



Munich Personal RePEc Archive

Istitutional design and financial stability in EMU

Lossani, Marco, Natale, Piergiovanna and Tirelli, Patrizio

1999

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18692/>
MPRA Paper No. 18692, posted 17. November 2009 / 11:38

Disegno delle istituzioni e stabilità finanziaria nell'Unione Monetaria Europea

di Marco Lossani, Piergiiovanna Natale e Patrizio Tirelli

0. Introduzione

Il Trattato di Maastricht definisce in modo chiaro la suddivisione dei compiti tra le istituzioni componenti il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) per la realizzazione dell'obiettivo della stabilità monetaria: le Banche Centrali Nazionali (BCN) gestiranno la politica monetaria sulla base delle istruzioni fornite loro dalla Banca Centrale Europea (BCE), secondo un modello di accentrato decisionale *cum* decentramento operativo. Il Trattato non assegna in modo altrettanto preciso i compiti riguardanti il perseguimento della stabilità finanziaria, intesa come il mantenimento del regolare funzionamento dei mercati finanziari – e in particolare di quello del credito – al fine di prevenire situazioni di fragilità che trasmettendosi alle diverse componenti del sistema finanziario determinino una crisi sistemica. Mentre l'articolo 105 del Trattato afferma che «Il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario» (art. 105.5), il Protocollo limita l'intervento della BCE in materia di stabilità finanziaria a un ruolo consultivo. All'art. 25 esso stabilisce che la BCE «potrà offrire suggerimenti e sarà consultata dal Consiglio, dalla Commissione e dalle autorità competenti in merito all'applicazione della legislazione comunitaria relativa alla supervisione prudenziale degli istituti di credito e alla stabilità del sistema finanziario». È evidente che la lettera del Trattato di Maastricht lascia irrisolta la questione dell'attribuzione di responsabilità per la conduzione delle ope-

Pervenuto settembre 1998, approvato marzo 1999.

Gli autori ringraziano Domenico Delli Gatti e due anonimi referees per gli utili commenti. Questo lavoro ha beneficiato del Contributo di Ricerca CNR n. 97.05287.ST74.

razioni di regolamentazione, supervisione e assistenza finanziaria, tipiche della *banking policy*. L'interpretazione prevalente in letteratura è che tali attività verranno effettuate dalle BCN¹.

In questo lavoro esaminiamo la letteratura prodotta su questo argomento analizzando le implicazioni del disegno istituzionale previsto dal Trattato di Maastricht per il conseguimento della stabilità finanziaria e suggerendone una possibile linea di revisione. Concentreremo la nostra attenzione sulla stabilità di un solo tipo di intermediari finanziari, le banche. Tale scelta trova ragione nella rilevanza estrema che le banche continuano a giocare all'interno del sistema finanziario europeo: rimangono la principale fonte di finanziamento per il settore privato e costituiscono uno dei principali canali di trasmissione della politica monetaria. Inoltre il comparto bancario europeo essendo ancora fortemente regionalizzato e caratterizzato da notevoli segmentazioni risulta essere assai sensibile agli effetti del processo di integrazione. Infine, è soprattutto nel comparto bancario che i fenomeni di contagio – la cui probabilità di realizzazione cresce all'aumentare del grado di integrazione reale e finanziaria – assumono rilevanza.

In considerazione della crescente integrazione dei mercati favorita dall'azione del mercato unico e dall'introduzione della moneta unica, l'attribuzione della *banking policy* alle BCN effettuata sia pure in modo implicito dal Trattato appare inadeguata. In un contesto ad elevata integrazione economica e finanziaria, le attività di regolamentazione, supervisione e assistenza finanziaria si caratterizzano per rilevanti esternalità intergiurisdizionali. L'assegnazione delle funzioni di *banking policy* delineata nel Trattato di Maastricht non consente all'Unione di realizzare i benefici derivanti dall'internalizzazione di tali *spillovers* in quanto le BCN non frongegiano incentivi sufficienti ad offrire un livello di attività appropriato ai bisogni dell'Unione. Inoltre la competenza esclusiva in materia di supervisione attribuita alle BCN favorisce il perdurare di una condizione di asimmetria informativa tra i membri del SEBC destinata a rivelarsi costosa nel momento in cui si debbano affrontare crisi sistemiche.

Una revisione del disegno istituzionale che presiede alla suddivisione delle responsabilità in materia di *banking policy* appare quindi opportuna. Date le notevoli esternalità che caratterizzano

¹ Tra i tanti lavori che condividono questa interpretazione ricordiamo Goodhart (1991), Giovannini (1992), Vives (1993), Prati - Schinasi (1997; 1998), Bini Smaghi (1998), CEPR (1998). Per una interpretazione di segno opposto si veda Padoa Schioppa (1999).

quest'ultima, abbiamo scelto di fondare la nostra riflessione sul principio di sussidiarietà, al quale l'Unione Europea si ispira per stabilire il livello di governo (federale, nazionale, regionale, locale) a cui intraprendere le proprie azioni. L'applicazione del principio di sussidiarietà al problema del *power sharing* tra BCE e BCN suggerisce:

- la necessità di assegnare alla BCE compiti di coordinamento nello svolgimento delle funzioni regolatorie al fine di evitare fenomeni di *regulatory arbitrage*. Inoltre si individua l'opportunità di svolgere ad un doppio livello di controllo (BCE - BCN) la funzione di vigilanza prudenziale nonché di centralizzare il processo decisionale pertinente l'utilizzo della *discount window* e lo svolgimento della funzione di *Lender of Last Resort* (LOLR);

- l'opportunità di mutare le regole di funzionamento di TARGET al fine di contenere il rischio di una crisi finanziaria importata dai paesi temporaneamente esclusi dall'UME (*pre-ins*). Tale provvedimento rientra nel più generale problema di definire delle regole *ex-ante* che vincolino l'accesso ed i comportamenti all'interno delle *open partnership* che caratterizzano il processo di integrazione flessibile in corso in Europa.

Il lavoro è strutturato in cinque sezioni. Nella prima sezione sono ricordati alcuni criteri proposti in letteratura per identificare situazioni di instabilità finanziaria e le modalità individuate per il loro superamento. Nella seconda sezione vengono descritti gli effetti del duplice processo di integrazione economica e monetaria sulla stabilità finanziaria all'interno della regione europea. Nella terza sezione si valutano le implicazioni del *power sharing* tra BCE e BCN delineato nel Trattato di Maastricht sulla conduzione della *banking policy* e quindi sul conseguimento della stabilità finanziaria. Nella quarta sezione si procede all'applicazione del principio di sussidiarietà al problema in esame e si ottiene una attribuzione di responsabilità a quest'ultimo ispirata. Nella quinta si esamina la relazione tra stabilità finanziaria e monetaria e riflessi della stessa sulla decisione di accorpare le funzioni di politica monetaria e *banking policy* e sul funzionamento delle *open partnerships*. La sesta sezione contiene le conclusioni.

1. Fragilità finanziaria, effetto contagio e crisi finanziarie

Una situazione di fragilità finanziaria (*financial distress*) è caratterizzata dalla incapacità degli intermediari finanziari a rispettare i

propri obblighi contrattuali, a causa di illiquidità o insolvenza. Quando vedono coinvolto un numero elevato di soggetti, i tentativi di fare fronte a tali condizioni mediante lo smobilizzo delle attività scatenano crisi di liquidità sistemiche. Un ruolo centrale nella generazione e diffusione di crisi finanziarie è stato attribuito alle banche (Friedman - Schwartz, 1963). La condizione di *financial distress* per una banca è caratterizzata da una caduta del rapporto tra valore liquidabile dei suoi *assets* e depositi. L'emergere di poste inesigibili – dentro e fuori bilancio – determina una riduzione del valore liquidabile degli *assets*. Quest'ultima tuttavia può fare seguito anche ad una crisi di fiducia che inneschi massicci ritiri dei depositi. In un sistema bancario a riserve frazionali, ciò induce la banca stessa a liquidare gli investimenti di portafoglio e a richiedere il rimborso dei prestiti effettuati, nel tentativo di aumentare la propria posizione liquida. Quando il *bank run* si trasferisce ad altre banche perché è venuta meno la fiducia nell'intero sistema, solo un numero limitato di istituti è in grado di ottenere il circolante che il pubblico richiede mediante la vendita di *assets*. Ciò dà luogo ad una contrazione dell'offerta di moneta, accompagnata da un rialzo dei tassi di interesse e un calo del prezzo degli *assets*.

La rete di rapporti che intercorrono tra i diversi mercati e operatori costituisce il canale di trasmissione attraverso cui una situazione di *financial distress* – inizialmente circoscritta ad un singolo operatore o mercato – si trasmette all'intero sistema generando delle crisi finanziarie. L'effetto contagio è crescente nel grado di integrazione dei mercati, ma un ruolo importante è svolto anche dal grado di asimmetria informativa di cui soffrono gli operatori rispetto alle condizioni delle istituzioni finanziarie. Dal momento che sia il collaterale che la ricchezza netta di un operatore sono in grado di ridurre gli effetti negativi delle asimmetrie informative, ogniquale una situazione di *financial distress* provochi un calo del valore della ricchezza netta o del collaterale si ha automaticamente un inasprimento degli effetti negativi dell'asimmetria informativa con incremento del rischio di crisi sistemica (Mishkin, 1991). Inoltre, in condizioni di asimmetria informativa diventa più probabile che gli operatori – osservando una situazione di fragilità finanziaria inizialmente circoscritta ad un'istituzione (o mercato) – siano indotti a ritenere che anche altre istituzioni (o mercati) possano soffrire dello stesso genere di difficoltà. Se gli operatori agiscono di conseguenza, non solo vengono ad auto-realizzarsi le loro aspettative ma viene anche ad innescarsi il mecca-

nismo di propagazione – l'effetto contagio – che produce una crisi sistemica (Bernanke, 1983)².

Le modalità di intervento a fronte di una crisi sistemica sono molteplici. I sistemi di assicurazione dei depositi costituiscono una prima difesa contro il diffondersi di un panico bancario in quanto inducono i depositanti a contenere le proprie richieste di liquidità. Una crisi finanziaria può essere risolta mediante iniezioni di liquidità da parte della Banca Centrale che ricorre a operazioni di mercato aperto o all'utilizzo della *discount window*. I fondi ai quali la Banca Centrale attinge in tali circostanze possono essere propri o del Tesoro³. In quest'ultimo caso la Banca Centrale si qualifica come prestatore di «penultima istanza». Alternativamente, una crisi di liquidità può essere affrontata con fondi privati. È questo il caso dell'intervento coordinato di operatori liquidi disposti a fare fronte agli impegni degli agenti in difficoltà contro la cessione degli *assets* di questi ultimi. Le stesse aziende di credito possono dare vita a istituti specializzati in attività di salvataggio quali la *Liquidity Consortium Bank* tedesca.

Si noti che queste modalità di intervento sono rese possibili solo dall'azione della Banca Centrale. Quest'ultima – a motivo dell'attività di supervisione svolta – gode di un vantaggio informativo rispetto al mercato ed è quindi in grado di promuovere il coordinamento tra gli operatori liquidi interessati in operazioni di salvataggio. Le Banche Centrali detengono anche quote rilevanti del capitale degli istituti specializzati nell'intervento in caso di crisi finanziaria. Per citare un caso, la *Bundesbank* controlla il 30% del capitale della *Liquidity Consortium Bank* mentre il restante 70% è nelle mani delle aziende di credito (Prati - Schinasi, 1998). La disponibilità di informazione derivante dall'attività di supervisione e l'entità della partecipazione azionaria della Banca Centrale nel consorzio di liquidità riducono il rischio associato al conferimento di capitale al consorzio stesso da parte delle banche commerciali rendendo quindi vitale tale istituto.

² Vi può addirittura essere il caso in cui il contagio si produce per effetto di una «cascata informativa»: le azioni di alcuni operatori inducono altri operatori a rivedere le proprie aspettative, determinando una successiva serie di azioni che provocano mutamenti delle aspettative e nelle operazioni di ulteriori gruppi di agenti (Shiller, 1995).

³ A questo tipo di finanziamento si fece ricorso in occasione della crisi delle *Savings & Loans* statunitensi.

2. Stabilità finanziaria e integrazione economico-monetaria

In questa sezione ci proponiamo di valutare l'impatto del processo di integrazione economica e monetaria sulla stabilità finanziaria all'interno della regione europea, concentrando la nostra attenzione sul sistema bancario. In Europa le banche sono ancora la principale fonte di finanziamento per il settore privato⁴ e in misura crescente offrono liquidità agli altri intermediari finanziari. Questa loro duplice capacità accresce il rischio di *financial distress* per le banche europee. Inoltre essendo fortemente regionalizzato – con un notevole *home-bias* soprattutto per quanto riguarda le operazioni al dettaglio – e caratterizzato da notevoli segmentazioni, il comparto bancario europeo è assai sensibile agli effetti del processo di integrazione.

Quest'ultimo è destinato ad accentuare la concorrenza in un'industria caratterizzata nella maggior parte dei paesi europei da un eccesso di occupazione. L'introduzione della moneta unica – favorendo la convergenza dei tassi di interesse verso il livello più basso tra quelli prevalenti nell'Unione – determina una riduzione dello *spread* tra tassi attivi e passivi. I sistemi bancari in cui il margine di interesse costituisce la maggior parte del margine di intermediazione subiranno quindi una contrazione dei profitti. Questi sviluppi daranno luogo almeno nel breve periodo ad un consolidamento del settore bancario e ad una conseguente riduzione del numero di intermediari di minori dimensioni. Questi ultimi, sopravvivendo all'interno di mercati locali, vedranno mutare a loro sfavore la composizione della clientela⁵. Per le banche più piccole l'aumento della quota di prenditori rischiosi provocherà un incremento della già elevata quota di *non-performing loans*. Inoltre è probabile che gli intermediari – al crescere della concorrenza – pongano in essere azioni ispirate a principi di minor prudenza determinando un incremento del grado di rischio del loro portafoglio e quindi un mag-

⁴ Il motivo di tale minor ricorso al mercato e di un maggior utilizzo degli intermediari nella forma di *relationship-banking* è peraltro da ricercarsi nel diverso ruolo storicamente svolto dalle Banche Centrali (Folkerts Landau - Garber, 1992). La FED da lungo tempo garantisce e realizza interventi sul mercato monetario per evitare fluttuazioni nella liquidità e nei tassi, favorendo lo sviluppo del mercato monetario e delle *securities*. Al contrario l'adozione di un modello di «Banca Centrale ristretta» – prevalente in Europa, ed in particolare in Germania – ha scoraggiato lo sviluppo di un mercato privato delle *securities* e ha favorito la dipendenza dal comparto bancario.

⁵ Il consolidamento bancario provocherà anche una riduzione nella quantità di *small lending* erogato con perdite di efficienza per sistemi economici in cui prevalgono le piccole attività, quali i paesi della periferia europea (Branson, 1990).

gior pregiudizio alla stabilità finanziaria della regione europea⁶ (Branson, 1990; Dornbusch - Giavazzi - Favero, 1998).

Completato il processo di integrazione economica, i rischi di instabilità finanziaria per gli intermediari bancari di piccole dimensioni, che ci si attende particolarmente diffusi all'interno delle regioni periferiche dell'UME anche nel lungo periodo, non sembrano ridursi. Infatti le banche locali, data la loro dipendenza dalle *performance* reali delle regioni in cui è radicata la loro attività, saranno esposte agli effetti di shock asimmetrici senza poter godere della rete di sicurezza garantita dalla autonomia della politica monetaria (Gibson - Tsakolatos, 1993)⁷.

Si deve inoltre osservare che nonostante il tentativo di armonizzazione attuato mediante il recepimento degli accordi di Basilea, della II Direttiva Bancaria e del principio di mutuo riconoscimento, l'integrazione economica non produrrà necessariamente una struttura finanziaria omogenea tra le diverse regioni (Grilli, 1989; Neven, 1990; Vives, 1990). È probabile che anche nel più lungo periodo convivano sistemi con strutture finanziarie diverse – una struttura *bank-based* contrapposta ad una struttura *market-based* – che implicano un diverso ricorso ai servizi di assistenza, tra cui quello di prestatore di ultima istanza, forniti dalla Banca Centrale (Folkerts Landau - Garber, 1992). L'unicità stessa della politica monetaria in presenza di strutture finanziarie disomogenee può essere la causa di *financial distress*. Una variazione dei tassi di interesse produce effetti differenti sul merito di credito e sui profitti degli operatori bancari (e non) a seconda della composizione delle attività e delle passività da loro detenute. Tanto maggiore è la quota di debito a breve termine (o a tassi indicizzati) e la quota di attività a lungo termine e a tasso fisso, tanto più negativo sarà l'effetto di un aumento dei tassi ufficiali sui profitti e sul merito di credito, creando le condizioni per una situazione di *financial distress*⁸ (Banca dei

⁶ Fenomeno peraltro già accaduto in USA nei primi anni '80, in seguito sia alla maggior concorrenza indotta dal processo di consolidamento bancario che dal nuovo contesto regolatorio e che viene considerato probabile dalla stessa ECB (1999).

⁷ A tale proposito è interessante comparare l'esperienza dei primi del secolo delle banche canadesi rispetto a quella delle banche statunitensi: le prime che non fronteggiavano alcun vincolo sul grado di diversificazione geografica riescono a contenere assai meglio gli effetti della crisi degli anni '30 rispetto alle seconde che invece devono sottostare a vincoli stringenti per quanto concerne la possibilità di realizzare *bank-branching* sull'intero territorio nazionale (Temzelides, 1997).

⁸ Basta ricordare a tale proposito l'impatto nel settembre '92 degli alti tassi di interesse (ufficiali e a breve) inglesi sulla spesa privata e sul grado di *financial distress* di diversi operatori, che risultavano penalizzati dall'elevato indebitamento a tasso variabile. Un effetto negativo analogo si è manifestato anche in Italia per via dell'elevato stock di titoli del debito pubblico a breve classato nel portafoglio delle banche.

Regolamenti Internazionali, 1995; Dornbusch - Giavazzi - Favero, 1998).

Infine, la crescente integrazione economica e monetaria comporta un aumento del rischio di contagio. La maggior integrazione dei mercati finanziari unitamente al maggior peso relativo assunto degli intermediari bancari più grandi aumenta in modo inequivocabile l'intensità di un possibile effetto di contagio (Shoenmaker, 1995; Crockett, 1997)⁹. L'aumento delle quote di mercato detenute dalle banche più grandi con molte attività *cross-border*, a scapito di quelle di dimensioni minori, rende più difficile l'organizzazione di tempestive operazioni di salvataggio bancario e quindi facilita il propagarsi di situazioni di *financial distress*. Inoltre, la creazione di un mercato unico della liquidità, su cui non si manifesteranno divergenze tra i tassi di interesse nelle diverse regioni componenti l'UME, presuppone l'esistenza di un sistema dei pagamenti integrato che consenta alle banche di muovere i fondi da una regione all'altra con velocità elevata e costi contenuti. Tuttavia, se garantisce l'unicità della politica monetaria, la maggior integrazione dei sistemi dei pagamenti determina una maggior velocità di trasmissione delle situazioni di crisi, con un incremento del rischio di contagio (Bruni, 1993; Shoenmaker, 1995)¹⁰.

3. Stabilità finanziaria e Trattato di Maastricht

Nella sezione precedente abbiamo argomentato che l'UME non è esente dalla possibilità che in alcune regioni si presentino situazioni di *financial distress* e che tali difficoltà si trasformino in crisi sistemiche. Sembra quindi opportuno chiedersi se l'assegnazione delle funzioni di *banking policy* operata dal Trattato di Maastricht sia sufficiente a garantire la stabilità finanziaria all'interno dell'UME.

Come ricordato nell'Introduzione, il Trattato non è esplicito circa l'attribuzione della *banking policy*. Esso afferma che «Il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche per-

⁹ Si noti che la relativa disomogeneità delle strutture finanziarie dei diversi paesi non è un ostacolo al diffondersi delle crisi, come osservato da Krugman (1999) con riferimento alle «crisi asiatiche» e alle loro implicazioni per i mercati finanziari internazionali.

¹⁰ La scelta da parte della UME di un sistema di regolamento lordo in tempo reale quale TARGET è stata ovviamente dettata dalla necessità di contenere tale rischio. Nondimeno, come vedremo nel seguito, le condizioni sotto le quali TARGET opera non garantiscono il conseguimento della stabilità finanziaria.

seguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario» (art. 105.5), mentre la BCE «potrà offrire suggerimenti e sarà consultata dal Consiglio, dalla Commissione e dalle autorità competenti in merito all'applicazione della legislazione comunitaria relativa alla supervisione prudenziale degli istituti di credito e alla stabilità del sistema finanziario» (Protocollo, art. 25). Questa formulazione lascia spazio all'interpretazione prevalente in letteratura – e da noi condivisa – secondo cui buona parte delle operazioni tipiche della *banking policy* verranno effettuate dalle BCN (Goodhart, 1991)¹¹. Nel seguito esamineremo le implicazioni del disegno istituzionale previsto dal Trattato per le attività che distinguono la *banking policy*, ovvero:

- l'attività regolatoria del settore bancario;
- l'attività di supervisione prudenziale del settore bancario;
- l'assistenza finanziaria – mediante uso della *discount window* e svolgimento della funzione di LOLR – per assicurare il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti.

Le prime due funzioni sono pertinenti alla politica prudenziale *ex-ante* e sono volte a limitare la probabilità di una crisi finanziaria; la terza è invece pertinente alla politica prudenziale *ex-post* e riguarda le operazioni miranti a contenere i costi connessi al verificarsi di una crisi. A nostro avviso le attribuzioni di responsabilità in materia di regolamentazione e supervisione prudenziale delineate nel Trattato di Maastricht potranno accentuare – piuttosto che ridurre – i rischi di instabilità finanziaria, mentre l'ambiguità della lettera del Trattato in materia di assistenza finanziaria pregiudicherà l'efficacia degli interventi e sarà fonte di ulteriori inefficienze.

3.1. Politiche di regolazione prudenziale

Come già sottolineato, l'integrazione economico-monetaria è destinata ad aumentare la concorrenza tra i diversi sistemi bancari nazionali. In questo contesto, assegnare ad autorità nazionali l'attività di regolazione prudenziale può determinare una eccessiva

¹¹ D'altro canto un'interpretazione meno estrema del Trattato che veda gli organi del SEBC impegnati nel coordinamento delle attività di *banking policy* condotte dalle autorità nazionali consente di mitigare solo parzialmente le preoccupazioni che un'attribuzione esclusiva delle competenze suscita. Il coordinamento conseguito dal SEBC sarebbe infatti l'esito del processo negoziale tra i rappresentanti dei diversi paesi e come tale può non raggiungere, per le ragioni che vedremo tra breve, l'ottimo sociale.

deregolamentazione, con conseguente incremento del rischio sistemico.

In primo luogo le autorità nazionali possono essere «catturate» dalle istituzioni finanziarie locali (Eichengreen, 1992b; 1993). Queste ultime – che nell'immediato futuro continueranno a costituire la maggior parte degli intermediari attivamente presenti in ciascuna giurisdizione – hanno interesse a rendere più lassista la regolamentazione nella regione in cui operano. In tal modo vedrebbero diminuire i costi operativi ed aumentare i profitti, per lo più a vantaggio di azionisti locali.

In secondo luogo, le agenzie nazionali possono manipolare la regolamentazione con finalità strategiche quali ad esempio attirare all'interno della propria giurisdizione le attività di soggetti bancari stranieri o favorire il settore bancario domestico, spesso considerato un settore di attività di importanza fondamentale (Vives, 1993). Il perseguimento di obiettivi strategici è destinato a dare vita a una sorta di *international competition in laxity* (Eichengreen, 1993; Goodhart - Vinals, 1994; Goodhart, 1995) e quindi ad un equilibrio caratterizzato da un deficit di regolamentazione.

3.2. Politiche di supervisione prudenziale

L'assegnazione alle BCN dell'attività di supervisione implicitamente prevista dal Trattato di Maastricht può trovare giustificazione nella prossimità fisica tra il supervisore e il soggetto regolato che dovrebbe consentire la massima raccolta di informazioni sullo stato degli intermediari controllati. Tuttavia uno schema interamente decentrato può favorire una applicazione disomogenea e insufficiente delle norme di supervisione prudenziale nel territorio dell'Unione.

Pur in presenza di una normativa comune a tutti i paesi, per le ragioni viste con riferimento all'attività di regolamentazione le agenzie nazionali potrebbero entrare in competizione circa il grado di coerenza con il quale applicano la stessa (Eichengreen, 1993).

Infine, se l'attività di vigilanza è costosa e la maggior parte degli effetti negativi di una situazione di fragilità finanziaria ricade al di fuori del mercato domestico – come ad esempio avviene quando la condizione di *financial distress* interessa la filiale estera di una banca domestica – le BCN troveranno ottimale praticare una

scarsa attività di vigilanza sui mercati extra-domestici¹². Si deve altresì notare che la normativa vigente (II Direttiva Bancaria) tende ad aumentare le probabilità di un livello inadeguato di vigilanza in presenza di un crescente grado di interdipendenza. Infatti tale Direttiva stabilisce che le attività delle filiali estere di una banca siano supervisionate dalle autorità del paese d'origine, mentre alle autorità dei paesi ospitanti è assegnato il compito di tenere sotto controllo l'andamento dei requisiti di liquidità delle filiali e la posizione complessiva di eventuali controllate. Una tale ripartizione di responsabilità appare problematica qualora si debbano prevenire e/o affrontare situazioni di crisi dovute al *mismanagement* di una banca frutto della fusione di istituti di diversa nazionalità, quali le *big banks* sovranazionali che si creeranno a seguito del processo di consolidamento bancario stimolato dal processo d'integrazione economico-monetaria. Infatti, a motivo della natura complessa dell'organizzazione del regolato, tale ripartizione può dare origine a comportamenti opportunistici da parte del paese ospitante su cui non graveranno i costi associati a eventuali inadempienze nell'attività di supervisione alle quali facciano seguito situazioni di illiquidità che degenerano in crisi di insolvenza.

3.3. Assistenza finanziaria

Lo Statuto della BCE e del SEBC (Art. 18) attribuisce al SEBC la responsabilità della concessione di credito per soddisfare le eventuali esigenze di liquidità nel brevissimo termine, al fine di favorire il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti. Lo Statuto non prevede però l'esplicita assegnazione della funzione di LOLR mediante utilizzo di una *discount window* alla BCE. D'altro canto, attribuire implicitamente tale responsabilità alle banche nazionali appare una scelta controversa.

All'interno di uno scenario in cui saranno sempre più probabili situazioni di crisi che vedano coinvolti mercati e operatori di diversa nazionalità, l'assegnazione di responsabilità relativa allo svolgimento della funzione di LOLR a più agenzie può dare origine a conflitti circa l'attribuzione dell'onere dell'intervento e scon-

¹² Un risultato analogo si ottiene nel caso in cui le BCN valutino il rischio di contagio commisurandolo al mercato domestico e non a quello più ampio rappresentato dall'area euro (Shoenmaker, 1995).

ta elevati costi di coordinamento (Baltensperger, 1993)¹³. In tali circostanze una crisi locale assume rapidamente un carattere sistemico.

Inoltre, l'assegnazione alle BCN dell'attività di supervisione accorda a queste ultime un vantaggio informativo circa l'effettivo grado di *financial distress* sofferto dalle banche operanti nelle regioni di loro competenza (domestiche e non). Quest'ultimo può essere sfruttato dalle BCN per servire interessi locali. Poiché in caso di illiquidità è il SEBC a sostenere il costo di una iniezione monetaria aggiuntiva, mentre in caso di insolvenza il costo dell'operazione di *bail-out* ricade sulle autorità nazionali (Ministero del Tesoro o agenzie ad esso collegate)¹⁴, le BCN potrebbero subire pressioni a dichiarare la prevalenza di una condizione di illiquidità all'interno della giurisdizione di loro competenza, negando invece l'insolvenza. Si noti che lo stesso Patto per la Stabilità – imponendo delle sanzioni ai paesi con un disavanzo superiore al 3% del PIL – rafforza gli incentivi a esercitare pressioni in tale senso. D'altro canto, la normativa vigente non prevede alcun incentivo affinché le BCN rivelino ai membri del SEBC l'informazione a loro disposizione.

Infine, nell'eventualità di shock *nation-specific* è probabile che le BCN svolgano in modo inadeguato la funzione di LOLR (Shoenmaker, 1995). Infatti esse potrebbero essere poco attente e pronte nell'intervenire a sostegno di filiali di banche domestiche localizzate in regioni lontane in quanto percepiscono un minor rischio di contagio in caso di crisi.

4. In applicazione del principio di sussidiarietà: una diversa attribuzione di responsabilità per la stabilità finanziaria

L'analisi sin qui condotta ha messo in luce le rilevanti esternalità connesse alla conduzione della *banking policy* da parte di au-

¹³ Shoenmaker (1995) fornisce un interessante esempio: una compagnia francese emette carta commerciale che è acquistata dalla filiale londinese di una banca portoghese. Se la compagnia francese fronteggia una crisi finanziaria – perché non è in grado di rimborsare il finanziamento ottenuto quando l'emissione di carta commerciale raggiunge la scadenza – quale Banca Centrale è tenuta a intervenire? Banque de France, Bank of England, Banco de Portugal o BCE? Se nessuno interviene assumendo che le altre Banche Centrali siano tenute a farlo, la crisi può assumere carattere sistemico.

¹⁴ In tali circostanze saranno i contribuenti nazionali a farsi carico del finanziamento delle banche fallite. Tale situazione perdurerà anche nella futura UME data l'assenza di un meccanismo di solidarietà fiscale sovranazionale.

torità nazionali in un contesto ad elevata integrazione economico-monetaria. Si è altresì mostrata l'inadeguatezza dell'assetto istituzionale individuato nel Trattato di Maastricht a conseguire l'ammontare ottimo di regolamentazione, supervisione e assistenza finanziaria per l'Unione. Se un ripensamento del *power sharing* tra BCE e BCN in materia di *banking policy* appare inevitabile, ci si deve interrogare su quali criteri seguire nel delineare una nuova attribuzione di responsabilità. Vi è consenso nella letteratura circa l'inadeguatezza dell'offerta privata delle attività volte a garantire la stabilità finanziaria. È quindi richiesto un intervento pubblico per fare fronte al fallimento del mercato. L'attribuzione ai diversi livelli di governo dell'onere di intervento in tali casi è determinata in seno all'Unione mediante il principio di sussidiarietà (Inman - Rubinfeld, 1998), secondo cui le diverse funzioni di governo dovrebbero essere assegnate in modo da favorire il maggior decentramento possibile. In particolare, l'Unione Europea si impegna a intervenire attivando organismi federali se e solo se «la propria azione è da considerare più efficace rispetto ad un'azione intrapresa a livello nazionale, regionale o locale» (Commissione Europea, 1997, p. 66).

Il principio di sussidiarietà trova la sua ragione d'essere nella convinzione secondo la quale alla centralizzazione delle decisioni corrisponde in presenza di esigenze eterogenee un insufficiente grado di diversificazione delle politiche. Per comprendere meglio questa osservazione, si consideri l'attività di regolamentazione finanziaria. La centralizzazione della stessa presso un'agenzia federale comporta che la normativa emanata da quest'ultima abbia valore per l'intero territorio dell'Unione. Poiché le decisioni dell'agenzia federale sono il risultato della composizione degli interessi regionali in essa rappresentati, possiamo attenderci che le norme emanate non rispecchino le preferenze delle regioni escluse dalle coalizioni di maggioranza (Lockwood, 1998). D'altro canto, il decentramento delle funzioni prescritto dal principio di sussidiarietà trova un limite nella presenza di esternalità, nella possibilità di sfruttare economie di scala nella produzione del bene pubblico considerato o di svolgere funzioni di tipo assicurativo, nonché nell'opportunità di contenere fenomeni di *capture* da parte di *lobby* organizzate su base locale (CEPR, 1993). Quali sono dunque le implicazioni del principio di sussidiarietà per il ridisegno del *power sharing* tra BCE e BCN in materia di *banking policy*?

4.1. Politiche di regolazione prudenziale

Come ricordato, l'attribuzione del potere di regolamentazione alle BCN pone problemi di *regulatory arbitrage*. Questi possono essere risolti centralizzando presso un'agenzia federale il processo decisionale pertinente la regolamentazione. La regolamentazione adottata dall'agenzia federale rifletterà gli interessi in essa rappresentati e come tale potrà discostarsi sia per difetto che per eccesso dal livello richiesto per garantire la stabilità finanziaria all'interno dell'Unione. Tuttavia la *policy uniformity* conseguente alla centralizzazione del processo di regolamentazione elimina gli incentivi alla deregolamentazione competitiva e quindi favorisce l'adozione di norme più adeguate al mantenimento della stabilità finanziaria rispetto a quanto accadrebbe nel caso di decentramento della funzione di regolamentazione presso le BCN. In alternativa, è possibile fissare delle norme di armonizzazione. La centralizzazione dei poteri di regolamentazione presso un'agenzia federale appare comunque preferibile in quanto consente di limitare l'influenza di gruppi di interesse locali e di conseguenza riduce la probabilità che si manifestino fenomeni di *capture* (Benink - Llwellyn, 1995).

4.2. Politiche di supervisione prudenziale

La nostra analisi ha mostrato come la normativa vigente e le indicazioni contenute nel Trattato di Maastricht non offrano incentivi adeguati alle BCN affinché internalizzino i rilevanti *spillovers* a cui dà vita la conduzione dell'attività di supervisione e utilizzino in modo appropriato l'informazione di cui sono depositarie. Queste considerazioni inducono a suggerire una centralizzazione delle attività di supervisione prudenziale¹⁵.

Tuttavia quest'ultima non deve essere necessariamente completa. Per prevenire un livello inadeguato di supervisione da parte delle BCN, il SEBC può far ricorso a una struttura di *auditing* con cui accertare in modo probabilistico – ed eventualmente san-

¹⁵ La determinazione a livello federale dell'ammontare di risorse da dedicare all'attività di supervisione non implica che quest'ultimo coincida con quanto richiesto per mantenere la stabilità finanziaria nell'Unione. Esso risulterà infatti dal processo di contrattazione tra i rappresentanti delle diverse giurisdizioni. Tuttavia, come nel caso dell'attività di regolamentazione, verranno meno gli incentivi a limitare a fine strategico le risorse impiegate nella supervisione.

zionare – il comportamento delle BCN. Questo sistema di *auditing* può rivelarsi utile anche per incentivare la rivelazione di informazione da parte delle BCN: conducendo attività di supervisione il SEBC riceve informazioni sulle condizioni di liquidità/solvenza di una parte del sistema finanziario che costituiscono, quando sufficientemente ampie, un segnale informativo sull'effettivo stato di salute dell'intero sistema. Un uso appropriato di questo segnale riduce la dipendenza del SEBC – *al momento dell'intervento* – dalle informazioni in possesso delle BCN mitigando quindi l'incentivo delle stesse a distorcerle. Operativamente questa proposta si traduce nell'istituzione di un sistema di controllo a due livelli (*two-tier system*). Una struttura di supervisione decentrata dovrebbe essere affiancata da un'agenzia federale nello svolgimento di attività di vigilanza, in modo per certi versi analogo a quanto accade da lungo tempo negli USA¹⁶.

4.3. Assistenza finanziaria

L'analisi condotta nella terza sezione ci permette di affermare l'opportunità di assegnare ad un'agenzia federale e non alle BCN la funzione di LOLR. In tal modo infatti vengono internalizzate buona parte delle esternalità negative prima menzionate, eliminati i costi di comunicazione e negoziazione tra le BCN – altrimenti esistenti in una struttura decentrata – e diminuiti i tempi necessari per l'immissione di liquidità (Vives, 1993).

Si consideri l'eventualità di uno shock *union-wide* che si manifesti con *bank runs* che determinano un panico bancario diffuso su tutto il territorio dell'Unione Monetaria. La pervasività di tale fenomeno comporta un'elevata probabilità di crisi sistemica e quindi richiede interventi tempestivi in più regioni dell'Unione. Questi ultimi possono essere più agevolmente realizzati da un'autorità con competenza sull'intero territorio dell'Unione piuttosto che mediante il coordinamento di agenzie con giurisdizione limitata.

Anche nel caso di shock *nation-specific*, lo svolgimento della funzione di LOLR da parte di un'agenzia federale assume una ri-

¹⁶ Basterà qui ricordare che negli USA l'attività regolatoria e di supervisione del sistema bancario è svolta da ben quattro enti federali differenti che sono affiancati nello svolgimento dei loro compiti da agenzie statali operanti in ciascuno dei cinquanta Stati componenti l'Unione (cfr. Spang, 1990).

levanza cruciale. In tale circostanza infatti il mandato di tale agenzia a intervenire sull'intero territorio dell'UME può scongiurare la possibilità che si venga a manifestare un *information based run* dal carattere sistemico – indotto dalla aspettativa che tutte le banche simili possano entrare in crisi¹⁷. Si noti che l'attribuzione di tale responsabilità ad un'agenzia federale deve essere condizionata al conferimento alla stessa di parte dell'attività di supervisione, secondo un *two-tier system*. Come ricordato, le BCN possono essere indotte a distorcere le informazioni relative alle condizioni di illiquidità e/o insolvenza delle banche nazionali. In una situazione di svantaggio informativo, l'agenzia federale potrebbe assumere una posizione meno attivista rispetto a quanto richiesto per prevenire crisi sistemiche¹⁸. Alle BCN resterebbe il compito di coordinamento degli intermediari coinvolti in operazioni di salvataggio che vedono interessati singoli istituti senza rischio di contagio.

Si noti che la necessità di centralizzare la funzione di LOLR comporta che quest'ultima possa essere svolta solo con fondi del SEBC (Prati - Schinasi, 1998). Come ricordato nella prima sezione, una crisi di liquidità può essere affrontata mediante l'erogazione di fondi da parte di istituti privati quali la *Liquidity Consortium Bank* tedesca. Una tale modalità di intervento appare tuttavia inadeguata a garantire la stabilità finanziaria all'interno dell'Unione. Un consorzio di liquidità in grado di affrontare una crisi di dimensioni europee richiede la mobilitazione di risorse ben più ingenti di quelle necessarie ad affrontare una crisi nazionale¹⁹ e una rapidità d'azione che è difficile attribuire a una simile istituzione (Prati - Schinasi, 1998). Gli elevati costi di coordinamento individuati nell'attribuzione alle BCN della funzione di LOLR sconsigliano il ricorso a fondi erogati mediante schemi di assicurazione dei depositi, da *pool* di banche commerciali guidate da agenzie nazionali o federali nonché dal Tesoro²⁰. Alla luce di que-

¹⁷ Anche in questo caso esistono dei precedenti. Si veda il fallimento delle grandi banche statunitensi del Sud-Ovest alla metà degli anni '80, studiato da Aharony - Swary (1996).

¹⁸ L'attribuzione alle BCN della funzione di LOLR potrebbe prevenire il manifestarsi di problemi di azzardo (Goodhart - Shoenmaker, 1993). Tuttavia le considerazioni esposte in precedenza sconsigliano l'adozione di tale soluzione.

¹⁹ Come argomentato nella seconda sezione, il mercato europeo è caratterizzato da un accresciuto rischio di instabilità finanziaria rispetto a quello osservato in quei paesi – quali la Germania – che hanno fatto ricorso a consorzi di liquidità.

²⁰ In quest'ultimo caso, Prati - Schinasi (1998) individuano un'ulteriore fonte di inefficienza nell'eventuale autorizzazione parlamentare a cui l'erogazione di tali fondi risulterebbe sottoposta.

ste considerazioni, sembra opportuno concludere che i fondi necessari allo svolgimento della funzione di LOLR vengano conferiti all'agenzia federale dal SEBC.

5. Stabilità finanziaria e stabilità monetaria

La nostra analisi si è concentrata sulla relazione tra disegno istituzionale e conseguimento della stabilità finanziaria. Tuttavia rischia di essere incompleta. Il conseguimento della stabilità finanziaria non può essere considerato senza implicazioni per altri obiettivi di politica economica, tra cui la stabilità monetaria. Il perseguimento della stabilità finanziaria mediante iniezioni di liquidità nel sistema potrebbe minare la stabilità monetaria, in assenza di adeguate operazioni di sterilizzazione successiva alla risoluzione della crisi²¹. Inoltre, qualora la Banca Centrale sia responsabile per lo svolgimento di entrambe le funzioni, un rialzo dei tassi di interesse, deciso per mantenere la stabilità del livello generale dei prezzi, potrebbe alterare la condizione di stabilità del sistema bancario. In tal caso un conflitto di obiettivi²² potrebbe spingere la Banca Centrale a rinunciare a perseguire la stabilità monetaria per garantire la stabilità finanziaria, provocando un deterioramento della propria credibilità anti-inflazionistica. Sembra quindi delinearci un *trade-off* tra stabilità finanziaria e monetaria.

Nell'Unione la considerazione di tale *trade-off* è all'origine di importanti elementi del disegno istituzionale; in particolare, essa potrebbe spiegare la modesta attenzione prestata al problema della stabilità finanziaria nella redazione dello Statuto della BCE e la scelta di procedere all'integrazione monetaria in modo graduale mediante la formulazione di *open partnerships*. Nel seguito, argomenteremo che l'enfasi posta nel disegno istituzionale sulla stabilità monetaria a scapito di quella finanziaria è destinata a conseguire risultati opposti a quelli desiderati. Procederemo quindi a suggerire una riforma del disegno istituzionale che consenta il perseguimento congiunto dei due obiettivi.

²¹ Tali operazioni di sterilizzazione furono intraprese all'indomani della risoluzione della crisi innescata dal *crash* di Wall Street nell'ottobre '87 (Mishkin, 1993).

²² Come visto in precedenza, l'entità del conflitto di obiettivi dipende dalla struttura del sistema bancario intesa come composizione dell'attivo e del passivo. Più il sistema bancario è caratterizzato da un *maturity mismatching* e da mercati concorrenziali, più il sistema stesso è esposto agli effetti di tassi variabili.

5.1. *Quale agenzia federale per l'attuazione delle funzioni centralizzate della banking policy?*

Come abbiamo ricordato in precedenza, lo Statuto del SEBC è ambiguo nell'attribuzione dei compiti volti a mantenere la stabilità finanziaria. Tale ambiguità è stata interpretata come il risultato di un gioco di concessioni reciproche tra i partner europei (Eichengreen - Frieden, 1993). La Germania avrebbe dato l'assenso alla realizzazione dell'unione monetaria in cambio della concessione a redigere uno Statuto della BCE simile a quello della *Bundesbank*, ove l'obiettivo della stabilità finanziaria non è neppure menzionato in quanto inteso come in contraddizione con la stabilità monetaria. Tuttavia, la soluzione istituzionale scelta appare particolarmente inadeguata a isolare la politica monetaria dalle esigenze della stabilità finanziaria. Le principali decisioni di politica monetaria verranno prese a maggioranza dal Consiglio Direttivo del SEBC, composto dai sei membri del Comitato Esecutivo nominati dal Consiglio Europeo e dai Governatori delle BCN dei paesi *ins*, il cui numero sarà assai maggiore di sei²³. Ciò significa che se alcuni Governatori delle BCN desiderassero attuare una politica monetaria accomodante per attenuare i problemi di instabilità finanziaria esistenti nelle giurisdizioni di loro competenza, potrebbero votare a favore di tale misura all'interno del Consiglio Direttivo. Si noti che in ben dieci dei quindici paesi dell'Unione Europea la Banca Centrale è direttamente coinvolta in attività di supervisione bancaria (Goodhart - Shoenmaker, 1993) – a dimostrazione di un certo interesse che *istituzionalmente* le Banche Centrali di quei paesi nutrono per il mantenimento della stabilità finanziaria. È dunque possibile che pur in assenza di una attribuzione formale di responsabilità in questo senso alla BCE, all'interno del Consiglio si venga a formare una maggioranza a sostegno di un uso attivo della politica monetaria per conseguire l'obiettivo della stabilità finanziaria. Il fatto che sia lo stesso disegno istituzionale della BCE a lasciare lo spazio potenziale per questo genere di risultati costituisce un evidente paradosso. Lo Statuto della BCE è infatti la replica di quello della *Bundesbank*, che mira a garantire la realizzazione delle condizioni necessarie ad ottenere la

²³ Nel momento in cui si scrive è probabile che agli undici paesi *ins* si affianchino nel giro di qualche anno altri paesi (sia *pre-ins* che attualmente esterni alla Unione Europea).

stabilità monetaria attraverso l'indipendenza dal potere politico a livello federale e la rappresentanza degli interessi delle comunità finanziarie regionali a cui sono assegnati ben nove dei diciassette posti esistenti all'interno del Consiglio della Banca Centrale. Traslando nello Statuto della BCE la maggior rappresentanza relativa delle istanze regionali che caratterizza il Consiglio della *Bundesbank*, si sono invece create le condizioni per dare maggior forza alle posizioni delle BCN senza isolare la politica monetaria dall'influenza della *banking policy*. Si noti infatti che nel caso tedesco i rappresentanti regionali hanno le loro *constituencies* nelle *business communities*, a cui è stato assegnato il ruolo di grandi elettori a motivo della loro avversione all'inflazione (Posen, 1995). Per converso, le rappresentanze regionali all'interno del Consiglio Direttivo della BCE altro non sono che i Governatori delle BCN che in molti casi sono portatori di interessi che vanno ben oltre la stabilità monetaria²⁴.

Queste riflessioni spingono a chiedersi se sia opportuno un accorpamento delle funzioni di *monetary policy* e di *banking policy* presso un'unica agenzia. La risposta è un affermativo qualificato²⁵.

L'accorpamento delle funzioni consente di godere di economie di coordinamento e di economie di scopo (sinergie nel perseguimento della stabilità monetaria e finanziaria) riconducibili a vantaggi informativi. Le economie di coordinamento dipendono dall'assegnazione alla BCE delle responsabilità relative al funzionamento del sistema dei pagamenti e alla fornitura della liquidità necessaria a risolvere i problemi di *settlement*. Queste economie sono particolarmente rilevanti considerando che in caso di crisi i tempi di intervento all'interno del sistema dei pagamenti devono

²⁴ Si noti che il *Federal Reserve System* americano attenua la possibilità che le istanze regionali prevalgano grazie ad un assetto istituzionale che a) assegna solo 5 su 12 posti disponibili all'interno del *Federal Open Market Committee* ai presidenti delle *Federal Reserve District Banks*; b) prevede la nomina da parte del *Board of Governors* di 3 dei 9 membri del Board delle *Federal Reserve District Banks* e in particolare dei vicepresidenti e del presidente.

²⁵ Anche quando le funzioni di *banking policy* sono assegnate ad agenzie distinte dalla Banca Centrale, questa conserva un elevato coinvolgimento (Prati - Schinasi, 1998). Abbiamo già ricordato la partecipazione azionaria della *Bundesbank* nella *Liquidity Consortium Bank*. A ciò si aggiungano i complessi protocolli riguardanti la comunicazione dell'informazione tra l'agenzia titolare della funzione di supervisione e la Banca Centrale adottati sia in Germania che nel Regno Unito. Nel primo paese infatti la funzione di supervisione è svolta dal *Federal Banking Supervisory Office* in continuo contatto con la *Bundesbank*. Nel Regno Unito la funzione di LOLR è assegnata alla Banca d'Inghilterra, mentre la supervisione prudenziale è compito della *Financial Supervisory Agency* alle cui informazioni tuttavvia la Banca d'Inghilterra ha pieno accesso.

essere generalmente brevi, in quanto un ritardo anche minimo nel fornire la liquidità necessaria a risolvere il problema di *settlement* può comportare una immediata crisi sistemica (Prati - Schinasi, 1997).

Il coinvolgimento nell'attività di supervisione consente alla BCE di conoscere meglio il grado di illiquidità del sistema e quindi di determinare con maggior precisione il tipo (operazioni di mercato aperto o utilizzo della *discount window*) e l'intensità dell'intervento da effettuare (Tuya - Zamalloa, 1994; Vives, 1993). Inoltre, come osservano Tuya - Zamalloa (1994), la vigilanza sul sistema bancario consente di tenere sotto controllo il funzionamento del canale creditizio che rimane uno dei più importanti canali di trasmissione degli impulsi monetari all'interno dell'UME – aumentando *de facto* la capacità di controllo monetario della BCE.

Alla luce di queste ultime considerazioni acquista forza la proposta di istituire uno schema di vigilanza su due livelli. Asimmetrie informative relative all'effettivo stato di *financial distress* dei sistemi nazionali potrebbero generare incentivi avversi riguardo al comportamento dei Governatori delle BCN in sede di Consiglio Direttivo, rendendo più instabile la formazione della politica monetaria. Se – come è naturale ipotizzare – i governatori delle BCN presenti nel Consiglio Direttivo sono portatori di diverse preferenze riguardo al *trade-off* tra inflazione e disoccupazione e le scelte di politica monetaria sono il risultato del formarsi di coalizioni nel Consiglio, è intuitivo concludere che in presenza di informazione privata coloro che sono maggiormente avversi alla variabilità dell'inflazione sottovaluteranno i rischi di instabilità, mentre il gruppo relativamente più sensibile ai costi della disoccupazione agirà in modo opposto. Qualora il secondo gruppo prevalesse, i mercati reagirebbero innalzando le aspettative inflazionistiche rispetto a quanto si verificherebbe in presenza di informazione completa, in analogia con Canzoneri (1985). Se invece si verificasse il caso opposto le aspettative di inflazione risulterebbero inferiori rispetto al caso di informazione completa, ma si produrrebbe una risposta subottimale agli shock e quindi un aumento del rischio sistemico²⁶.

²⁶ A questo riguardo non vanno dimenticate le conseguenze negative – in termini di sottofornitura di un adeguato livello di stabilizzazione – che si erano manifestate negli USA all'inizio degli anni '20 a seguito dei contrasti tra i rappresentanti della FED di New York e di Chicago all'interno di un *Board of Governors* che non prevedeva ancora un adeguato grado di centralizzazione decisionale (Eichengreen, 1992b).

Le considerazioni sopra esposte suggeriscono l'istituzione di un secondo livello di attività di supervisione – centralizzato presso la BCE – che agisca da deterrente per correggere gli effetti avversi descritti, senza peraltro comportare una rinuncia a sfruttare il contributo informativo delle BCN associato alla prossimità fisica tra regolato e regolatore.

5.2. Open partnerships in un processo di integrazione flessibile

L'integrazione flessibile prevede la partecipazione obbligatoria di tutti i paesi dell'UME alle attività che costituiscono la cosiddetta «base comune»²⁷ e la partecipazione su base volontaria alle cosiddette *open partnerships*, vale a dire a quei particolari ambiti in cui il processo di integrazione riguarda senza pregiudizio per i cittadini solo alcuni paesi dell'Unione Europea, come l'unione monetaria. Se l'*open partnership* è caratterizzata da rilevanti esternalità – come nel caso dell'unione monetaria – le regole che definiscono l'accesso all'*open partnership* devono tenerne conto. La loro definizione deve avvenire all'interno di un accordo cooperativo (tra *ins* e *pre-ins*) preliminare (prima che si formino le *partnerships*) al fine di limitare la possibilità di discriminazioni o di manipolazioni strategiche delle regole stesse (CEPR, 1995). In realtà, nella stesura di diverse regole che caratterizzano il processo di unificazione monetaria non sembra che siano state considerate adeguatamente le esternalità che possono reciprocamente imporsi i paesi coinvolti in *open partnerships*. Per quanto riguarda l'oggetto della nostra analisi, in un'unione monetaria a più velocità concreta è la possibilità di importare dai paesi *pre-ins* eventuali situazioni di instabilità finanziaria. I consistenti legami di natura commerciale e finanziaria tra *ins* e *pre-ins* costituiscono un potente meccanismo di propagazione di crisi finanziaria. Due elementi del disegno istituzionale appaiono critici da questo punto di vista: la partecipazione al sistema dei pagamenti da parte dei paesi *pre-ins* e le modalità di fissazione del tasso di cambio per gli stessi paesi al momento dell'adesione allo SME 2²⁸. Consideriamo il primo.

²⁷ La base comune è costituita da quelle attività a cui tutti i paesi dell'UME devono partecipare in quanto foriere di benefici netti per tutti i cittadini. Un esempio è costituito dalla partecipazione al Mercato Unico.

²⁸ Come noto lo SME 2 costituisce l'accordo di cambio che vincolerà le valute dei paesi *pre-ins* all'euro una volta avviata l'UME.

i) L'orientamento attuale prevede che i paesi *pre-ins* possano partecipare al sistema TARGET a condizioni differenti da quelle stabilite per i paesi dell'area euro. In particolare, nella bozza relativa al funzionamento del sistema TARGET si contempla la possibilità che i paesi *pre-ins* non partecipino *in toto* al sistema di credito illimitato intragiornaliero in euro. Tale discriminazione comporta per le banche e le piazze finanziarie dei paesi *pre-ins* un incremento dei costi operativi, a causa del maggior stock di riserve liquide che dovranno essere detenute in euro (Baglioni, 1998). In presenza di tali condizioni discriminatorie i paesi *pre-ins* probabilmente utilizzeranno TARGET solo per le transazioni strettamente legate ad operazioni di politica monetaria, per le quali il ricorso a TARGET è obbligatorio. Per i rimanenti pagamenti all'ingrosso verranno invece usati altri canali, quali i sistemi di compensazione multilaterale che più efficienti dal punto di vista dell'utilizzo della liquidità sono però caratterizzati da un maggior *settlement risk*. Potrebbe così verificarsi un caso decisamente paradossale: la discriminazione praticata nei confronti dei paesi esclusi dalla UME in quanto non offrivano sufficienti garanzie di stabilità monetaria determina una situazione di fragilità finanziaria che propagandosi ai paesi membri dell'unione monetaria costringe la BCE a gestire in modo espansivo la politica monetaria per scongiurare il rischio di una crisi sistemica. Da ciò sembra derivare la necessità di rivedere le regole riguardanti il funzionamento di TARGET estendendo ai *pre-ins* le condizioni accordate agli *ins*²⁹.

ii) Per quanto attiene al funzionamento dello SME 2, va ricordato che i *pre-ins* in grado di rispettare i criteri di convergenza di Maastricht potranno aderire allo SME 2, concordando con gli *ins* l'ampiezza della banda di fluttuazione del cambio delle loro valute nei confronti dell'euro. Si noti infatti che i paesi *pre-ins* potrebbero avere l'incentivo a premere per l'adozione di una banda ristretta di fluttuazione, al fine di godere dei benefici di carattere reputazionale importati dall'UME sotto forma di bassa inflazione e bassi tassi di interesse. Nel tentativo di massimizzare il flusso di benefici reputazionali, la banda di fluttuazione ristretta verrà difesa resistendo a pressioni valutarie anche consistenti. L'innalza-

²⁹ Un primo passo in questa direzione sembra essere rappresentato dalla recente decisione di estendere anche ai Governatori delle Banche Centrali dei paesi *pre-ins* la partecipazione al Comitato di Coordinamento della Supervisione Bancaria. Il motivo di tale decisione è costituito dalla pervasività della recente crisi russa e dal possibile effetto sistemico che questa potrebbe avere sull'intera regione europea – UME inclusa!

mento dei tassi di interesse che ciò comporta produrrà un inasprimento delle condizioni che determinano la situazione di fragilità finanziaria³⁰. Qualora la situazione di fragilità degenerasse e assumesse carattere di crisi sistemica, investendo direttamente i paesi dell'area UME, una politica monetaria accomodante si renderebbe inevitabile con possibili ricadute negative per il conseguimento dell'obiettivo della stabilità monetaria nell'area euro. Ne discende che la banda di fluttuazione deve essere fissata dando adeguato peso al rischio di importare instabilità finanziaria dai paesi *pre-ins*.

6. Conclusioni

Il presente lavoro tratta di una scelta tecnica: l'assegnazione delle funzioni di *banking policy* a degli organismi che si pongono su due distinti livelli di governo: federale (BCE) e nazionale (BCN). Si suggerisce di affrontare questa scelta utilizzando il principio di sussidiarietà, che fornisce le linee guida all'Unione Europea per stabilire il livello di governo a cui intraprendere le diverse azioni.

L'analisi del disegno istituzionale delineato nel Trattato di Maastricht in materia di *banking policy* ci permette di affermare che tale disegno è inadeguato per garantire il mantenimento della stabilità finanziaria all'interno di un'area in cui continuerà a sussistere il rischio che situazioni di *financial distress* si tramutino in crisi sistemiche.

Utilizzando il principio di sussidiarietà per ripensare la ripartizione di responsabilità in tema di *banking policy* appare chiara la necessità di assegnare alla BCE compiti di coordinamento nello svolgimento delle funzioni regolatorie; di svolgere ad un doppio livello di controllo (BCE - BCN) la funzione di vigilanza prudenziale e infine di centralizzare il processo decisionale pertinente l'utilizzo della *discount window* e lo svolgimento della funzione di LOLR.

Una revisione del disegno istituzionale nella direzione da noi indicata consente di internalizzare i rilevanti *spillovers* che caratterizzano le attività di *banking policy* e di superare le condizioni di

³⁰ È evidente l'analogia con gli scenari di crisi sistemica - *in primis* finanziaria ed in seguito valutaria - recentemente sperimentati da alcuni paesi dell'America Latina, dell'Europa Orientale e del *Far East*, le cui valute sono o sono state ancorate mediante un cambio fisso al dollaro statunitense.

asimmetria informativa tra BCE e BCN che distinguono l'attuale ripartizione di responsabilità e possono indurre comportamenti inefficienti.

Infine, la nostra analisi ha considerato le implicazioni della relazione esistente tra stabilità finanziaria e monetaria per il disegno istituzionale della UME. Abbiamo mostrato come una conduzione adeguata della *banking policy* scongiurando il rischio di contagio e di crisi sistemiche sia la miglior garanzia per il conseguimento della stabilità monetaria. Ne segue che un accorpamento delle funzioni di *banking policy* e *monetary policy* presso la BCE non può essere a detrimento della stabilità monetaria. A ciò si deve aggiungere che proprio i legami esistenti tra quest'ultima e la stabilità finanziaria inducono a ripensare la relazione tra paesi *pre-ins* e *ins* nelle direzioni di ridurre la discriminazione nei confronti dei primi – consentendone l'accesso al sistema TARGET – e di vincolarne nel contempo maggiormente il comportamento per prevenire situazioni di azzardo morale – quali quelle associate ad un'eccessiva rigidità dell'accordo di cambio – pregiudizievoli per la stabilità monetaria dell'Unione.

Riferimenti bibliografici

- Aharony J. - Swary I. (1996), Additional Evidence on the Information-Based Contagion Effects of Bank Failures, *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, January, pp. 57-69.
- Baglioni A. (1998), Sistemi di Pagamento e Tutela della Concorrenza: Aspetti Teorici e Istituzionali, Università Cattolica, *mimeo*.
- Baltensperger E. (1993), Monetary Policy and the Lender of Last Resort, Conference on Prudential Regulation, Supervision and Monetary Policy, Milano, Università Bocconi, *mimeo*.
- Banca dei Regolamenti Internazionali (1994), *Relazione Annuale*, Basilea.
- Benink H. - Llewellyn D. (1995), Regulation of Banking and Securities, in Benink H. (a cura di), *Coping with Financial Fragility and Systemic Risk*, Dordrecht, Kluwer Academic Publ., pp. 199-214.
- Bernanke B. (1983), Nonmonetary Effects of Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *American Economic Review*, vol. 73, June, pp. 257-276.
- Bini Smaghi L. (1998), Who Takes Care of Financial Stability in Europe?, *mimeo*.
- Branson W. (1990), Financial Market Integration, Macroeconomic Policy and the EMS, in Bliss C. - Braga De Macedo J. (a cura di), *Unity with Diversity in the European Community: the Community's Southern Frontier*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 104-130.

- Bruni F. (1993), Monetary and Prudential Issues in the Planned European Monetary Union, *Quaderno di Ricerca* n. 70, Milano, Centro di Economia Monetaria e Finanziaria «Paolo Baffi», Università Bocconi, *mimeo*.
- Canzoneri M. (1985), Monetary Policy Games and the Role of Private Information, *American Economic Review*, vol. 75, December, pp. 1056-1070.
- CEPR (1993), *Making Sense of Subsidiarity. How Much Centralization for Europe*, Monitoring European Integration n. 4, London.
- (1995), *Flexible Integration. Towards a More Effective and Democratic Europe*, Monitoring European Integration n. 6, London.
- (1998), *The ECB: Safe at Any Speed?*, Monitoring the European Central Bank n. 1, London.
- Commissione Europea (1997), *Glossario. La Riforma dell'Unione Europea in 150 Definizioni*, Ufficio delle Pubblicazioni Ufficiali delle Comunità Europee.
- Crockett A. (1997), The Theory and Practice of Financial Stability, Essays in International Finance n. 203, Princeton, International Finance Section, Princeton University, *mimeo*.
- Dornbusch R. - Giavazzi F. - Favero C. (1998), Immediate Challenges for the European Central Bank, *Economic Policy*, April, pp. 15-52.
- Eichengreen B. (1992a), Designing a Central Bank for Europe: A Cautionary Tale from the Early Years of the Federal Reserve System, in Canzoneri M. - Grilli V. - Masson P. (a cura di), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 13-40.
- (1992b), *Should the Maastricht Treaty Be Saved?*, Princeton Studies in International Finance n. 74, Princeton, International Finance Section, Princeton University.
- (1993), European Monetary Unification, *Journal of Economic Literature*, vol. 31, September, pp. 1321-1357.
- Eichengreen B. - Frieden J. (1993), The Political Economy of European Monetary Unification: an Analytical Introduction, *Economics and Politics*, vol. 5, July, pp. 85-104.
- European Central Bank (1999), *Possible Effects of EMU Banking Systems in the Medium to the Long Term*, Frankfurt.
- Folkerts Landau D. - Garber P. (1992), The ECB: a Bank or a Monetary Policy Rule?, in Canzoneri M. - Grilli V. - Masson P. (a cura di), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 86-109.
- Friedman M. - Schwartz A. (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1969*, Princeton (NJ), Princeton University Press.
- Gibson E. - Tsakalotos E. (1993), L'Integrazione Europea e il Settore Bancario dell'Europa Meridionale: Concorrenza, Efficienza e Struttura, *Moneta e Credito*, n. 184, pp. 499-526.
- Giovannini A. (1992), Central Banking in a Monetary Union: Reflections

- on the Proposed Statute of the European Central Bank, London, Occasional Paper n. 9, CEPR.
- Goodhart C. (1991), The Draft Statute for the European System of Central Banks: A Commentary, Special Paper n. 37, London, LSE Financial Markets Group, LSE, *mimeo*.
- (1995), Financial Globalisation, Derivatives, Volatility and the Challenge for the Policies of Central Banks, Special Paper n. 74, London, LSE Financial Markets Group, LSE, *mimeo*.
- Goodhart C. - Shoenmaker D. (1993), Institutional Separation Between Supervisory and Monetary Agencies, Special Paper n. 52, London, LSE Financial Markets Group, LSE, *mimeo*.
- Goodhart C. - Vinals J. (1994), Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes, in Fuhrer J. (a cura di), *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, n. 38, pp. 139-187.
- Grilli V. (1989), Europe 1992: Issues and Prospects for the Financial Markets, *Economic Policy*, October, pp. 387-421.
- Kashyap A. - Stein J. (1997), The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implications for the European Monetary Union, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, September-October, pp. 2-18.
- Krugman P. (1999), Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises, MIT, *mimeo*.
- Inman R. - Rubinfeld D. (1998), Subsidiarity and the European Union, Boston, NBER Working Paper n. 6556.
- Lockwood B. (1998), Distributive Politics and the Benefits of Decentralisation, Warwick, The Warwick Economics Research Paper Series n. 513, University of Warwick, *mimeo*.
- Mishkin F. (1993), Comment on Monticelli and Vinals, *European Monetary Policy in Stage Three: What Are the Issues?* London, Occasional Paper n. 12, CEPR.
- Neven D. (1990), Structural Adjustment in European Retail Banking: Some Views from Industrial Organization, in Dermine J. (a cura di), *European Banking in the 1990's*, Oxford, Basil Blackwell, pp. 96-118.
- Padoa Schioppa T. (1999), EMU and Banking Supervision, *Lecture delivered at the London School of Economics*, February 24.
- Posen A. (1995), Declarations Are not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence, in Bernanke B. - Rotemberg J. (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual 1995*, Cambridge-Londra, The MIT Press, pp. 253-274.
- Prati A. - Schinasi G. (1997), European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks, in Masson P. - Krueger T. - Turtelboom B. (a cura di), *EMU and International Monetary System*, Washington DC, IMF.
- (1998), Financial Stability in EMU, *mimeo*.

- Shiller R. (1995), Conversation, Information and Herd Behavior, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 85, May, pp. 181-185.
- Shoenmaker D. (1995), Banking Supervision in Stage Three of EMU, Special Paper n. 72, London, LSE Financial Markets Group, LSE, *mimeo*.
- Spong K. (1990), Banking Regulation. Its Purposes, Implementation, and Effects, Federal Reserve Bank of Kansas City, Division of Bank Supervision and Structure, *mimeo*.
- Temzelides T. (1997), Are Bank Run Contagious?, *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, November-December, pp. 3-14.
- Tuya J. - Zamalloa L. (1994), Issues on Placing Bank Supervision in the Central Bank, in Balino T. - Cottarelli C. (a cura di), *Frameworks for Monetary Stability*, Washington DC, IMF, pp. 326-354.
- Vives X. (1990), Banking Competition and European Integration, London, Discussion Paper n. 373, CEPR, *mimeo*.
- (1993), The Supervisory Function of the ECSB, Conference on Prudential Regulation, Supervision and Monetary Policy, Milano, Università Bocconi, *mimeo*.

Summary: Institutional Design and Financial Stability in EMU (J.E.L. E52, E58)

In this paper, the consequences on financial stability of the institutional design envisaged in the Maastricht Treaty – which implicitly assigns the objective of financial stability to the National Central Banks (NCBs) – are assessed. The Maastricht Treaty spells out precisely the role of the European Central Bank (ECB) and NCBs within the European System of Central Banks (ESCB) as to achieve the objective of price stability, but it is not equally clear as far as the objective of financial stability is concerned. In an area like EMU with a high degree of financial and economic integration, the actions undertaken by NCBs in the fields of regulation, prudential supervision and Lending of Last Resort are characterized by relevant externalities across jurisdictions. The present institutional design does not allow EMU to benefit from the internalization of these spillovers since NCBs do not face incentives to undertake properly banking policy activities. Applying the principle of subsidiarity to the problem of power sharing between ECB and NCBs, the following suggestions for a revision of the institutional design are obtained: *i*) ECB should be assigned the task of coordinating regulation activities to avoid regulatory arbitrage, while prudential supervision should be managed jointly in a two-tier system by ECB and NCBs; the decision process pertaining the use of discount window and the Lending of Last Resort function should be centralized; *ii*) the rules pertaining the working of TARGET and EMS 2 should be changed in order to limit the risk of a financial crises imported from pre-ins countries.