

Rome Investment Forum 2015: Financing Long-Term Europe

Keynote Address

Salvatore Rossi

Direttore generale della Banca d'Italia

Finance for Growth: A Capital Markets Union

Roma, 11 dicembre 2015

Vorrei commentare la proposta di una Unione europea dei mercati dei capitali (UMC) sollevando tre questioni e cercando di dare a esse delle risposte.

La **prima** questione è: abbiamo davvero bisogno di una UMC? Deve essere questa una priorità dell'agenda politica europea?

La mia risposta è un sonoro sì. So che può sembrare una domanda retorica, data la profusione di documenti, saggi scientifici e seminari, tutti alquanto apologetici, che sono stati dedicati al progetto a partire dal suo lancio ufficiale l'anno scorso. Credo tuttavia che sia importante tenere a mente le ragioni di quel sì, perché esitazioni o aperte contrarietà serpeggiano in alcuni paesi e settori.

Il fatto è che le economie europee, con la parziale eccezione del Regno Unito, sono fortemente dipendenti dalle banche per i loro bisogni finanziari. Troppo dipendenti, e vorrei accennare al perché.

Una vasta letteratura (ho in mente per esempio una ricerca empirica molto recente recente di Langfield e Pagano, 2015), mostra che in economie con una struttura finanziaria basata sulle banche la crescita economica tende a essere più bassa, in particolare in tempi di prezzi cedenti delle attività, e il rischio sistemico più alto. Una tale “distorsione bancaria”, come L&P la chiamano, è sempre un male, in ogni circostanza.

Ma anche se sposassimo l'idea, solo per amor di ragionamento, che la dominanza bancaria nelle nostre strutture finanziarie sia una caratteristica ottimale, ecco che dovremmo fronteggiare un altro fatto: anche in conseguenza del nuovo quadro di regole e di supervisione, le banche sono sempre meno disposte a prestare denaro a debitori rischiosi come le piccole e medie imprese (PMI), per il carico pesante di crediti deteriorati che è eredità della crisi e perché è ora richiesto più patrimonio a

fronte di impieghi rischiosi. E il patrimonio costa, va remunerato. Richieste di cuscinetti patrimoniali aggiuntivi vengono da tutti gli organismi internazionali di vigilanza bancaria, a livello sia globale (il Consiglio per la stabilità finanziaria) sia europeo (il Meccanismo unico di vigilanza - MUV), perché facciano da scudo contro una nuova, devastante crisi finanziaria. Finora, in Europa l'effetto è stato pro-ciclico: nonostante la liquidità abbondante e a buon mercato fornita dalla Banca centrale europea, le banche sono riluttanti ad aumentare i prestiti all'economia reale.

Il sistema produttivo, specialmente nell'Europa del sud, è prevalentemente fatto di PMI, per le quali accedere ai mercati finanziari e dei capitali è arduo, se non impossibile. Quindi, abbiamo davanti a noi un terzetto incoerente: una struttura economica che chiede soprattutto alle banche assistenza finanziaria; regolatori preoccupati dei rischi dell'attività bancaria; banche che, di conseguenza, si ritraggono da ampie parti del mercato creditizio.

Come uscire da questa incoerenza? Un modo è si spostare la struttura finanziaria dagli intermediari ai mercati (Visco 2015). Per questo sono innanzitutto necessari sforzi a livello nazionale, ma occorre ben di più: occorre un mercato dei capitali integrato a livello europeo, con regole armonizzate e pensate per favorire le PMI. In altre parole, occorre una UMC.

La **seconda** questione è: una UMC europea è un progetto realistico?

Stavolta la mia risposta è decisamente dubitativa.

L'idea di una UMC fu lanciata per la prima volta dal Presidente della Commissione europea, davanti al Parlamento europeo, nel luglio del 2014 (Juncker 2014), con un linguaggio molto ambizioso. Lo scorso settembre la Commissione ha presentato un Piano d'azione per trasformare in realtà quella illuminata visione (CE

2015). Da un documento all'altro l'ambizione è stata apparentemente ridimensionata. Come ha notato di recente Nicolas Véron (2015), il Piano “si riduce in effetti a sfrondare le regole esistenti e a correggere alcuni eccessi recenti della stessa regolamentazione europea”. Cose che dovrebbero essere attività ordinaria della Commissione. Vediamo se questo severo giudizio è fondato.

Che vuol dire in sostanza UMC? Vuol dire creare un mercato unico dei servizi finanziari non bancari: si tratterebbe del tardivo completamento del progetto di Mercato unico degli anni Ottanta. Un primo tentativo di integrare i mercati finanziari in Europa, quindici anni fa, non ebbe successo. Nel mercato dei beni gli ostacoli principali all'integrazione erano gli standard tecnici: armonizzarli fu la mossa decisiva. Nel mercato dei servizi finanziari gli ostacoli sono di varia natura: ogni paese ha il suo ordinamento giuridico, il suo sistema fiscale, i suoi standard contabili, la sua regolamentazione prudenziale (Danielsson et al. 2015). Queste specificità sono intrecciate con i costumi e le tradizioni locali; talvolta proteggono dei “campioni nazionali”. Armonizzare una miriade di leggi, tasse e regole in un periodo breve, come sarebbe richiesto dall'urgenza della questione, è estremamente impegnativo.

Il problema più delicato ha a che fare con il Regno Unito. È abbastanza ovvio come una UMC europea che escluda la City londinese non abbia molto senso. Tuttavia il governo inglese è molto sensibile al tema dei vantaggi competitivi della piazza finanziaria di Londra; un tema che rimarrà quasi intrattabile finché non si sarà svolto il referendum sull'appartenenza del Regno Unito all'Unione europea.

La **terza** questione è: che si può fare per facilitare/accelerare il processo di creazione di una UMC pan-europea?

L'approccio seguito dal Piano d'azione è del tipo “un passo alla volta”. Un tale approccio è stato caldamente suggerito, forse non a caso, da molti dei portatori d'interessi coinvolti nella pubblica consultazione tenuta dalla Commissione nella prima metà di quest'anno. È l'approccio giusto? In linea di principio sarebbe stato preferibile un atteggiamento più audace, che affrontasse simultaneamente e direttamente la necessaria armonizzazione nei campi, ad esempio, delle leggi fallimentari, delle tasse, della protezione degli investitori, delle infrastrutture di mercato: un big bang in stile Thatcher. Ma sarebbe stato del tutto irrealistico.

Ciò che il Piano intende fare, ne cito un passaggio, è procedere “*bottom up*, identificando le barriere e buttandole giù una ad una, creando così il senso di uno slancio decisivo”. Fra le prime barriere a dover essere abbattute vi sono, secondo il Piano:

- complicazioni burocratiche e asimmetrie informative che rendono costoso per le PMI quotarsi in borsa o emettere titoli;
- specifiche regole, nel nuovo quadro regolamentare europeo per le assicurazioni (Solvency 2) e in quello per i requisiti di capitale nelle banche (CRR), che impediscono ad assicurazioni e banche di essere più coinvolte nel finanziamento degli investimenti in infrastrutture;
- una specie di dannazione che ancora pesa sulle cartolarizzazioni dopo la crisi finanziaria globale (le asset-backed securities – ABS – furono definite “rifiuti tossici”), che invece, se semplici e trasparenti, potrebbero essere uno strumento essenziale per colmare il divario fra PMI e mercati finanziari;
- e così via...

Tutte buone intenzioni. Sufficienti a creare il senso di uno “slancio decisivo”? Vedremo.

Il rischio è quello di finire in una sorta di trappola dei “dieci piccoli indiani”. Un rischio ancora presente, ad esempio, nella vicenda della Unione bancaria europea.

L’Unione bancaria fu concepita come una costruzione istituzionale con tre pilastri (Rossi 2015): il Meccanismo unico di vigilanza (MUV), un Meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (MUR) e uno Schema unico di garanzia dei depositi (SUGD). I tre pilastri dovevano, nelle intenzioni originarie, essere simultanei, simmetrici e logicamente interconnessi. Il risultato finora è stato molto diverso. Il MUV è stato realizzato speditamente, perché visto come prerequisito di un recupero della fiducia reciproca fra paesi dopo la crisi dei “debiti sovrani”. Ma la sfiducia e il sospetto sono rimasti. Sulla questione cruciale della risoluzione delle crisi bancarie, dopo un lungo e defatigante negoziato politico, si è deciso che la condivisione nell’area dei costi di risoluzione di una crisi non è per l’oggi; è prevista come stadio finale di un processo che durerà molti anni e in ogni caso coinvolgerà solo fondi privati (il Fondo unico di risoluzione, finanziato da tutte le banche dell’area). In particolare, l’uso di denaro dei contribuenti di paesi diversi da quello in cui ha sede la banca in crisi è stato tassativamente escluso, diversamente dal disegno originario (in ogni caso l’uso di denaro pubblico è in generale vietato dalla normativa sugli “aiuti di Stato”). Quanto alla garanzia europea dei depositi, è stata rimandata a un futuro indefinito; recentemente la Commissione ha presentato una proposta per far avanzare il progetto, ma con un orizzonte temporale altrettanto lungo, prima di raggiungere forme di mutualizzazione, di quello stabilito per il Fondo di risoluzione.

La UMC, va da sé, è impegno affatto diverso rispetto all'Unione bancaria. Ma superare la gran varietà di tradizioni e interessi nazionali sarà comunque un compito formidabile, la cui intrinseca difficoltà non va sottostimata, se vogliamo che il progetto vada alla fine in porto.

Bibliografia

- Commissione Europea, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, 2015 http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan.
- Danielsson, J., et al., *Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation*, 2015 <http://www.voxeu.org/article/europe-s-proposed-capital-markets-union>.
- Juncker, J-C, *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, Discorso di apertura tenuto in occasione della sessione plenaria del Parlamento europeo, Strasburgo, 15 luglio 2014 http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg_en.pdf.
- Langfield, S., Pagano, M., "Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth", ECB Working Paper Series, 1797, maggio 2015 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1797.en.pdf>
- Rossi, S., *Towards a European Banking Union: a euro-area central bank supervisor as a first step*, Lecture at the Central Bank of Russia, 2 aprile 2015 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Rossi_02042015.pdf.
- Véron, N., *Europe's capital markets union and the new single market challenge*, 2015 <http://www.voxeu.org/article/europe-s-new-single-market-challenge>.
- Visco, I., *Investment Financing in the European Union*, OECD-Euromoney Conference on Long-Term Investment Financing, 19 novembre 2015 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2015/Visco_19112015.pdf.