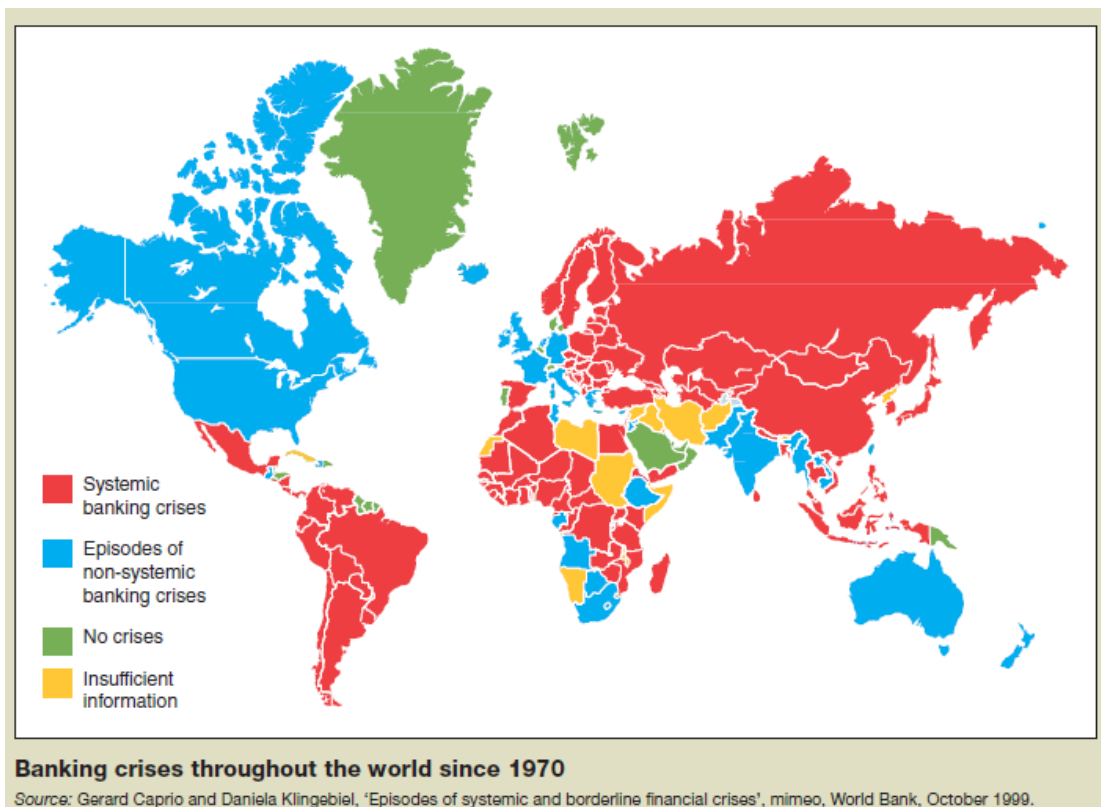
Storicamente, l'economia ha visto succedersi numerosi fenomeni di panico bancario<sup>6</sup> con conseguenze gravi sul benessere sociale. Per ovviare al ripetersi di queste situazioni è sempre più diffuso l'intervento governativo a supporto del sistema bancario, intervento che assume forme diverse in ogni paese ma con la finalità comune di proteggere i depositanti per evitare le corse agli sportelli e ridurre le probabilità di contagio.

---

<sup>5</sup> La *duration* è una misura della vita media di una securities con flussi di cassa ed è particolarmente utile per calcolare la sensibilità del prezzo di un titolo al tasso di interesse

$$\% \Delta P = -\% \Delta i \times D$$

<sup>6</sup> Spesso corrispondenti a cattivi raccolti o bolle speculative, ricordiamo i più famosi come la mania dei tulipani olandese (1634) o la bolle del British South Sea (1717) fino ad arrivare alla crisi americana del 1907 (con la creazione della FED) e alla recente crisi del 2007 innescata dai mutui sub-prime.



**Figura 1: Crisi bancarie nel mondo dal 1970 (Mishkin 2013)**

Una delle forme principali di *safety-net* governativo è l'assicurazione sui depositi che, sebbene con diverse intensità e modalità, tende a coprire determinate classi di *stakeholder* bancari ma, i suoi effetti positivi vanno a scontrarsi con l'aggravarsi dei problemi di informazione asimmetrica che innesca. Essendo infatti una fonte di sicurezza per la banca, essa si ritrova a trarre vantaggio nell'intraprendere progetti più rischiosi dato che nel caso di fallimento i costi associati andranno a ricadere sui contribuenti. Questo beneficio inoltre attira nuovi investitori più propensi al rischio nel settore bancario aggravando il problema della selezione avversa. È importante sottolineare come anche in assenza di una regolazione esplicita, un intervento governativo risulti empiricamente riscontrato nel caso in cui il fallimento riguardi istituti troppo importanti per fallire (TBTF<sup>7</sup>) sia per le ricadute occupazionali che reputazionali sul paese. Ulteriori misure regolative riguardano alcune restrizioni sugli asset acquisibili dall'intermediario, l'adozione di un *framework* comune (Basel Committee on Banking Supervision<sup>8</sup>) e i requisiti di redazione del bilancio.

<sup>7</sup> Fenomeno economico per cui l'interesse pubblico (di solito rappresentato dal governo) tende a non far fallire istituzioni ed imprese il cui fallimento potrebbe avere ripercussioni gravi sull'economia o la reputazione del paese.

<sup>8</sup> Cfr. Capitolo 3

La profittabilità del settore bancario e la sua solidità sono i due estremi tra i quali la regolazione si trova a stabilire un equilibrio, la sua presenza è giustificata dall'assunzione che le azioni private non regolamentate creano situazioni dove i costi sociali marginali sono più onerosi dei costi marginali privati (Coase 1988). Le conseguenze di un settore con norme non stringenti sono tra le cause della crisi globale del 2007, dimostrando come sugli shareholders giace un rischio di gran lunga inferiore al rischio che incorre l'economia. Tuttavia, porre un peso eccessivo sugli intermediari avrebbe effetti contrari a quelli auspicati decurtando i rendimenti del settore e rendendolo fragile. Aggiungendo al quadro le considerazioni riguardo la continua innovazione e consolidazione finanziaria che porta sempre più istituzioni a trovare modalità di elusione delle normative e, considerando i fenomeni di cattura del regolatore dove le autorità si ritrovano ad essere non competitive con il settore privato, risulta chiara la complessità del sistema.

## 2. Dalla crisi all'Unione Bancaria Europea

### 2.1 Un sistema bancario in difficoltà

Le immagini degli impiegati in strada con gli scatoloni pieni di fogli e le incredibili discese dei mercati azionari sono ancora impresse nella mente di chi la mattina del 15 settembre 2008 ha assistito al fallimento di chi era ritenuto l'esempio classico del *Too Big Too Fail*, la banca d'affari Lehman Brothers. Sebbene la rievocazione di un momento ancor così sconcertante sia utile nell'esemplificare il clima che la recente crisi ha introdotto nel sistema bancario, le conseguenze della crisi vanno oltre la ristrutturazione dei bilanci bancari gravati da titoli deteriorati e *NPLs*<sup>9</sup> e colpiscono chi dietro le quinte regola e supervisiona gli intermediari finanziari. Infatti, in un mercato finanziario sempre più interconnesso, la cosiddetta crisi dei mutui sub-prime è andata ad innescare nel 2010 uno shock asimmetrico in Europa basato sul fenomeno del *doom loop*<sup>10</sup>, shock che ha obbligato paesi come l'Irlanda o la Spagna ad attivare procedure straordinarie per salvare il proprio sistema bancario o in casi più gravi come in Grecia o Cipro ha addirittura innalzato scenari di una possibile uscita dall'Eurozona. L'assenza di un *backstop finanziario* e di una gestione risolutiva comune ha reso quantomeno evidente come un'unione monetaria come quella europea sia lontana da una *Optimum Currency Area*, evidenza rafforzata dalla bassa mobilità della forza lavoro (Krugman 2013). Ad ogni modo, l'unione monetaria è stata uno dei fattori di maggior peso nello sviluppo dei paesi periferici che forti della reputazione europea hanno intravisto una crescita spettacolare durante la "Grande Moderazione" (e.g. the *Giant Greece*, *The Spanish Miracle*, *The Celtic Tiger*).

L'esplosione del credito concesso degli istituti finanziari all'alba della grande crisi era sotto l'occhio di tutti ma gli strumenti necessari per contrastarla e soprattutto il potere decisionale non era nelle mani di nessuna autorità centrale in quanto nella creazione dell'euro le regole prudenziali e di vigilanza erano state mantenute a livello nazionale. Questa scelta ha reso insostenibile alcuna decisione di salvataggio autonomo, l'immenso volume d'affari gestito dal sistema bancario sull'orlo del fallimento risultava difficilmente conciliabile con i parametri

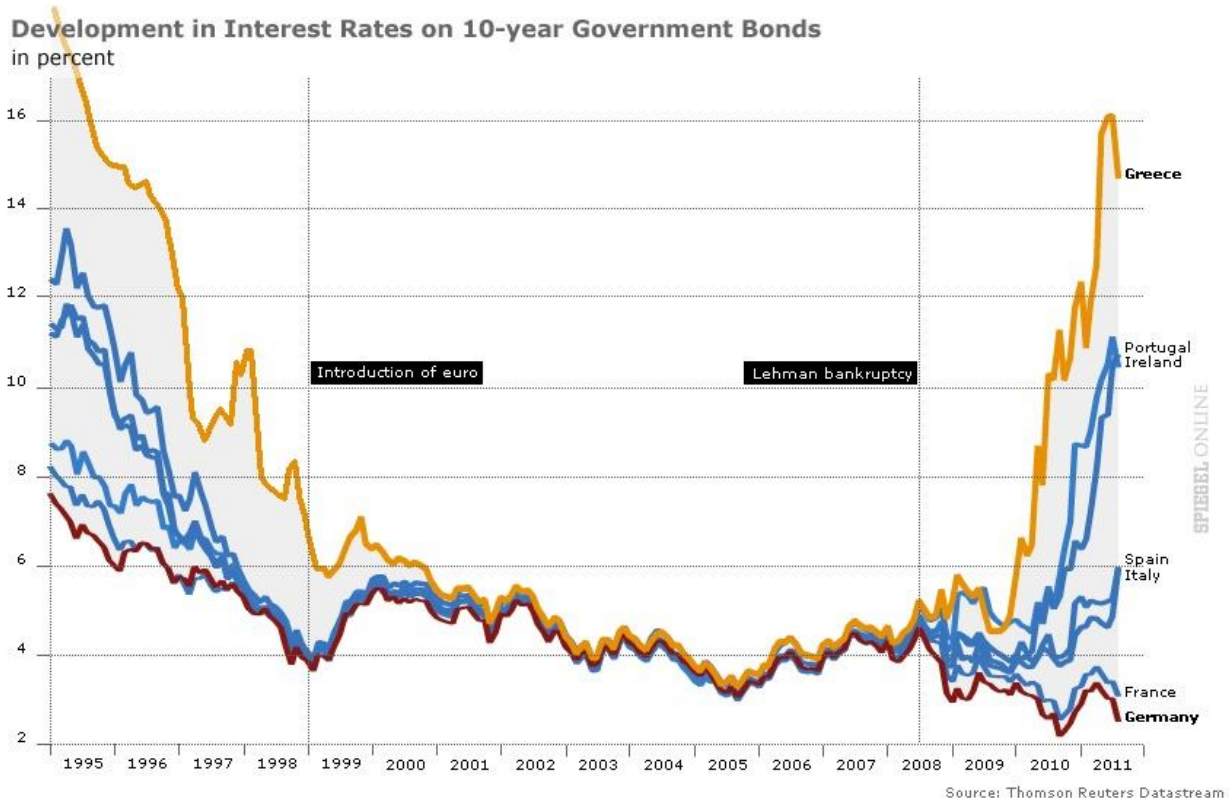
---

<sup>9</sup> Non Performing Loans, crediti deteriorati.

<sup>10</sup> Fenomeno economico per cui la stabilità finanziaria di un paese viene minata dallo stretto legame tra banche e finanziamento pubblico che innesca un fatale circolo vizioso. L'incremento del rischio di default di un paese abbassa il prezzo dei suoi titoli pubblici, questo mina la fiducia nei confronti delle banche detentrici di questi titoli svalutati e costringe le stesse banche a contrarre i propri bilanci, questo porta il prezzo dei titoli a scendere ulteriormente. (Krugman 2013)

fiscali di Maastricht, situazione ancor peggiore se si pensa all'impossibilità di manovrare il tasso di cambio (Bordo & James 2013).

Il crollo di Lehman è stato un segnale forte per il mercato, gli Stati Uniti risposero soccorrendo prontamente la maggior parte degli istituti in difficoltà, scelta che se da un lato ha evitato il tracollo, ha anche innescato gravi comportamenti opportunistici del sistema bancario arrivando alla paralisi del canale creditizio. In Europa lo stesso segnale arrivò amplificato nel 2010 ribaltando un trend che dal 1992 con l'accordo di Maastricht sembrava ormai consolidato: la convergenza dei tassi d'interessi sui titoli pubblici dei paesi membri. Gli investitori rivalutarono la probabilità di default dei singoli paesi e iniziarono a chiedere premi sul rischio sempre maggiori rendendo impossibile l'autofinanziamento per salvare il sistema creditizio bloccato. La diversità di situazioni che si instaurò tra paesi divenne insostenibile per la banca centrale che non era in grado di adottare la stessa politica monetaria per tutti in quanto in alcuni paesi sarebbe stata troppo rigida ed in altri troppo morbida, risultando in azioni monetarie fallimentari proprio nei paesi con tassi più elevati e maggior bisogno di aiuto.



**Figura 2: Andamento percentuale dei tassi di interessi sui Bond governativi decennali**

La prima risposta europea fu la creazione dell'European Financial Stability Facility (EFSF) nel 2010, un fondo comune per rendere possibile il salvataggio esterno (*bailout*) delle banche in difficoltà tramite il finanziamento degli stati in difficoltà, finanziamento che data la struttura giuridica dell'Unione Europea (divieto di finanziamento diretto agli Stati membri) seguì profili

privatistici; la modalità fu confermata nel 2012 con la creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità (Baldwin & Wyplosz 2015).

L'idea di una Banking Union è una delle tante innovazioni che l'EU ha elaborato per affrontare la crisi. In ordine cronologico la prima fu l'istituzione della Troika (IMF, ECB e Commissione Europea), un garante delle condizioni secondo le quali sarebbero stati emessi gli aiuti agli Stati in difficoltà; successivamente arrivò il turno della ristrutturazione del debito greco (che causò gravissime conseguenze per Cipro, vedi sub.); per limitare la possibilità di fare deficit ed aumentare i timori del mercato furono introdotte nei trattati nuove regole di rigore finanziario (Fiscal Compact) ; dopo la stretta fiscale si iniziarono a gettare le basi per l'unione bancaria sotto la pressione della BCE che si fece promotrice anche dell'ultima innovazione, le manovre di politiche monetaria non convenzionali con l'espansione esponenziale del proprio bilancio (Baldwin & Wyplosz 2015).

Già dalle prime previsioni sulle cifre necessarie per una ricapitalizzazione bancaria dell'eurozona, sono emersi tutti i dubbi sull'architettura del sistema bancario in cui l'incertezza sul rischio sistemico misurante l'interconnessione tra gli istituti rende difficile quantificare il problema. Le stime variano infatti da 50 a 650 miliardi a seconda della metodologia utilizzata (Merler & Wolff 2014).

Source of estimate	€ bns	Publication date
Credit Suisse	50	16/10/2013
Goldman Sachs	75	31/10/2013
Standard & Poor's	95	08/11/2013
Standard & Poor's	110	12/12/2013
PricewaterhouseCoopers	280	28/11/2013
VLAB	652	23/11/2013

**Figura 3: Stime sui bisogni di capitale delle banche europee (Merler & Wolff 2014)**

Il sistema bancario infatti è particolarmente esposto a fenomeni di informazione asimmetrica. Nel caso di un'improvvisa ondata di sfiducia anche solo nei confronti di una singola banca, la corsa agli sportelli che potrebbe generarsi crea una situazione in cui anche le banche in teoria solvibili possono incorrere in difficoltà. La particolare propensione del sistema bancario al "contagio" ha importanti ripercussioni sull'accesso al credito per gli operatori economici, in quanto provoca una riduzione di informazioni presenti sul mercato, un seguente aumento dei casi di adverse selection e moral hazard e una contrazione dei finanziamenti agli investimenti produttivi con tutte le aspre conseguenze risultanti (Mishkin 2013). La diffusa cartolarizzazione

dei mutui sub-prime e di derivati tossici portò le banche a non avere alcun controllo sulla solvibilità dei debitori, a non fidarsi delle altre banche perché esposte agli stessi rischi e al conseguente congelamento del mercato interbancario, antecedente della grande crisi.

## 2.2 Il contagio nell' Eurozona

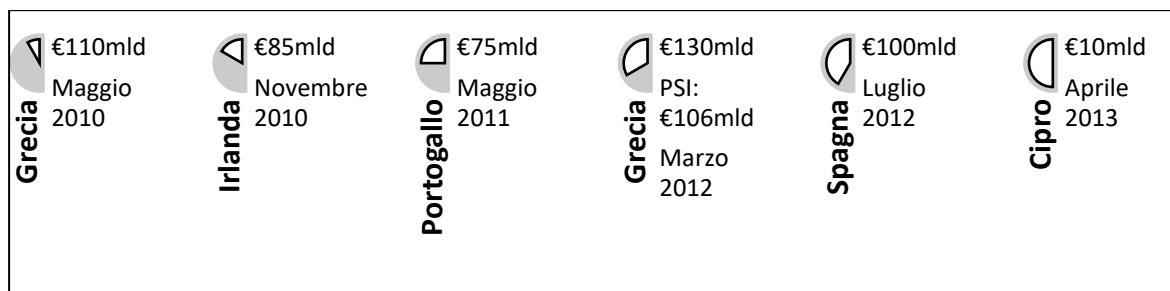
Misurare il rischio sistemico accuratamente è un'impresa ardua, ancor di più oggi dove alcune banche oltre ad essere considerate troppo grandi, sono considerate anche troppo complesse per fallire. Le diverse discipline bancarie nazionali hanno inoltre ridotto il processo di integrazione bancaria previsto da una moneta comune. Analizzando un ambiente frammentato, sia il contagio intra-nazionale che inter-nazionale assumono rilevanza. Infatti, in un contesto dove l'intensità del contagio nazionale ed europeo risulta comparabile, la Banking Union assume ancor più rilevanza dato il suo comune approccio risolutivo. In letteratura la misura del contagio ha svariate interpretazioni che però possono essere ricondotte a sei tipologie principali (Hartmann 2006) : (i) il declino del prezzo di un asset porta al declino dei prezzi di altri asset; (ii) l'interdipendenza tra i declini dei prezzi durante periodi di crisi è diversa rispetto ad una regolare interdipendenza; (iii) i co-movimenti delle azioni bancarie sono in eccesso rispetto a quello che possono spiegare i fondamenti economici; (iv) gli eventi costituenti contagio sono "estremi" negativi e corrispondono a situazioni di crisi; (v) i co-movimenti delle azioni bancarie sono il risultato di una propagazione nel tempo piuttosto che essere causati da effetti simultanei di shock comuni. Concentrandosi sul quarto criterio,<sup>11</sup> risulta che sia negli Stati Uniti che in Europa il rischio sistemico è cresciuto nel tempo ma gli USA presentano un'esposizione maggiore dell'EU. Nel vecchio continente non c'è una differenza significativa tra rischio sistemico domestico ed europeo (cross-border) sebbene non in tutti i paesi egualmente (Italia e Spagna i casi più significativi). Oltretutto il tail-risk risulta particolarmente alto per il settore bancario rispetto ad altri a sottolineare la sua forte esposizione a diverse avversità economiche (Straetmans & Chaudhry 2015<sup>12</sup>).

Ripercorrendo le varie fasi della crisi del debito sovrano appare essenziale partire dal salvataggio della Grecia nel 2010 fino ad arrivare al caso cipriota con le sue notevoli particolarità, con un totale di 5 nazioni salvate in un modo o nell'altro.

---

<sup>11</sup> Attraverso l'assunzione di una distribuzione normale a code spesse, il tail- $\beta$  risk viene ad essere una misura del rischio dovuta a shock macroeconomici (Straetmans & Chaudhry 2015).

<sup>12</sup> In particolare, l'analisi viene svolta secondo il metodo dello Statistical Extreme Value (ETV) differenziando tra contagio dovuto all'interdipendenza bancaria e tra cause di stress finanziario dovute a shock macroeconomici. L'assunzione di code spesse è fondamentale per evidenziare come perdite giornaliere cospicue corrispondano a periodi di crisi e non siano fenomeni occasionali.



**Figura 4: Fasi della crisi del debito sovrano e salvataggi (Baldwin & Wyplosz 2015)**

Nel 2008 tre quarti del debito portoghese, metà del debito spagnolo e greco e più di due quinti del debito pubblico italiano si trovavano nelle mani di investitori stranieri. Una porzione significativa era detenuta dal sistema bancario, specialmente in Italia, Portogallo e Grecia. Dopo le elezioni greche del 2009 la gestione del debito pubblico appariva agli investitori ormai non più credibile, soprattutto dopo la rivelazione governativa della presenza di falsi in bilancio dovuti alle amministrazioni precedenti. La paura del collasso del sistema finanziario greco portò, particolarmente nella city di Londra e a Cipro, un notevole aumento degli asset e delle passività delle banche greche (Bordo & James 2013). L'intervento della Troika nel maggio del 2010 aggravò la situazione finanziaria greca perché portò il paese in una profonda recessione<sup>13</sup>. Questo portò nel 2012 ad un'ulteriore manovra di salvataggio con l'aggiunta della ristrutturazione del debito (PSI, *public sector involvement*) con gravi conseguenze sulle banche cipriote. Quest'ultime, nonostante fosse divenuto altamente probabile una ristrutturazione del debito greco, avevano accumulato ingenti quantità di bond greci dati i loro alti rendimenti. Questo pericoloso azzardo portò ad una forte erosione dei bilanci dovuta al PSI con la BCE costretta ad intervenire per evitare una corsa agli sportelli. Sebbene modesto, il *bailout* del 2013 venne accompagnato da una situazione gravemente insolita per l'unione: il controllo dei movimenti di capitali per una singola nazione. Un euro cipriota non valeva quanto un euro tedesco, paradosso curioso per un'unione monetaria che mostra le grosse fallacità della costruzione dell'Eurozona (Beck 2013). La ristrutturazione ebbe anche un forte eco sui mercati spagnoli e italiani con un incremento vertiginoso dello spread sui titoli pubblici ponendo in questione il debito prima ritenuto sostenibile. In particolare, in Spagna la presenza di un segmento bancario fortemente omogeneo (definibile come una sorta di *cluster*) con le piccole-medie banche regionali dette Cajas, le quali avevano espanso il loro credito alimentando la bolla immobiliare, portò ad una crisi sistemica del settore bancario che la Spagna si rifiutò di risolvere tramite la Troika ma stabilì un accordo con l'ultimo arrivato MES sancendo un meno austero

<sup>13</sup> Viene spesso sottolineato in questo caso l'erronea previsione del IMF riguardo il moltiplicatore della tassazione (Baldwin & Wyplosz 2015).



programma (Precautionary Financial Assistance). Situazione simile si trovò a fronteggiare l'Irlanda, il governo assunse le passività delle banche in difficoltà facendo crescere considerevolmente il rapporto debito-Pil irlandese (Baldwin & Wyplosz 2015). L'assenza di un prestatore di ultima istanza in tutti i casi analizzati è stata una delle maggiori cause delle paure che hanno invaso i mercati inquadrando le aspettative degli investitori in una delle tante profezie autoalimentanti (Krugman 2013). D'altronde la volontà dello stato di ripagare il proprio debito, e la capacità in primo luogo di prendere a prestito, dipendono dallo sviluppo del mercato finanziario privato. Mercati finanziari più evoluti infatti si declinano in conseguenze più severe in caso di default pubblici, imponendo così discipline più stringenti sui governi (Gennaioli & Martin 2014).

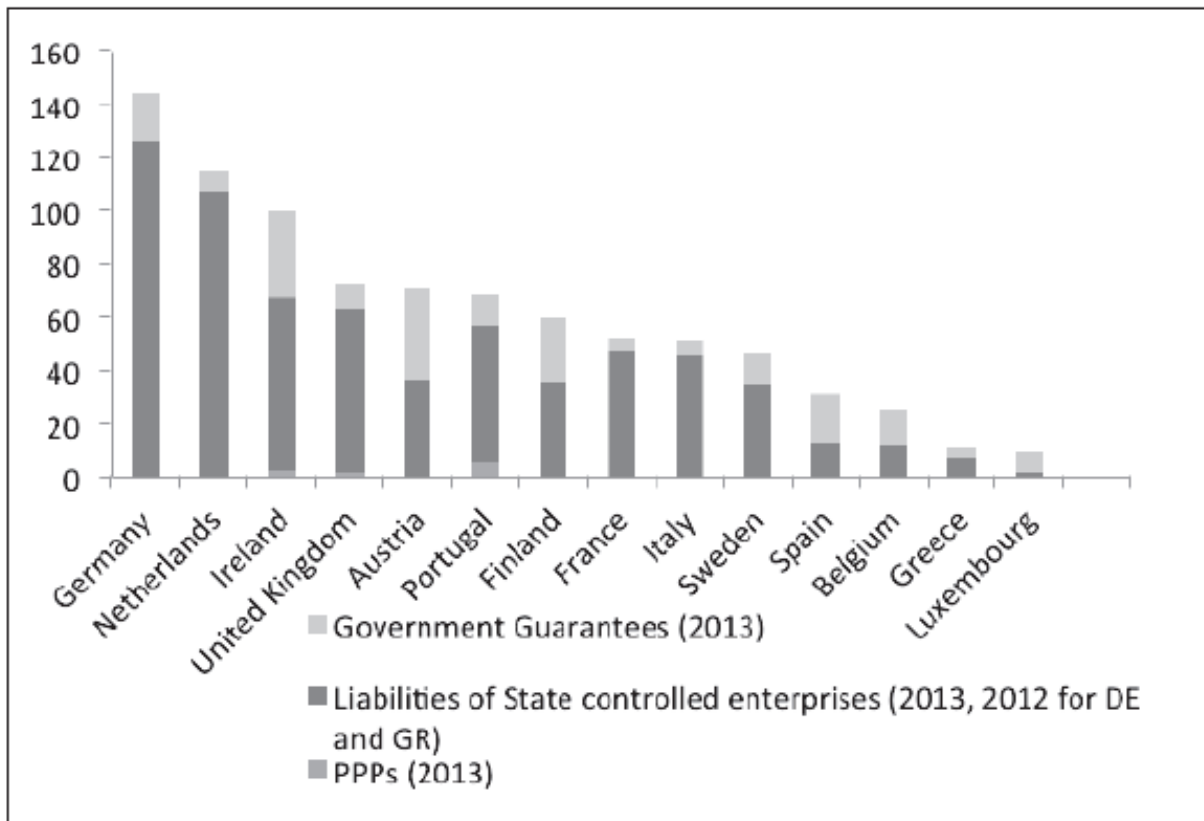
### 2.3 Dal Bail-out al Bail-in

Nel giugno del 2013, l'adozione da parte della Commissione Europea di una proposta per una direttiva sulla risoluzione bancaria, Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD<sup>14</sup>), ha completamente stravolto l'orientamento comunitario al riguardo. Infatti, prima della previsione del Bail-in la regola comune prevedeva il salvataggio esterno della banca in fallimento (Bailout) con conseguente aggravio sul bilancio dello Stato. In un'ottica di mercato comune questa rivoluzione è interpretabile sia sotto il punto di vista delle regole sulla competizione che vengono a coordinarsi così con misure restringenti del TBTF, sia sotto il profilo delle regole fiscali i cui parametri vengono a limitare la capacità d'intervento pubblico in un settore bancario sempre più espanso (EUI 2015). Il Bail-in si basa sul passaggio del rischio di fallimento agli investitori rendendo così meccanismi di controllo di corporate governance più convenienti. Infatti, la svalutazione o l'annullamento delle passività della banca unita ad un'eventuale conversione dei bond in equity permetterebbe la continuità aziendale alla banca e darebbe tempo di riorganizzarsi alle autorità evitando fenomeni di paralisi finanziaria. L'ordine di conversione stabilito dalla direttiva tutela in ogni caso i depositi fino a € 100'000. L'onere del fallimento viene a gravare sugli investitori privati senza intaccare le tasche dei contribuenti (Eu Com. Fact Sheet 2015). Nel caso in cui la situazione imponga anche l'impegno del governo per un aiuto di stato, la Commissione Europea, in accordanza con la BRRD, ha stabilito diverse procedure a seconda della situazione in cui la banca viene a trovarsi. Nel caso in cui il capitale della banca a rischio si trovi al di sopra dello standard minimo previsto dalla regolazione comunitaria viene ad essere presunta la capacità dell'istituto di avviare una ricapitalizzazione autonoma, che nel caso di impossibilità pone l'intervento statale condizionato alla conversione

---

<sup>14</sup> Obbligatoria per gli Stati membri dal 1° gennaio 2015, cfr. cap. 5 per approfondire

del debito subordinato (Merler & Wolff 2013). Resta però da sottolineare come una garanzia pubblica rimanga una passività contingente, la quale risultando dormiente è difficile da gestire, controllare e valutare. Le passività pubbliche contengono sia passività dirette che indirette, anche nel contesto della Banking Union la situazione resta multidimensionale con le garanzie implicanti una passività esplicita, come una garanzia diretta, o implicita come un'obbligazione sociale (EUI 2015).



**Figura 5: Public Liabilities in Europa (Eurostat, 2013)**

Per evitare che i contribuenti alla fine siano inevitabilmente richiamati in campo, tra le proposte più importanti per il completamento dell'unione bancaria trova spazio il *backstop* finanziario. Un *backstop* è un'ancora di salvataggio, un buffer d'emergenza che può essere chiamato in cause nel momento in cui il Single Resolution Fund resti privo di risorse<sup>15</sup>. La sua presenza può incrementare la confidenza del mercato nella stabilità del sistema con il vantaggio di essere fiscalmente neutro. Infatti, il backstop sarebbe ripagato dall'industria bancaria in un orizzonte di medio termine irrobustendo l'efficacia stessa del SRF (Eu Com. Fact Sheet 2017). Vicina a questo progetto si trova la proposta avanzata nel novembre del 2015 della Commissione Europea di uno schema unico europeo di assicurazione sui depositi, European Deposit

<sup>15</sup> Il budget operativo previsto di circa 50 miliardi fa ritenere questa eventualità molto probabile dato l'ammontare ridotto rispetto al volume d'affari del sistema bancario (Baldwin & Wyplosz 2015).

Insurance Scheme (EDIS<sup>16</sup>). L'EDIS poggia sulla constatazione che l'attuale unione bancaria è incompleta, un'assicurazione comune viene ad essere considerata il terzo pilastro necessario per il completamento. Per evitare crisi sistemiche e contagio bancario, i fondi assicurativi nazionali non posseggono risorse adeguate. Un fondo comune invece avrebbe la capacità di assorbire espansi shock locali con il beneficio di redistribuire i suoi costi (rappresentati da *fees* delle istituzioni finanziarie protette) su una platea vasta con le ovvie economie di scala conseguenti. La sua creazione incontra però sia ostacoli politici che economici. Se da un lato rende il sistema più solido, dall'altro va a riproporre un consolidato problema di moral hazard nel sistema bancario (Eu Com. 2015). Inoltre, il consenso necessario per convincere i paesi membri a condividere un rischio così pressante come quello bancario risulta difficile con paesi così distanti attualmente sulle politiche economiche (Merli 2017).

---

<sup>16</sup> Cfr. cap. 5

# 3. La Regolamentazione<sup>17</sup>

## 3.1 Basilea e la ricezione europea

Per mercati finanziari si è tradizionalmente fatto riferimento all'unione dei segmenti assicurativi, mobiliari e bancari e la regolamentazione degli intermediari finanziari è fondamentalmente stata una traslazione delle esigenze di intervento statale nei suddetti segmenti. Come primo obiettivo trova spazio il perseguimento della stabilità, intesa come solidità dei singoli intermediari (micro-stabilità) o come controllo del rischio sistemico (macro-stabilità), attraverso un approccio prudenziale-cautelativo verso l'assunzione dei rischi da parte degli operatori. Altro obiettivo perseguito è l'efficienza del sistema finanziario da cui traggono forza le norme a tutela della concorrenza e l'applicazione dei regimi antitrust (e.g. concentrazioni, posizioni dominanti). Infine, si pone la questione dell'equità della distribuzione delle risorse con un'enfasi specifica sulla produzione di informazioni su cui si basa la normativa in materia di comportamento e trasparenza dell'intermediario. Resta però specifico del segmento bancario l'istituto della riserva obbligatoria, nato come garanzia di rimborso sui depositi, è divenuto strumento di politica monetaria dato il ruolo moltiplicativo della base monetaria che le banche rivestono. La coesistenza degli obiettivi è spesso difficile in quanto l'efficienza si trova spesso in contrasto con gli altri dato l'alto tasso di innovazione che il mercato finanziario presenta, come dimostrato dal fallimento della maggior parte delle nazionalizzazioni degli istituti creditizi. Gli strumenti principali disponibili per i regolatori sono la regolazione prudenziale relativa alle attività presenti nel bilancio, generalmente volta a ridurre l'esposizione verso attività rischiose e gestire la diversificazione di portafoglio, l'amministrazione dell'assicurazione sui depositi<sup>18</sup> e i requisiti patrimoniali.

Nel 1988, i principali paesi industrializzati concordarono i primi requisiti patrimoniali con l'istituzione della Basel Committee of Bank Supervision (BCBS) nell'omonima città svizzera<sup>19</sup>, l'effettiva implementazione delle norme condivise partì nel 1992. Il regime imposto, cosiddetto Basilea 1, nasceva dall'esigenza di creare un sistema comune di assorbimento delle

---

<sup>17</sup> Questo capitolo è basato sul lavoro di Di Giorgio et al (2016): "Economia e politica monetaria", 5a edizione, Cedam, cap. 4

<sup>18</sup> Cfr. capitolo 5

<sup>19</sup> I paesi interessati furono i seguenti: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Belgio, Brasile, Canada, Cina, Corea del Sud, Francia, Germania, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Giappone, Lussemburgo, Messico, Paesi Bassi, Russia, Singapore, Sud Africa, Spagna, Svezia, Svizzera, Turchia, UK e USA (Baldwin & Wyplosz 2015).

perdite straordinarie da parte degli istituti internazionali evitando situazioni di vantaggio per enti con regolazioni nazionali flessibili. Un livello minimo di esposizione azionaria fu richiesto per evitare pericolose situazioni di azzardo morale degenerabili in crisi sistemiche, in quanto un maggior coinvolgimento dell'assetto proprietario è ritenuto efficace nel ridurre la propensione al rischio dell'istituto tramite la crescita della probabilità di perdita. Il requisito fu inizialmente calcolato sul totale delle attività per poi focalizzarsi sulla parte rischiosa delle stesse (risk-based regulation) e sulla presenza di attività fuori bilancio.

In particolare, Basilea 1 poneva come parametro di controllo del settore bancario il rapporto minimo di capitalizzazione o di solvibilità dell'ente definendolo come l'8% del Risk Weighted Assets (RWA). La ponderazione dell'attivo procedeva tramite l'adozione di classi di merito creditorio riguardanti la probabilità di insolvenza futura (EAD, Exposure at Default) differenziate per le diverse tipologie di asset presenti. Il principale difetto del sistema era l'applicazione della stessa ponderazione per assets con rischi differenti e la possibilità di sottovalutazione del rischio di un titolo per la semplice appartenenza ad una specifica classe. Di seguito si riporta un esempio illustrativo del procedimento sottostante il calcolo dell'ammontare da destinare a capitale regolamentare, subito appare evidente come esso sia imprescindibilmente legato alle procedure di contabilizzazione e soggetto a distorsioni in caso di *accounting lags*.

Asset	€ million	Weight	Weighted value
Cash	25	0.0	0.0
Treasury Bills	5	0.0	0.0
Government bonds	70	0.0	0.0
Money market loans	100	0.2	20.0
Municipal bonds	50	0.5	25.0
Foreign OECD bonds	25	0.0	0.0
Commercial bonds	25	1.0	25.0
Commercial loans	400	1.0	400.0
Personal loans	200	1.0	200.0
Mortgages	100	0.5	50.0
Total assets	1,000		
Off-balance-sheet risks			
Guarantees of commercial loans	20	0.5	10.0
Letters of credit	50	0.5	25.0
Total risk-weighted assets (RWA)			755.0
Capital ratio 8%			60.4

Source: Adapted from Bank of England 'Banking supervision' Fact Sheet, August 1990.

**Figura 6: Risk-asset ratio, esempio illustrativo (Mishkin 2013)**

Per ciò che concerne la composizione del capitale minimo, occorre distinguere tra il Tier 1 e il Tier 2, ovvero l'opzione che fu concessa alle banche di dividere in parti eguali il buffer patrimoniale in strumenti ibridi e fondi (Tier 2) e capitale sociale e utili non distribuiti (Tier 1); in sostanza il solo 4% del RWA veniva ad essere coperto da strumenti azionari. Il sistema venne più volte criticato per la sottocapitalizzazione bancaria che, in caso di shock macroeconomici, veniva ad essere favorita. Dal punto di vista della politica monetaria, Basilea 1 ebbe un notevole rilievo nei paesi che stipularono l'accordo date le conseguenze sul moltiplicatore dei depositi rallentato dai requisiti introdotti.

Le criticità esposte portarono ad una revisione sostanziale dell'accordo sfociante dal 2004 nel nuovo regime di Basilea 2. Alla base della nuova impostazione normativa furono posti in risalto i requisiti patrimoniali minimi, la vigilanza prudenziale e la disciplina di mercato (cd tre pilastri). Riguardo il capitale minimo, assieme al rischio di credito vennero ad essere considerati anche altri indicatori quali il rischio di mercato e di tasso ed il rischio operativo. Il regime di ponderazione allora vigente fu messo in profonda discussione fin ad essere sostituito da un approccio totalmente differente. All'istituto bancario fu affidato il compito di computare il suo fabbisogno di capitale basandosi sulla rischiosità intrinseca di ogni singolo asset prescindendo dalla sua tipologia. Il processo poteva avvenire sia tramite l'utilizzo dei rating esterni resi disponibili da istituzioni terze specializzate (cd agenzie di rating) o tramite una valutazione di carattere interno, Internal Rating Based (IRB), con possibilità di differenti gradi di autonomia (limitata nel caso di IRB foundation, crescente nel caso di IRB advanced). Nell'approccio IRB la tecnica adottata per stimare il capitale minimo necessario si basa sul calcolo della perdita ottenibile in un determinato periodo con un livello di confidenza stabilito, il Value At Risk (VAR). Analizzando la perdita massima realizzabile è possibile schematizzare lo scenario che la banca si ritrova dinanzi.

$$EL = PD \times EAD \times LGD$$

$$UL = VAR - EL$$

Per stabilire il capitale necessario bisogna calcolare la perdita inattesa (UL) in quanto la perdita attesa (EL) viene coperta dai fondi appositi iscritti in bilancio. La prima risulta nella differenza tra il VAR e la seconda, che a sua volta è il prodotto tra la probabilità di default (PD, unico elemento stimato nel caso di IRB foundation), l'ammontare degli asset esposti (EAD) e la perdita stimata in caso di default (LGD, la parte di asset non recuperabile). Per quanto riguarda

gli altri due pilastri, Basilea 2 enfatizzò il ruolo dei supervisor nel determinare l'adeguatezza delle scelte di capital management tramite il controllo dei rating interni e la possibilità di persuadere i controllati a misure cautelative e rafforzò il ruolo del mercato prevedendo norme stringenti riguardo i requisiti di trasparenza delle informazioni, *disclosure* e redazione dei bilanci. Resta collegato ai supervisor anche l'elemento più criticato del regime ovvero la sua forte pro-ciclicità riguardo il capitale minimo. Ciò risultò evidente e deleterio con lo scoppio della crisi dei subprime.

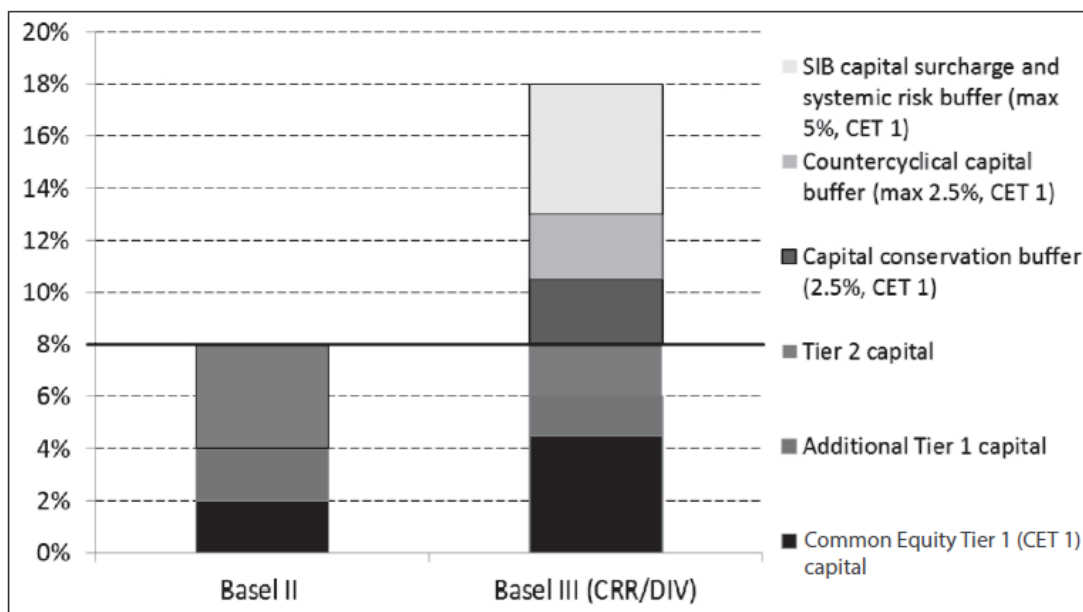
Fu proprio la crisi a convincere i policy-maker che l'assetto normativo del sistema bancario presentava ancora numerose fallacie. Il G20 si ritrovò dal 2009 a porre in essere un difficile percorso di ripensamento della regolazione bancaria, Basilea 3, e finanziaria vigenti sterilizzando i problemi che i cambiamenti potevano creare su mercati così fragili per la crisi in atto. Il primo tema proposto ed attuato riguarda le considerazioni sulla liquidità. Gli istituti bancari devono rispettare determinati indicatori di breve termine, Liquidity Coverage Ratio<sup>20</sup> dal 2011, e medio termine, Net Stable Funding Ratio<sup>21</sup> dal 2012, fermo restando l'elevato grado di flessibilità concessa dovuto alla congiuntura sfavorevole (l'effettiva applicazione del regime completo si prevede per il 2018). Inoltre, è stato introdotto un vincolo alla leva finanziaria (Leverage Ratio) che presenta elementi di immediatezza del controllo e semplicità nell'interpretazione, il limite è imposto del 4% tra Tier1 e totale dell'attivo a bilancio e fuori bilancio.

I requisiti patrimoniali hanno subito lievi cambiamenti ma le conseguenze sui temi della pro-ciclicità e della sottocapitalizzazione sono state profonde. Fondamentalmente le innovazioni si sostanziano in un maggior grado di coinvolgimento di strumenti azionari, la facoltà di convertire strumenti ibridi a insidicabile giudizio delle autorità ed un buffer di conservazione di natura anti-ciclica.

---

<sup>20</sup> Pari ammontare di attività liquide e cash-flow su un periodo di monitoraggio di 30 giorni, riserve obbligatorie di copertura da detenere presso la BCE .

<sup>21</sup> Riserve disponibili e obbligatorie in rapporto 1:1 su un periodo di 12 mesi



**Figura 7: Implementazione Capital Requirements Basilea 3 nelle UE (EUI 2015)**

Le riforme apportate dalla BCBS sono state implementate nell'Unione Europea tramite la Capital Requirements Directive and Regulation (CRD IV & CRR) pubblicata il 27 giugno 2013<sup>22</sup>. La direttiva non è una mera copia delle proposte di Basilea in primis perché ha dovuto subire il vaglio democratico delle istituzioni europee e, soprattutto, perché riguarda tutte le banche presenti nell'EU e le "Investment firms" a differenza del regime di Basilea che essendo di natura multilaterale interessa solo le banche con attività ed esposizione internazionale (EU Com. 2013).

### 3.2 Rischi e benefici di una disciplina comune ma differenziata

La decisione della necessità di un'unione bancaria è strettamente collegata con il ruolo di predominanza che viene assegnato al sistema bancario all'interno dei mercati finanziari. Ciò nonostante, l'odierno scenario del mercato del credito e le dinamiche del risparmio hanno profondamente minato la supremazia bancaria ed hanno indotto numerosi teorici ad interrogarsi sulla validità di una regolazione unitaria riguardante il sistema finanziario in toto dato che, una ripartizione delle regole in base alla mera appartenenza ad una categoria potrebbe causare fenomeni di arbitraggio regolamentare.

La specialità della banca è sempre stata dedotta dalla particolare composizione delle sue attività (prestiti ed investimenti a lungo termine) e delle sue passività (depositi a vista o tempo) ma, senza analizzare lo sviluppo che il mercato finanziario ha avuto nel tempo, tale deduzione

<sup>22</sup> Directive 2013/36/EU, OJ 2013 L176/338; Regulation (EU) No 575/2013, OJ 2013 L176/1



potrebbe rivelarsi inesatta. Sin dagli shock petroliferi degli anni '70 e dall'instabilità monetaria che ha percosso la parte finale dello scorso secolo, gli istituti bancari hanno sempre più diversificato la loro esposizione cambiando il loro dominio tipico di appartenenza ed andando ad invadere territori prima considerati esclusivi dell'ambito assicurativo e mobiliare. In pronta risposta, le assicurazioni e gli altri intermediari finanziari hanno mutato il loro approccio al mercato creando strumenti affini al segmento bancario. Ecco che l'idea dell'unicità della banca non è più così solida come in passato e, la regolamentazione dovrebbe seguire questo andamento andando a sviluppare modelli trasversali di controllo. Infatti, la regolazione istituzionale, cioè basata sulla natura giuridica del soggetto vincolato, ha avuto successo in un'ottica di rilevanza dell'efficienza della regolazione, essendo l'autorità predisposta al controllo di un determinato segmento beneficiante di elevate economie di specializzazione data l'assenza di duplicità nei controlli. Ciò ormai non garantisce un'efficacia dei regolamenti tale da giustificare la presenza di un sistema ripartito secondo la concezione classica banche-assicurazioni-mercati mobiliari; diversi modelli sono stati proposti.

Il modello per "finalità" si basa sull'assunzione che il controllo degli intermediari finanziari deve fondamentalmente rispettare le ragioni che guidano l'intervento dello Stato nell'economia in ogni tipologia di fallimento di mercato: stabilità, trasparenza e concorrenza. La creazione di diverse autorità ognuna predisposta ad un singolo obiettivo trascenderebbe le separazioni giuridiche ma potrebbe avere alti costi. Il modello per attività si pone invece nell'ottica del controllo della singola attività indipendentemente dall'ente interessato nell'intermediazione; in maniera simile il modello per funzioni regola le varie funzioni degli intermediari spaziando dai servizi di pagamento agli strumenti assicurativi in modo unitario e non categoriale. L'effettiva implementazione di un sistema unitario comporta però difficoltà che necessitano di ulteriori studi per decretare i vantaggi rispetto all'odierno sistema tri-partitico.

L'UE ha mandato un messaggio forte facendo adottare i parametri di Basilea anche ad enti diversi dalle istituzioni bancarie e, quindi, un orientamento verso una concezione organica del sistema finanziario è da ritenersi plausibile. Tuttavia, non sono mancati casi in cui i vuoti normativi hanno condotto ad un'interpretazione delle normative in contrasto con i principi stessi della Banking Union<sup>23</sup>. La discrezionalità lasciata ad ogni stato membro è una contingenza di non facile analisi; per esempio, l'eventualità in cui un organo nazionale abbia la facoltà di imporre una moratoria sul debito di una banca o la constatazione che la BCE svolge

---

<sup>23</sup> Basti citare il caso dell'austriaca Hypo Alpe Adria (HAA) per notare come interessi nazionali e comunitari possono entrare in contrasto (EUI 2015, pag.45)

un ruolo minimo di supervisione su banche meno significative, porta a non poter definire chiaramente il contesto in cui si trova ad operare la Banking Union. Resta inoltre ancora molto incerto il ruolo del backstop finanziario centralizzato e le procedure di attivazione necessarie nel caso di una richiesta proveniente da istituti nazionali.

Il framework prudenziale odierno è, nonostante le critiche espresse, più stringente ed affidabile di quanto fosse nel periodo precrisi. L'applicazione delle norme, che oggi enfatizzano il ruolo degli standard prudenziali piuttosto che dei meccanismi di aggiustamento del mercato come rating e prezzi, può trovare applicazione solo in un'ottica di medio-lungo periodo data la situazione di stress finanziario in cui ancora versa una parte dell'economia. Simmetricamente, una valutazione dei risultati ottenuti ed ottenibili non può essere facilmente ricavata in tempi brevi, alcuni tecnicismi dell'infrastruttura creata potrebbero non essere benefici (ci si interroga ad esempio sul vincolo del solo 3% riguardo al leverage ratio per le banche meritevoli).

. La regolamentazione bancaria europea viene quindi ad essere una struttura multilivello con pericolose sovrapposizioni e carenze, ulteriori sforzi sono necessari per armonizzare il sistema ed evitare situazioni di crisi sistemiche per cui l'attuale Banking Union non è ancora sufficientemente preparata (EUI 2015).

# 4. La Supervisione

## 4.1 Dalla European Banking Union al Single Supervisory Mechanism<sup>24</sup>

Con la creazione dell'euro, i paesi membri optarono per una regolazione comune minima, una supervisione decentralizzata e autorità di risoluzione nazionali. La crisi ha mostrato le fragilità di questo sistema considerando specialmente come i paesi si trovarono alla fine, chi implicitamente e chi non, a garantire totalmente i depositi delle proprie banche. Il rapporto de Larosiere (2009), il primo passo verso il cambiamento, servì ad evidenziare come i supervisori nazionali non scambiavano alcun tipo di informazione tra di loro e che anche la stessa BCE era sotto molti punti di vista non accuratamente informata sull'evolversi della situazione finanziaria degli intermediari nazionali. Le proposte del rapporto avviarono i procedimenti per la creazione dei seguenti cinque enti comunitari: 1) l'European Banking Union (EBA), con ruoli fondamentalmente mirati all'acquisizione e la condivisione di informazioni riguardanti le singole banche europee; 2) l'European Securities and Market Authority (ESMA), garante dell'uniformità dei regimi regolativi dei mercati azionari e obbligazionari; 3) l'European Systemic Risk Board (ESRB), presieduto dal presidente della BCE, esamina le relazioni trans-nazionali tra istituti; 4) l'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), focalizzato sui fondi pensione e le compagnie assicurative; 5) la Joint Committee of the European Supervisory Authorities (ESA), con funzioni di trasparenza e di unione dei supervisors nazionali.

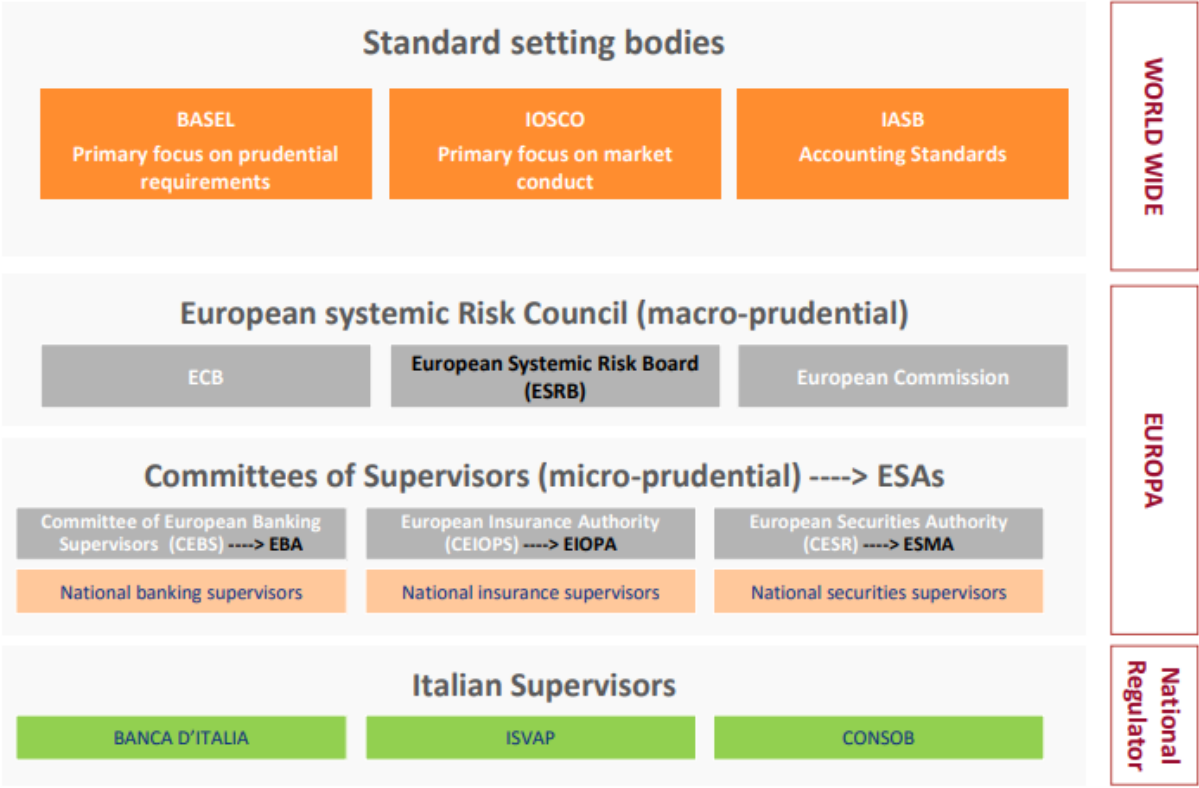
Superato il primo momento di panico, l'Unione Europea non ha arrestato il suo avanzamento verso un sistema finanziario più solido. Nonostante l'assenza di alcuna revisione dei trattati, tramite una serie di accordi internazionali si è dato vita ad uno dei pilastri fondamentali dell'unione bancaria, il Single Supervisory Mechanism (SSM, attivo dal novembre 2014), responsabile della supervisione delle 134 principali banche europee e sotto l'autorità della BCE. Il 29 giugno 2012, il Consiglio dei Capi di Stato e di Governo, ha proposto la sua istituzione basandosi sull'articolo 127.6<sup>25</sup> del Trattato sul Funzionamento dell'UE (TFEU) per rompere il

---

<sup>24</sup> Questo paragrafo è basato sul lavoro di Baldwin, R. and Wyplosz, C. (2015). The economics of European integration. London: McGraw-Hill Education, Chapter 18: The financial markets and the euro

<sup>25</sup> Art 127.6 TFUE: "The Council, acting by means of regulations in accordance with a special legislative procedure, may unanimously, and after consulting the European Parliament and the European Central Bank, confer specific tasks upon the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions and other financial institutions with the exception of insurance undertakings."

circolo vizioso tra banche e stati sovrani, l’eredità più pesante evidenziata dalla crisi (EUI 2015). Per assumere questa funzione il SSM, controllato dal suo Supervisory Board, ha iniziato tramite una Asset Quality Review (AQW) e diversi *stress test* il monitoraggio dell’eurozona in unisono con l’EBA. Dato il potere di cui dispone, il SSM può richiedere cambiamenti drastici agli intermediari e può assumere veri e propri ruoli regolativi. Resta da sottolineare come il quadro complessivo della regolazione e della supervisione sia ormai diventato altamente complesso con una non chiara gerarchia tra gli enti e tra le varie normative esistenti. Solo per citare un caso emblematico, l’ESRB presenta diverse funzioni in chiara sovrapposizione con la BCE ed il SSM. L’organo è però l’unico in grado di dare consigli e raccomandazioni di ampio respiro dato il suo monitoraggio sull’intera Unione piuttosto che sulla sola eurozona e dato il suo ruolo nel controllo dell’intero sistema finanziario (compreso lo *shadow banking*, le assicurazioni, i mercati finanziari ed altro); tuttavia, le risorse dell’ESRB gravano sul bilancio della BCE che ne limita anche la conseguente indipendenza. Ulteriori passi sono necessari per evitare inefficienze e conflitti in un ambiente in costante evoluzione come la supervisione (EUI 2015).



**Figura 8: Quadro generale sulla regolazione e la supervisione**

<sup>26</sup> Figura 4, tratta dal corso di Economia degli intermediari finanziari del prof. Cerri, anno 2018 Luiss Guido Carli

## 4.2 Rischi e benefici di una BCE dalle duplici funzioni<sup>27</sup>

Storicamente, la diatriba sui vantaggi dell'indipendenza delle funzioni di vigilanza dalle funzioni monetarie è sempre stata aperta. Purtroppo, la realizzazione di un modello di supervisione ideale per il sistema bancario, generalizzabile ed affidabile, è ancora lontana. In un sistema finanziario complesso e variegato, le decisioni sulla costruzione dei meccanismi di vigilanza poggiano sulle caratteristiche idiosincratiche del singolo paese posto sotto l'egemonia monetaria della sua banca centrale. Infatti, anche sotto l'aspetto della sorveglianza, la banca centrale ha un ruolo fondamentale sia che venga accettata l'ipotesi della convenienza della coesistenza delle due funzioni in capo all'istituto, sia che si favorisca l'ipotesi di separazione. Nate principalmente come garanti dei mezzi di pagamento o come prestatori di ultima istanza, le banche centrali hanno sempre assunto posizioni rilevanti durante i periodi di crisi e durante le susseguenti gestioni del panico bancario.

Dall'800 fino alla prima metà del '900<sup>28</sup>, essendo di natura privatistica, i primi comportamenti delle banche centrali erano lontani dalla visione odierna di ciò che svolge l'istituto, ovvero una funzione di utilità pubblica. Nei momenti di necessità, il loro intervento risultava discrezionale in quanto spesso l'aiuto ad un istituto in difficoltà consisteva in un aiuto diretto ad un competitor, ma due principali orientamenti co-esistevano. Il primo di natura tedesca, privilegiante la separazione, si basava sulla constatazione che in un regime monetario stringente il ruolo di prestatore di ultima istanza rendeva la politica monetaria non credibile dato il periodo di turbolenza finanziaria che accompagnava i mercati (la Prussian Bank e la successiva Reichsbank si trovarono ad affrontare crisi cicliche valutarie dovute alla concomitanza di guerre e alti livelli di indebitamento verso l'estero). Il sistema risultava preferibile inoltre per la ridotta probabilità di contagi interbancari nell'Europa continentale, data l'elevata presenza di circolante rapportata ai depositi e la maggior capitalizzazione delle banche. Dall'altra parte si trovava l'orientamento di matrice britannica privilegiante la coesistenza. La Bank of England (BoE) infatti anche se non formalmente vincolata ad alcun obbligo di intervento, veniva ritenuta garante degli istituti a cui concedeva credito vedendosi attribuito così un implicito ruolo di regolatore micro-prudenziale. La BoE inoltre evitava problemi di moral hazard incentivando il controllo degli istituti rischiosi da parte degli istituti solidi coinvolgendoli anche nella partecipazione all'eventuale perdita, veniva così a crearsi un "circolo d'élite" di banche. La

---

<sup>27</sup> Questo paragrafo è basato sul lavoro di Goodhart C. e Shoenmaker D., 1995: "Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?", Oxford Economic Papers, p. 539-560

<sup>28</sup> Durante il '900 la maggior parte delle banche centrali sono divenute pubbliche con l'acquisizione da parte dei governi delle quote azionarie necessarie.

banca centrale infine decideva ad hoc sul salvataggio delle banche in pericolo se ritenute capaci di operare in condizioni di normalità, la sua presenza quindi non era vista come un'assicurazione contro qualsiasi comportamento del sistema bancario. Nel tempo questo sistema è venuto ad essere sempre meno affidabile data l'evoluzione del sistema finanziario e la sua più articolata composizione che rendeva il monitoraggio più costoso e l'aiuto ad un competitor da parte degli altri intermediari meno probabile.

Tra gli argomenti avanzati contro la co-esistenza predomina la questione del possibile conflitto di interesse per la banca centrale. Principalmente, l'accusa evidenzia come, per assicurare la stabilità del sistema bancario, il flusso di riserve previsto dal mercato debba essere alterato e conseguentemente, nel salvataggio di una banca in difficoltà, la politica monetaria perda la sua credibilità. Tra le soluzioni proposte trova spazio l'eventualità di sterilizzare il ruolo di Lender-of-Last-Resort (LOLR) tramite operazioni di mercato aperte speculari. Il sistema però cambia drasticamente le aspettative degli operatori del mercato che ritengono ora la politica monetaria dipendente dalle decisioni della supervisione; i tassi delle operazioni di mercato aperto dovranno perciò riflettere le aspettative tendendo al rialzo e i seguenti comportamenti di azzardo morale nel sistema bancario innescano un pericoloso circolo vizioso e, generalmente, è la reputazione della banca centrale ad uscirne danneggiata. Empiricamente, se esista una relazione così stringente tra politica monetaria e sorveglianza, non è dimostrato sia per la scarsità di dati analizzabili sia per l'affermata ipotesi che le pressioni politiche hanno esercitato nel tempo una maggior influenza rispetto a qualsiasi altra forza. Inoltre, gli argomenti precedenti assumono diverse interpretazioni a seconda del grado di nazionalizzazione della banca centrale, del suo organigramma societario e delle principali modalità di finanziamento del settore bancario (un'alta presenza di depositi con volatilità dei tassi d'interesse bassa rende meno insidioso il potenziale conflitto d'interessi).

L'argomento principale a supporto dell'unione delle due funzioni è rappresentato dall'interesse che la banca centrale ha per la stabilità sistemica del settore finanziario. Essendo il LOLR, la banca centrale trae vantaggio dall'incorporare un sistema di supervisione per limitare problemi di moral hazard e riuscire a soccorrere le sole banche in temporanea carenza di liquidità, mentre le istituzioni in dissesto finanziario escono dal mercato senza salvataggi. In condizioni normali, una banca illiquida riesce a finanziarsi sul mercato interbancario, rendendo l'intervento della banca centrale superfluo. Tuttavia, ci sono situazioni in cui il mercato interbancario non funziona correttamente in quanto la fiducia tra operatori è particolarmente ridotta da crisi sistemiche e panico generalizzato; qui la supervisione centrale

assume la sua importanza perché possiede informazioni che permettono all'autorità monetaria di gestire la crisi in maniera efficiente e rapida evitando conseguenze gravose per il sistema economico.

La politica monetaria auspica un settore finanziario solido per l'integrità del sistema dei pagamenti, per l'efficacia dei canali di trasmissione e per diminuire i suoi costi in tempo di crisi. La supervisione bancaria invece, predilige la stabilità monetaria con le seguenti stabilità dei tassi a breve e di cambio per assicurare la microstabilità degli intermediari finanziari. Inoltre, la regolazione microprudenziale tende ad essere pro-ciclica (e.g. adeguamenti di capitale, disclosure requirements), mentre la politica macroprudenziale-monetaria anti-ciclica (eg. capital-asset ratio). Questi diversi orientamenti sono prontamente rispecchiate dagli operatori del mercato che modificano le loro previsioni quando le due funzioni si trovano in capo ad un singolo ente (Di Noia & Di Giorgio 1999).

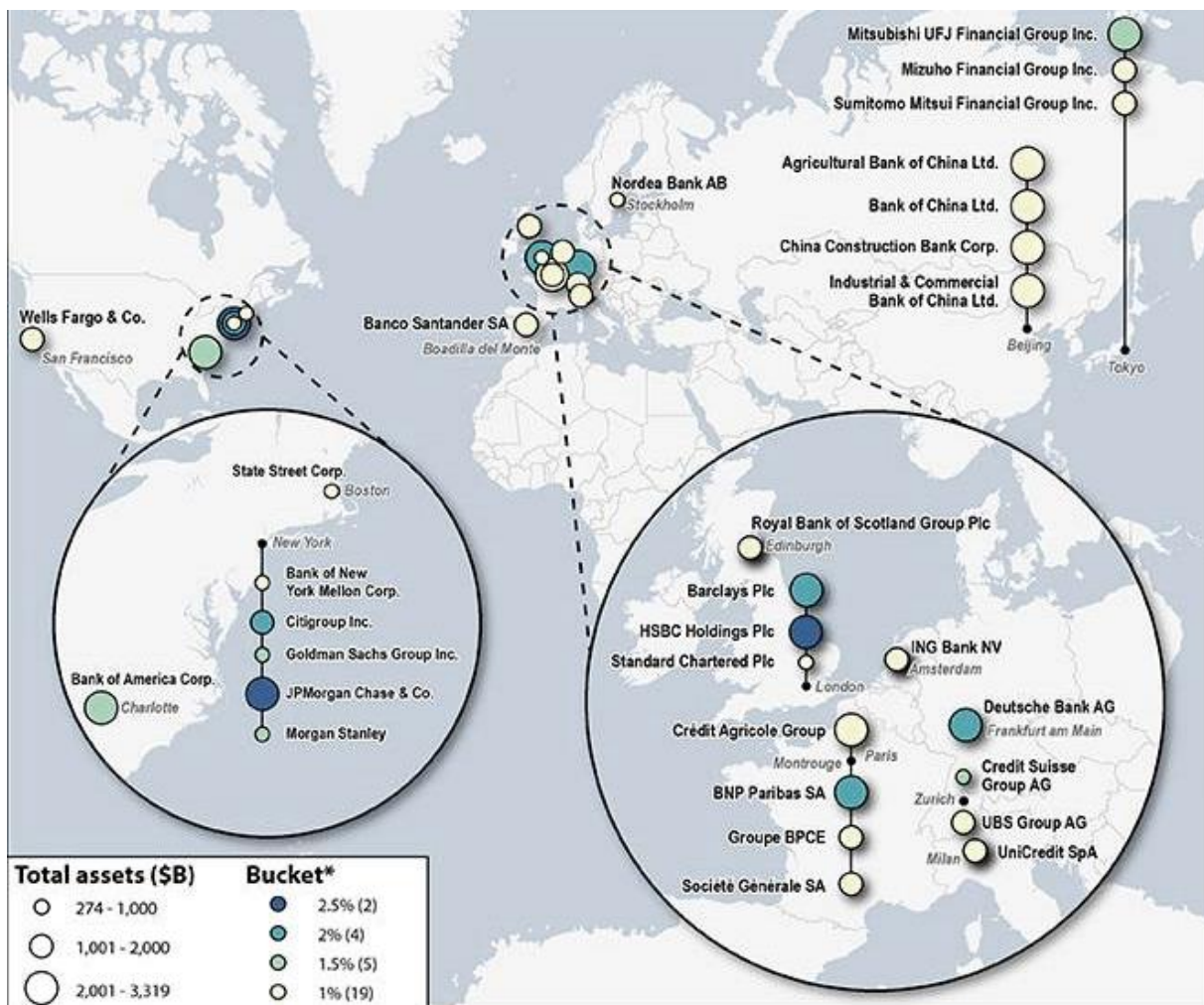
Il trade-off analizzato non diminuisce però il sempre più importante ruolo della supervisione, ormai punto fermo delle agende dei policy-maker date le lezioni che la recente crisi ha impartito al sistema economico. Ciò nonostante, la letteratura economica è particolarmente arida in questo campo dove infatti vengono a mancare sia misure affidabili di ciò che si supervisiona, sia indicatori idonei a controllare i risultati delle azioni intraprese dal supervisore. Qui giace la differenza principale tra le due funzioni, dato l'ormai accreditato ruolo delle banche centrali riguardo alla stabilità dei prezzi e della valuta (Fisher 1997) tramite il controllo dei tassi d'interesse. La supervisione bancaria è profondamente tecnica e complessa fino al punto che anche il concetto di trasparenza assume un ruolo particolare.<sup>29</sup> La decisione di porre il SSM all'interno dell'ECB è stata dettata dalle esigenze di rapidità che la crisi richiedeva e che solo un ente autorevole come la BCE poteva offrire. Avendo bene in mente però i limiti della coesistenza delle funzioni, alla base del SSM è evidente l'esistenza di un "framework di separazione" formale. Infatti, il Governing Council (politica monetaria effettiva) e il Single Supervisor Mechanism (supervisione) interagiscono frequentemente, ma con i rispettivi ruoli ben delineati. Le procedure decisionali sono state intese per subordinare la supervisione alle politiche macroeconomiche monetarie, ma il SSM ha piena libertà di esecuzione nel rispetto del suo statuto. In particolare, ogni tre mesi il Governing Council e il Supervisory Board

---

<sup>29</sup> Avendo informazioni sensibili, i supervisors non possono sottostare ad obblighi stringenti di comunicazione verso l'esterno stringenti in quanto la stessa comunicazione potrebbe essere la causa di stress finanziario evitabile con un'esposizione minore dell'intermediario. Essendo correlati alle aspettative del mercato infatti, gli intermediari spesso si trovano dinanzi il fenomeno degli equilibri multipli dove la stessa situazione iniziale può avere esiti divergenti (Baldwin & Wyplosz 2015).

esaminano combinatamente la situazione macro-prudenziale, un team di coordinazione interno alla BCE esamina le proposte emanate dal Supervisory Board ed aiuta il Governing Council a cui spetta ogni decisione definitiva sulla politica macro-prudenziale (EUI 2015).

I dubbi rimangono, ad ogni modo, sui rapporti tra il SSM e le autorità nazionali e le istituzioni non soggette al suo controllo. Considerando la UE28, nove stati non fanno parte dell'attuale Banking Union nonostante essi presentino numerose banche fortemente connesse con l'area euro e, inoltre, ospitano ben sei G-SIBs<sup>30</sup> tra le 15 individuate all'interno dell'UE<sup>31</sup>.



**Figura 9: Posizione degli Headquarters delle G-SIBs (SNL Financial, FSB 2015)**

Situazioni ambigue sono di facile identificazione, holding bancarie al di fuori del SSM con sussidiarie all'interno o, viceversa, holding nell'area euro con sussidiarie nei paesi che non

<sup>30</sup> Globally Systemically important banks; individuate dal Financial Stability Board

<sup>31</sup> La maggior parte di queste banche si trovano nel Regno Unito che, nonostante il fenomeno Brexit, è ancora formalmente membro dell'Unione. I collegamenti finanziari britannici con l'eurozona restano ad ogni modo estremamente rilevanti sia in un'ottica di unione politica che di area geografica.



adottano il regime unitario. Questi collegamenti hanno bisogno di un adeguato monitoraggio dato la loro potenziale pericolosità in momenti di crisi; un'attenzione particolare deve essere posta nei confronti della coordinazione necessaria tra gli organismi della Banking Union e le singole autorità nazionali. È proprio la creazione di un “terreno di gioco” comune a tutti ad essere un fattore di miglioramento della condivisione del rischio e della diversificazione. La maggiore capacità di assorbimento delle perdite a sua volta rende le singole banche meno interconnesse e di minore rilevanza, restano però ferme le critiche riguardo l'aumento delle probabilità di contagio nel caso in cui un framework regolativo comune non consenti di ammortizzare shock di natura esterna al settore finanziario (ad esempio nel caso di bolle di natura edilizia). La criticità maggiore nella creazione di un sistema di regole comune rimane, ad ogni modo, la fissazione dei livelli minimi richiesti, con la non facile applicazione di una standard per ogni membro data l'eterogeneità delle situazioni e la pericolosità di stabilire una regola minima.

Tra le motivazioni principali alle decisioni di non aderire al regime di sorveglianza, trova sicuramente un posto preminente la struttura di governance della BCE che permette il diritto di voto solo ai membri dell'eurozona. I paesi che non hanno adottato l'euro si trovano quindi di fronte la scelta di entrare in un sistema in cui avranno un ridotto, se non nullo, peso nelle decisioni future. Partendo da queste premesse, un'Unione che mira alla creazione di istituzioni sempre più comprensive ed affidabili deve porsi diversi interrogativi rispetto al consenso politico di queste decisioni ed ai suoi principi democratici. (EUI 2015)

# 5. La Risoluzione

## 5.1 IL Single Resolution Mechanism e l'European Deposit Insurance Scheme<sup>32</sup>

Anche con un sistema di regolazione e vigilanza ottimale, i casi di fallimenti bancari restano inevitabili data la stessa struttura competitiva dell'industria e rendono necessario definire un processo in cui sia stabilita la modalità con cui la banca verrà liquidata ed amministrata, ovvero come si svolgerà la risoluzione bancaria. Una complicanza notevole deriva dalla presenza di intermediari operanti su più territori nazionali e quindi sotto l'egemonia di diverse autorità nazionali. Un esempio può aiutare a capire la problematica. Dal 2007 la Fortis Bank (una banca posseduta da una holding belga ed olandese con una presenza significativa in Lussemburgo) fu travolta da un ciclone di eventi nefasti. Poco dopo l'acquisizione di una grande banca olandese, l'ABN AMRO, lo scoppio della crisi dei subprime (di cui era ricca) erose le sue risorse ridotte ed il fallimento della Lehman Brothers, con cui aveva un'importante esposizione creditoria, la situazione mise la banca in condizione di dover chiedere un supporto di emergenza nel 2008. I paesi decisero ognuno di nazionalizzare una parte della banca nonostante la loro storia aveva sempre evidenziato un ampio grado di collaborazione. La decisione fu presa soprattutto a difesa dei propri interessi nazionali trascurando i vantaggi di una risoluzione combinata e le conseguenti economie di scala. Diversamente da questo caso, Belgio e Francia, sono state protagoniste del fallimento della Dexia, una banca belga nata dalla fusione di una banca belga ed una francese, con conclusioni diametralmente opposte. Entrambi i paesi hanno infatti collaborato per tenere in vita l'istituto condividendo le risorse necessarie nel 2008. L'esempio mostra come precedentemente la crisi nessuna dottrina vigeva in Europa ed ogni caso poteva avere esiti diversi; tra le spiegazioni dei diversi destini di Fortis e Dexia è stata avanzata l'ipotesi che la natura puramente nazionale di Dexia unita ai forti collegamenti della banca con il governo belga ed il governo francese (gli istituti fondanti la banca erano entrambi specializzati in prestiti verso le autorità locali) abbia facilitato il processo decisionale della risoluzione. Una banca "europea" quindi moriva più facilmente di

---

<sup>32</sup> Questo paragrafo è basato sul lavoro di Baldwin & Wyplosz (2015). The economics of European integration, cap 18, London: McGraw-Hill Education.

una nazionale con l'assenza di "buoni amici" ad aggravare la sua posizione. La necessità di un intervento per cambiare drasticamente la situazione era ormai sempre più evidente.

Stabilire chi debba prendere decisioni di estrema delicatezza nel contesto di un fallimento bancario è una scelta che presenta diverse conclusioni a seconda di quale prospettiva si fa prevalere. Da un lato si trovano infatti le caratteristiche "politiche" del fenomeno come le decisioni riguardanti quali passività garantire, il destino del management uscente, su chi viene a ripartirsi la perdita e così via. Questioni che, implicando spesso enormi quantità di risorse da smobilizzare, necessitano di un appoggio democratico non delegabile ad istituzioni completamente tecniche. Su un fronte opposto si trovano le ragioni di chi ritiene che l'influenza che le grandi banche esercitano sui rispettivi governi rende particolarmente probabile fenomeni di salvataggio anche in situazioni in cui il fallimento porterebbe maggiori benefici per i cittadini. Peculiare dell'eurozona è la posizione della BCE, che in quanto banca centrale dovrebbe essere il prestatore di ultima istanza in casi di fenomeni di illiquidità del sistema, ed invece possiede una struttura rigida riguardo ai cosiddetti aiuti di stato ed una posizione ambigua rispetto ai singoli governi. La BCE è infatti composta da tutti i paesi membri dell'eurozona ma un governo straniero è solitamente restio al salvataggio di una banca nazionale, resta quindi il ricorso alle finanze del singolo paese la via maggiormente praticabile se non fosse per l'alta esposizione debitoria di alcuni paesi europei.

Le criticità esposte sono risultate evidenti con la recente crisi<sup>33</sup> ed in parallelo al SSM è stato istituito il Single Resolution Mechanism (SRM) sotto l'autorità del Single Resolution Board (SRB, composto dalla Commissione Europea, il Consiglio e le autorità di risoluzione nazionali). Il sistema creato si fonda su una centralizzazione parziale, con le decisioni sulla risoluzione bancaria decise in capo al SRB ed eseguite dalle autorità nazionali. Le risorse disponibili per il salvataggio derivano dai contributi del sistema bancario stesso, il fondo è in costituzione dal 2016 e si prevede la fine dei contributi entro il 2024. Inoltre, le decisioni riguardo la risoluzione sono fermamente separate dalle corrispettive decisioni della supervisione per evitare conflitti di interesse.

Nell'aprile del 2014 il Parlamento Europeo ed il Consiglio hanno approvato la direttiva BRRD e l'accordo intergovernativo, i pilastri su cui poggia il SRM. La direttiva fornisce una tripla

---

<sup>33</sup> Cfr. cap. 2

protezione per le tasche dei contribuenti. Essa richiede l'emissione di un piano di risoluzione, il Bail-in dell'8% delle passività della banca in liquidazione e la copertura di un fondo di risoluzione nazionale pari all'1% dei depositi coperti nell'UE (disciplina inclusa nel Deposit Guarantee Scheme<sup>34</sup>). In ogni caso sono garantiti i depositi fino a €100'000. Così facendo, la direttiva diminuisce i problemi di moral hazard ed evita rischi di contagio, tuttavia, l'adozione delle misure cautelative necessarie è vincolata solo per i membri dell'Eurozona a cui viene anche richiesto la condivisione delle risorse per l'istituzione del Single Resolution Fund. Un ruolo complementare sarà occupato dall' European Stability Mechanism che potrà contribuire alla ricapitalizzazione del sistema bancario fino ad un massimo di 60 miliardi al di fuori del suo budget standard di 500 miliardi (EUI 2015).

La recente crisi ha però evidenziato come i governi siano implicitamente ritenuti garanti delle passività delle banche date le conseguenze di determinati fallimenti, ciò ha reso il tema dell'assicurazione sui depositi minori rilevante nel contesto della Banking Union a tal punto da considerare la sua presenza essenziale per il corretto funzionamento della stessa. L'assicurazione (parziale) infatti evita l'assunzione che qualsiasi passività sarà coperta dal governo ed incentiva il monitoraggio del mercato ma, come ogni situazione in cui il rischio dell'impresa diminuisce, potrebbe comunque essere causa di moral hazard.

Storicamente, la diffusione di forme di assicurazioni sui depositi è cresciuta nel tempo e si è allargata in sempre più paesi. Le modalità attraverso cui un'assicurazione esplicita dei depositi si è manifestata sono principalmente due. La prima soluzione è rappresentata da un intervento ex-post del settore bancario<sup>35</sup> che copre le posizioni degli intermediari in liquidazione, i maggiori benefici sono rappresentati dal maggior incentivo al controllo che ciascuna banca presenta rispetto ai *competitors* ma, i costi andrebbero a ricadere ingiustamente sulle banche più virtuose. Contrariamente, lo schema proposto nell'UE per l' European Deposit Insurance Scheme (EDIS) prevede che il fondo sia stabilito ex-ante ed ogni paese deve impegnarsi per versare la propria quota. In questo caso, tutte le banche partecipano al fondo ed inoltre, si eviterebbero fenomeni di pro-ciclicità dove le banche

---

<sup>34</sup> A partire dal 2024 il DGS sarà composto da almeno lo 0.8% dei depositi totali dei membri, stimato intorno ad un ammontare di 55 miliardi (Directive 2014/49, art 10(2)); lo stesso ammontare è previsto per il pre-funding del SRF che andrà gradualmente a raggiungere l' 1% dei depositi totali presenti nell'unione (Regulation 806/2014, art 69(1)), (EUI 2015).

<sup>35</sup> È un esempio il caso italiano dove il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi interviene successivamente al momento di crisi raccogliendo le risorse necessarie dagli istituti privati facenti parte dell'associazione.

vengono chiamate a versare contributi nei momenti di maggior stress finanziario (Di Giorgio 2016).

## 5.2 Rischi e benefici di un'unione bancaria incompleta

Prima di approfondire il tema dell'incompletezza dell'unione bancaria europea, è opportuno richiamare qualche fondamento teorico riguardo il ruolo dell'intermediazione bancaria e il suo collegamento con le corse agli sportelli. Una delle teorie prevalenti enfatizza la presenza delle riserve monetarie negli istituti e la natura liquida dei depositi bancari ed, analizzando il modello di Diamond e Dybvig<sup>36</sup> (1983), sarà possibile ricavare alcuni principi utili per capire i maggiori cambiamenti nella recente architettura bancaria europea.

Il modello si basa sulle decisioni di un generico individuo posto dinanzi alla scelta di effettuare un investimento  $I$  ad un tasso remunerativo ( $R > 1$ ) per due periodi, con la restrizione che in caso di ritiro anticipato del deposito all'inizio del secondo periodo, i costi di dismissione comportano una disponibilità liquida  $L$  minore dell'investimento ( $L < 1$ ). L'altra opzione disponibile per l'individuo consiste nella semplice conservazione delle sue disponibilità iniziali per i due periodi (la dotazione iniziale sarà considerata unitaria da qui in avanti). Gli individui si dividono nelle categorie dei pazienti, che non ritirano i depositi e rispettano la durata prefissata dei due periodi, e degli impazienti, che ritirano una determinata somma funzione di  $I$  per quello che si può considerare uno shock di liquidità data la natura dello strumento finanziario trattato. La probabilità nota a tutti di essere un consumatore impaziente è  $q$  e l'utilità attesa del singolo individuo può essere vista come una funzione dei consumi nei due periodi, resi confrontabili con un determinato tasso di attualizzazione  $\rho$ .

$$U^e = qU(c_1) + (1 - q)\rho(c_2)$$

Le soluzioni possibili per gli investitori variano a seconda della presenza o meno dei mercati finanziari e dei relativi intermediari. Nel caso di assenza, la soluzione autarchica nasce dai vincoli che gli investitori si trovano a fronteggiare e dalla loro massimizzazione dell'utilità.<sup>37</sup> Il consumo massimo nel periodo 1 risulta dalla quantità non investita maggiorata dell'eventuale ritiro al periodo 1; il consumo massimo nel periodo 2 risulta dalla quantità non investita maggiorata del rendimento dell'investimento.

$$c_1 = 1 - I(1 - L) \leq 1; \quad c_2 = 1 + I(R - 1) \leq R;$$

---

<sup>36</sup> L'esposizione seguirà lo schema adottato nel seguente manuale: Di Giorgio et al (2016): "Economia e politica monetaria", 5a edizione, Cedam, cap. 4

<sup>37</sup> Le funzioni di utilità del consumo sono considerate concave e decrescenti rendendo le condizioni di massimizzazione di primo ordine sufficienti.

$$\text{Condizione di massimizzazione di } U^e: (1 - q) \frac{\rho(R - 1)}{(1 - L)} = q \frac{U'(c_1)}{U'(c_2)}$$

La presenza di intermediari cambia radicalmente il risultato, l'istituto infatti si impegna a garantire il rimborso senza riduzioni nel periodo 1 e per questo ottiene le risorse totali del sistema da parte degli  $N$  individui, ovvero garantisce l'emissione di  $c_1^*$  per  $qN$  investitori impazienti e  $c_2^*$  per  $(1-q)N$  pazienti. La capacità dell'intermediario di aggregare le richieste degli individui permette una migliore allocazione delle risorse ed un miglioramento paretiano dell'economia. Il problema nasce dalla natura privata delle informazioni riguardanti il singolo investitore rispetto al suo reale fabbisogno di liquidità in  $t_1$ , la non-cooperazione tra individui porta ad una situazione di equilibri multipli. Il primo equilibrio consiste nel rispetto del contratto e degli effettivi bisogni individuali con replica della soluzione ottima; il secondo equilibrio scaturisce dalla possibilità che un numero elevato di depositanti chieda il rimborso e, dato il vincolo della sequenzialità, alcuni depositanti temano di vedere la loro posizione creditoria verso la banca danneggiata. Nel caso in cui la probabilità di rimborso diventi incerta il modello prevede che una bank run sia inevitabile<sup>38</sup>, considerando come la possibilità di bank run esista in un modello con tasso di remunerazione certo, risulta ancora più evidente la necessità di intervento pubblico in un contesto aleatorio e di facile contagio con il sistema finanziario reale. Tra le soluzioni esposte nel modello trovano spazio sia il blocco della sequenzialità del servizio (cd rimborso pro-quota), che l'assicurazione pubblica sui depositi di cui si discute attualmente per l'unione bancaria europea.

La diffusione dell'assicurazione sui depositi ha subito un forte incremento negli anni novanta, ciò fu dovuto alla maggiore frequenza di crisi bancarie che seguirono lo sviluppo dei mercati finanziari. Nel 2008 si contavano ben 99 paesi che presentavano una qualche forma di copertura sui depositi.

---

<sup>38</sup> La presenza di ritiri imprevisti costringe l'intermediario a liquidare alcuni investimenti ad un valore inferiore al previsto  $(1-L)$ ; le risorse da impiegare vengono ad essere  $N_{bc1}^* = N[(1-L) + IL]$  dove  $N_b$  è il numero di impazienti maggiore di  $qN$ ; la probabilità di rimborso viene a dipendere quindi dall'ammontare  $L$  che si sconta e dall'investimento iniziale  $I$ , la probabilità diventa inferiore ad 1 quando il consumo ottimale al periodo 1 viene ad essere maggiore delle risorse che ci si aspetta di ricevere in  $t_2$ .

Country	Limit	Coverage	History
Belgium	€100,000	100%	€20,000 before 2009
Bulgaria	€100,000	100%	Valid since 31 December 2010. Previously €51,129
Czech Republic	€100,000	100%	Since 2002, 90% of deposits up to €25,000. In 2008 100% up to €50,000. 2011 limit increased to €100,000
Denmark	Kr750,000	100%	Valid 30 September 2010. In period October 2008 – September 2010 the coverage was unlimited
Finland	€100,000	100%	Since 1998, increased from €25,000 to €50,000 on October 2008 and €100,000 since 1 January 2011
France	€100,000	100%	
Germany	€100,000	100%	
Ireland	Unlimited	100%	Since September 2008
Italy	€103,291	100%	Since December 1996
Netherlands	€100,000	100%	October 2008. Previously 100% of first €20,000 and 90% of next €20,000
Poland	€100,000	100%	Raised from €50,000 on December 2010
Portugal	€100,000	100%	Raised from €25,000 in November 2008
Slovakia	Unlimited	100%	Since July 2010
Spain	€100,000	100%	
Sweden	SKr500,000	100%	Since October 2008. Previously SKr250,000
United Kingdom	£85,000	100%	Since January 2011. Previously 100% of first £2,000 and 90% of £2,000 – £35,000 until October 2008 when the ceiling was raised to £50,000

**Figura 10: Assicurazione sui depositi nella UE (Mishkin 2013)**

Paradossalmente, numerose ricerche della World Bank<sup>39</sup> hanno mostrato come spesso a questa diffusione è seguito un aumento della instabilità finanziaria e della probabilità di crisi bancarie con alcuni casi di ritardo nello sviluppo finanziario del paese. I problemi nascono dalla distorta percezione del rischio che questi tipi di assicurazioni creano e dal conseguente comportamento rischioso intrapreso dal settore bancario. Tuttavia, le stesse ricerche hanno chiaramente dimostrato come le criticità esposte siano isolate ai paesi che presento un contesto istituzionale debole, principalmente le economie emergenti (Mishkin 2013). L'UE, tramite l'istituzione della Banking Union, ha allontanato questi timori, specialmente tramite l'attenzione posta all'assetto istituzionale dei nuovi organi. Infatti, si può affermare che la stessa unione bancaria sia nata con l'auspicio di creare un framework di copertura dei depositi (formato da un Deposit Guarantee Scheme e un Financial Backstop) affidabile e senza rischi distorsivi, come

<sup>39</sup> World Bank, Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World (Oxford: World Bank and Oxford University Press, 2001).

dimostrato dalle proposte iniziali riguardanti la Banking Union nate in risposta ai maggiori salvataggi bancari avvenuti lungo l'eurozona. Nonostante la supervisione e la regolamentazione siano state unificate, resta proprio questa idea iniziale a mancare data l'assenza di un adeguato livello di consenso politico. In caso di crisi sistemiche quindi, sarà proprio la frammentazione a livello nazionale delle varie agenzie di copertura dei depositi a rendere difficoltosa una risoluzione efficiente delle stesse. Per limitare questa eventualità, la BRRD ha spostato il peso maggiore della risoluzione sul settore privato ma immaginare che l'intervento di salvataggio governativo sia relegato una volta per tutte è di difficile immaginazione (EUI 2015).

I vantaggi della creazione di un singolo meccanismo assicurativo sono molteplici e vagliati dall'esperienza storica. Prendendo ad esempio l'istituzione nel 1933 del Federal Deposit Insurance Cooperation (FDIC, il corrispondente americano dell'EDIS), è noto come nel periodo 1829-1933 i tentativi di mantenere al livello statale e non federale gli schemi a garanzia dei depositi hanno prodotto nel lungo periodo profondi fallimenti ma anche elargito insegnamenti che non vanno dimenticati. La FDIC si basa su principi solidi espressi dall'obbligo di un corretto giudizio su quanto corrispondere al fondo da parte di ogni banca, dall'uso di rigorosi esami e supervisioni per evitare fenomeni di azzardo morale e la presenza di standard comuni in caso di liquidazione di banche fallimentare. Seppur solidi, i principi sono soggetti a mutamenti continui per stare al passo dell'innovazione finanziaria e dello sviluppo dei mercati (CEPR 2012). La solidità del fondo è garantita dal tesoro americano, un'analogo supporto da parte di paesi membri dell'eurozona è la chiave per rendere stabile la Banking Union attraverso un aumento del *risk-sharing* tra paesi, un passo fondamentale per completare il processo di integrazione economica avviato dai padri fondatori.



# Conclusioni

Sin dal 25 marzo del 1957 con i trattati di Roma, i paesi fondatori dell'odierna Unione Europea hanno posto come caposaldo dell'intero sistema l'importanza dell'integrazione europea. La cooperazione economica tra i vari paesi, estremizzata fin all'assenza di alcuna barriera, è ritenuta ancora oggi uno strumento formidabile per evitare gli orrori che i nazionalismi e gli individualismi del Novecento hanno consegnato alla nostra memoria. Nel 1992, nella cittadina olandese di Maastricht, un ulteriore passo fu fatto con l'istituzione dell'UE. L'eurozona ha avuto un inizio meno enfatico e le prime insormontabili divergenze tra alcuni paesi si resero evidenti con le decisioni di membri autorevoli di non accettare la moneta unica, ancora oggi il dibattito tra i detrattori dell'euro e i suoi sostenitori è incessante. La crisi del 2008 è stata la prova di maturità dell'Unione, c'è chi ha preferito continuare il proprio percorso da solo (Brexit), c'è chi ha visto il fallimento di una nazione ad un passo (Grecia) e chi invece ha cercato di porre le basi per qualcosa che rendi l'unione meno fragile. La Banking Union è l'eredità della crisi, è la figlia del sentimento europeo che ha alimentato queste decadi. Rispetto alla storia dell'Unione, la sua costituzione è stata incredibilmente rapida, pochi anni sono serviti ai paesi membri per rivoluzionare il settore bancario che mai come ora assume un ruolo vitale data l'ascesa di nuove superpotenze sullo scenario internazionale.

Le fragilità del sistema bancario sono numerose ed un approccio inadeguato rispetto alla gestione delle problematiche bancarie è un errore che l'Unione non può ripetere, le sofferenze di questi recenti anni sono ancora visibili soprattutto nella parte meridionale dell'Europa che combatte con una difficile ripresa economica. La BU ha il fine ambizioso di rendere le spiacevoli conseguenze della recente crisi un ricordo lontano. Inoltre, l'indebolimento del circolo vizioso tra debito pubblico e sistema bancario è un tema che ormai non è in alcun modo prorogabile. Restano però ancora distanti le posizioni politiche su alcuni punti fondamentali dell'unione come la costituzione dell'EDIS e di un backstop finanziario comune. In aggiunta, l'estensione obbligata dell'unione bancaria ai solo paesi facenti parte dell'eurozona aumenta il pericolo di frammentazione ed arbitraggi che mal si sposano con gli obiettivi che hanno spinto alla creazione del nuovo sistema in analisi.

Attualmente l'Unione Bancaria si fonda su quattro pilastri.



**Figura 11: Banking Union framework (Eu Com. 2017)**

Il primo è l'aspetto regolativo del sistema bancario. Seguendo le direttive internazionali di Basilea, l'UE ha tradotto in norme quelli che sono visti i primi strumenti necessari per rendere solida l'industria bancaria, i requisiti patrimoniali. Si è dato spazio inoltre a nuovi strumenti di controllo della liquidità, dell'esposizione al rischio di mercato e al rischio sistemico, che insieme ai citati limiti alla sottocapitalizzazione, costituiscono il Single Rulebook dell'unione. La frammentazione delle regole non è stata completamente eliminata ma, dei traguardi importanti sono già stati raggiunti.

La regolazione da sola non basta, il bisogno di un controllore che faccia rispettare quanto legiferato è evidente. Ecco che la nascita del SSM ha rafforzato l'architettura creata, la sua istituzione in capo alla BCE ha posto sì numerosi dubbi sull'indipendenza della stessa, ma tramite un lungimirante assetto istituzionale, la credibilità della banca centrale ha permesso meccanismo di sorveglianza di acquisire subito il giusto consenso e rendere la cooperazione tra *supervisor* nazionali fluida. Anche la presenza di un ordinamento giuridico adeguato ed un sistema di sorveglianza efficiente non garantirebbe l'assenza di fallimenti nel settore bancario. Le banche infatti, come ogni impresa, sottostanno alle leggi del mercato e la loro uscita dallo stesso non è sempre solo portatrice di cattive notizie.

Ciò nonostante, la corretta gestione della liquidazione delle banche insolubili è imprescindibile per rendere il sistema bancario affidabile. L'istituzione del SRM in capo al SRB ha garantito l'indipendenza della funzione risolutiva dalla sorveglianza evitando pericolosi conflitti di interesse. Il funzionamento del meccanismo resta comunque in evoluzione, le linee guida sui cui stabilire su chi vadano a ripartirsi le perdite sono enunciate

dalla direttiva BRRD ma inquadrare il ruolo dei governi dei singoli paesi non è una questione da sottovalutare. Il MES sembra essere attualmente l'organo accreditato a tale ruolo ma ulteriori chiarimenti sono necessari anche per conciliare le visioni nazionali riguardo l'EDIS che condivide con il SRM numerosi obiettivi e priorità. Proprio l'assicurazione comune sui depositi è il punto di maggiore tensione nell'Unione, una sua assenza nell'unione bancaria rimane tuttavia inspiegabile data la sua centralità nel sistema.

Le scelte politiche ad ogni modo devono democraticamente inserire queste considerazioni economiche negli ordinamenti nazionali e comunitari. L'UE è uno dei maggiori protagonisti internazionali, sia chiamando in causa ragioni economiche che ragioni culturali, politiche e storiche. Un suo corretto funzionamento porta benefici all'intero sistema economico data la profonda interconnessione che le tecnologie informatiche hanno creato nell'ultimo cinquantennio, le recenti crisi bancarie europee hanno dimostrato come le logiche puramente nazionali possono creare situazioni in cui molte soluzioni individuali non sono praticabili. La storia dell'Unione Europea è un mosaico fatto di milioni di piccoli avvenimenti e alcune grandi svolte nate dalla forza di persone che hanno creduto che la collaborazione fosse un'importante risorsa; la Banking Union è sicuramente un avvenimento rilevante in questo mosaico ed è un'opportunità per riaffermare ciò che oggi viene spesso sottovalutato: la forza dello stare insieme, la forza dell' "unione".

# Bibliografia

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig, and Paul Pfleiderer, (2013), Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not socially expensive, Working paper, Stanford University

Akerlof, G. (1970): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. (Aug 1970), pp. 488-500.

Baldwin, R. and Wyplosz, C. (2015). *The economics of European integration*. London: McGraw-Hill Education.

Beck, T. (2013): Banking union for Europe – where do we stand? Published in VoxEU.

Bordo, M. & Harold J., (2014): The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises, *Journal of Macroeconomics*, Volume 39, Part B, 2014, Pages 275-284, ISSN 01640704,

Cepr, (2012): Banking Union for Europe – risks and challenges, editing by Beck, T., Center for Economic Policy Research, VoxEU.org eBook

CEPR, (2018): Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform, Center for Economic Policy Research (CEPR); Policy Insight; 2018/91

Coase, R.H. (1988): *The Firm, the Market and the Law* - (Chicago, IL: University of Chicago Press, 1988).

Diamond, D., Dybvig, P. (1983): Bank runs, deposit insurance and liquidity, in *Journal of Political Economy*.

Di Giorgio et al (2016): *Economia e politica monetaria*, 5a edizione, Cedam

Di Noia, C. and G. Di Giorgio, (1999), 'Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks be Given to Different Agencies?', *International Finance*, 2(3), (November), 361–78. European Central Bank, (2016): Annual report 2015, Draghi M., April 2016

European Commission, (2013): Memo/13/690, 16 luglio 2013

European Commission - Fact Sheet (2015): Banking Union: restoring financial stability in the Eurozone, Brussels, 24 November 2015

European Commission, (2015): *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Junker

European Commission - Fact Sheet (2017): *Completing the Banking Union by 2018*, Brussels

European University Institute (2015): *The new financial architecture in the Eurozone*, RSCAS, Florence School of Banking and Finance.

Fischer S., (1997), "Central Banking: The Challenges Ahead – Financial System Soundness", *Finance and Development*, March.

Gennaioli, N., Martin, A. and Rossi, S. (2014): Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions. *The Journal of Finance*, 69: 819–866. doi:10.1111/jofi.12124

Goodhart C. and Shoenmaker D., 1995, "Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?", *Oxford Economic Papers*, p. 539-560

Hartmann, P., Straetmans, S., de Vries, C.G., 2006. Banking System stability: a cross-atlantic perspective, in: *The Risk of Financial Institutions*, Carey, M, Stulz RM (eds.), The University of Chicago Press (Chicago and London), 133-193.

Il Sole 24 Ore (2017): La «linea rossa» della Bundesbank sull'unione bancaria, Merli, 16 dicembre

Il Sole 24 Ore (2017): Weidmann frena sull'unione bancaria, Merli, 18 dicembre

Krugman, P. (2013): *Revenge of the Optimum Currency Area*, NBER Macroeconomics Annual 2013 27:1, 439-448

Merler, S. & Wolff, G. (2013): *Ending uncertainty: recapitalisation under European Central Bank supervision*, Bruegel Policy Contribution 2013/18.

Merler, S. & Wolff, G. (2014): *2014 Financial Odyssey: How should the first steps of the banking union be implemented*, Published in VoxEU

Mishkin, Frederick S. (2013): *The economics of money, banking and financial markets*, Frederick S. Mishkin, Kent Matthews, Massimo Giuliodori, European ed.

Straetmans, S. & Chaudhry, S. M. (2015): *Tail risk and systemic risk of US and Eurozone financial institutions in the wake of the global financial crisis*, *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 58(C), pages 191-223.