

# Le incertezze regolamentarie e l'integrazione finanziaria europea

**Dott. Lorenzo Bini Smaghi**

Presidente Société Générale, Parigi

Ho pensato di affrontare l'argomento sia dal lato di chi guarda all'integrazione europea dal punto di vista di una banca universale come Société Générale, sia dal punto di vista dei policy maker e di chi guarda all'Europa da un livello macro economico per ben comprendere quali sono gli obiettivi e gli interessi delle parti in causa nella competizione globale. Nell'osservare con attenzione i fenomeni che si stanno verificando vi sono indubbiamente dei motivi di preoccupazione e sono quelli che esaminerò nel mio intervento.

Cominciamo con l'integrazione finanziaria che ha accompagnato il completamento del mercato interno e l'unione monetaria. Qualcuno pensava che si potesse realizzare una unione monetaria senza un'analogia unione bancaria, più semplicemente con il coordinamento dell'attività di vigilanza, ma abbiamo visto nel corso della crisi che tutto ciò non ha funzionato. Come spesso avviene in Europa, le crisi sono necessarie per convincere coloro i quali detengono il potere a lasciarne almeno una parte per poter creare un'autorità sovranazionale. Questo è proprio un paradosso dell'Europa: senza le crisi non si compiono passi in avanti.

Abbiamo potuto prendere visione, durante la crisi, di tutto quello che davvero non ha funzionato. I mercati non hanno esercitato la disciplina; anzi durante un periodo molto lungo i tassi di interesse si sono allineati e schiacciati l'uno sull'altro. Ma quando è arrivata la crisi si sono differenziati in maniera financo eccessiva perché mancava al mercato un prestatore di ultima istanza. Durante la crisi abbiamo potuto constatare che il nostro sistema è troppo banco-centrico. Sono ben noti i motivi storici che hanno determinato questo sistema, è doveroso tuttavia rilevare che ciò non consente una corretta distribuzione del rischio. Se il sistema bancario poi è troppo nazionale o eccessivamente frammentato non è più in grado di assorbire gli shock. Bensì li accentua e li trasmette all'interno nel paese. Se vogliamo creare un'area monetaria più equilibrata dobbiamo prendere spunto da quello americano. Negli Stati



## Perché l'integrazione finanziaria

1. **Completamento del mercato interno**
2. **Completamento dell'unione monetaria**

**SOCIÉTÉ GÉNÉRALE** Parigi 1789800 | FR

## Completamento dell'Unione monetaria

1. **Fattore di disciplina**
2. **Assorbimento degli shocks asimmetrici**
3. **Meccanismo di trasmissione della politica monetaria**

**SOCIÉTÉ GÉNÉRALE** Parigi 1789800 | FR

Uniti il sistema finanziario è in grado di assorbire gli shock in maniera forse superiore al bilancio federale.

I mercati hanno reagito in modo forse eccessivo durante la crisi finanziaria. Il volere ad ogni costo garantire l'equilibrio dei bilanci bancari ha creato delle forti differenze nei confronti degli Stati Uniti laddove lo Stato è entrato pesantemente nel capitale delle banche per garantire la credibilità del sistema ed evitare il credit crunch. Il tentativo europeo di garantire i bilanci è stato illusorio e solo successivamente ci si è resi conto che è impossibile fornire questo tipo di garanzia senza rischiare di trascinare verso derive assai più pericolose le finanze pubbliche dei rispettivi paesi. In Europa, quindi, si è avuto un forte intreccio tra debito pubblico e crisi bancaria. Un secondo elemento che abbiamo potuto rilevare nel corso della crisi riguarda la vigilanza, che a livello nazionale non funziona. La vigilanza, anche se indipendente, tende a proteggere il proprio sistema e, in taluni casi, a sottostimare i rischi. Basti ricordare che dal 2010 al 2012 sono stati elaborati due stress test e in entrambi appariva che tutte le banche erano a posto. Anche le banche irlandesi, che dallo stress test del 2010 parevano in equilibrio, dopo qualche settimana sono crollate l'una dopo l'altra. Finalmente dopo dodici anni di Unione Monetaria abbiamo capito che era indispensabile arrivare anche all'Unione Bancaria.

Il grafico a fianco serve per capire l'importanza che ha avuto la crisi finanziaria in Europa. Spesso si fanno dei confronti tra Europa e Stati Uniti e si afferma, troppo spesso, che l'Europa cresce meno perché ha una produttività inferiore. Ma se si vanno a osservare i dati effettivi, quali il PIL pro capite, per tener conto degli effetti della crescita demografica negli Stati Uniti ben più elevata di quella europea, si può rileva-

#### Cosa non ha funzionato?

1. I mercati non hanno esercitato disciplina (azzardo morale, inefficienza...)
2. Il mercato finanziario europeo è troppo bancario
3. Le banche europee sono troppo «nazionali» (dipendenti dalla finanza pubblica nazionale)

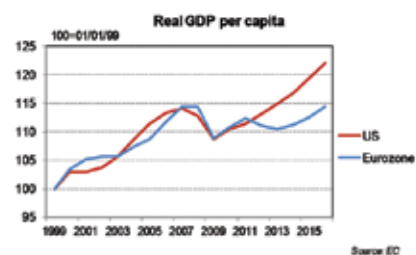
SOCIETE GENERALE | Firenze | 07/09/15 | 86

#### Cosa non ha funzionato durante la crisi?

1. I mercati hanno reagito in modo eccessivo (rischio di uscita dall'euro)
2. Si è voluto garantire i bilanci delle banche
3. Si è introdotto un rischio di default sovrano
4. Gli stress test effettuati dalle autorità nazionali erano distorti

SOCIETE GENERALE | Firenze | 07/09/15 | 86

#### Crisi sistemica del 2011



SOCIETE GENERALE | Firenze | 07/09/15 | 87

re che l'Europa fino al 2011 è stata al passo con gli Stati Uniti. Dopo il 2011, tuttavia, è successo qualcosa che ha rotto questa correlazione. Questo fattore, a mio avviso, risiede nella crisi bancaria che è diventata anche una crisi di fiducia nello Stato. Giova infatti ricordare che l'area dell'Euro è stata l'unica al mondo in cui uno Stato sovrano ha fatto default e ha ristrutturato il proprio debito. A mio avviso sarebbe opportuna un'analisi ben più approfondita di ciò che è successo e che tenga conto dell'impatto avuto sulle realtà macroeconomiche dei paesi e sull'economia reale. Nel 2012 abbiamo avuto un crollo degli investimenti in tutti i paesi dell'Unione Europea, compresa la Germania. La relazione tra il sistema finanziario e l'economia reale in Europa ha avuto un profondo cambiamento, che non si è ancora completato. È pur vero che negli ultimi anni sono state varate riforme importanti, quali la creazione del Fondo Salva Stati e il grande attivismo della Banca Centrale Europea che si è tradotto in un pesante intervento sui Titoli di Stato greci, spagnoli e italiani. Né vanno dimenticati i provvedimenti quali il QE e il fiscal compact che, unitamente all'Unione Bancaria e a quella dei capitali, hanno dato un nuovo inquadramento al sistema. Malgrado tutti questi interventi, tuttavia, l'Europa non riesce ancora a tornare ai livelli di reddito degli Stati Uniti. Questo gap a mio avviso ci deve far pensare che il sistema finanziario non è ancora completamente risanato e dovremo continuare a migliorarlo. Nel 2012 gli Stati dell'Unione hanno deciso, poco prima dell'intervento di Draghi, di passare a un sistema di vigilanza unica che gli analisti finanziari e gli economisti avevano richiesto da diverso tempo, ma che fino a quel momento non era mai avvenuto. Tutto questo perché mancava una reale volontà politica, in quanto il processo di integrazione europeo, che si basa su un procedimento democratico, deriva dalla volontà di cedere i poteri nazionali a un'autorità sovranazionale. Tutto ciò richiede il consenso di tutte le autorità politiche e in parte, non certo marginale, di quelle tecnocratiche e di vigilanza nazionale. Tutte queste autorità non avevano nessuna intenzione di cedere il proprio potere, ma preferivano tentare un coordinamento tra loro. Chi ha lavorato in vigilanza sa bene che uno dei problemi fondamentali è insito nello scambio di informazioni che sono market-sensitive tra le autorità di vigilanza. Questo coordinamento tuttavia troppo spesso è rimasto soltanto un obiettivo e non una concreta realtà. Il passaggio alla vigilanza unica è stato quasi un "miracolo" e posso riscontrare nella vita quotidiana che sta funzionando. La BCE è presente anche in modo

#### Cosa si è costruito durante la crisi

1. Fondo Salva-Stati (per ridurre il rischio di default)
2. BCE prestatore di ultima istanza (SMP,OMT..)
3. Fiscal compact
4. Unione bancaria
5. Unione dei capitali

 Piacenza | 11/03/2012 | #8

#### Unione bancaria

1. SSM: Vigilanza unica **OK**
2. SRM: Risoluzione unica **ok**
3. Assicurazione dei depositi unica **?**

 Piacenza | 11/03/2012 | #8

pesante e il lavoro iniziale di ricognizione che ha svolto su 130 banche è stato indubbiamente incisivo. È stato, inoltre, previsto un sistema di valutazione di bilancio armonizzato tra i vari Stati, sono stati effettuati test seri e infine vi è stata la liberazione del capitale bancario. Tutto questo, lo ripeto, sta davvero funzionando e finalmente abbiamo ottenuto un sistema unico. Si potrà certamente discutere se l'azione è sufficiente o troppo pervasiva, ma il suo funzionamento è certamente indubbio. Abbiamo, inoltre, creato un sistema e un fondo di risoluzione che nei prossimi otto anni verrà finanziato con i contributi delle banche. Ricordo che gli Stati Uniti non hanno questo tipo di fondo. Ricordiamo tuttavia che questo fondo è dotato di solo 50 miliardi e verrà costituito in otto anni. Vi sono ancora delle incertezze e si vorrebbero accelerare i processi, ma non mancano delle resistenze. Manca ancora un'assicurazione unica dei depositi, che sarebbe un elemento importante per evitare effetti di contagio. Sarebbe doveroso insistere, e speriamo che non sia necessaria un'altra crisi per poter realizzare rapidamente anche questo passaggio.

È stato, inoltre, avviato il Capital Market Union, che è un sistema di mercato di capitali meno banco-centrico e più basato sui flussi di obbligazioni ed azioni che possono distribuire il rischio senza passare attraverso le banche. Questo sistema dovrebbe consentire un migliore accesso delle aziende, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni, ai mercati finanziari.

Ma stiamo davvero andando in quella direzione o stiamo invece andando in quella opposta? A questo proposito ci sembra interessante fare un confronto con quello che è avvenuto negli Stati Uniti e in parte in Gran Bretagna. Negli Stati Uniti il processo di riforma e di nuova regolamentazione è ormai terminato. È stato varato il Dodd-Frank Act, sono stati attribuiti i poteri alla Federal Reserve e siamo, quindi, pervenuti a un quadro abbastanza preciso, a cui mancano soltanto pochi elementi da definire. In Europa, invece, vi sono numerosi cantieri che sono ancora aperti. Uno di questi è nel Parlamento Europeo, dove si discute ancora la proposta di separazione tra le banche di investimento e quelle retail. Ma se si osserva con attenzione, si può rilevare che le banche di investimento sono solo quattro o cinque in un contesto operativo nel quale, nelle altre parti del mondo, non si è decisa questa separazione. Per fare un esempio, negli Stati Uniti si è deciso di applicare la Volcker rule, ovvero la separazione solo della gestione dei fondi propri. Un'applicazione di facile realizzazione, ma che non prevede il tipo di separazione che si sta proponendo in Europa. Gli Stati Uniti, infatti, hanno deciso di mantenere le banche universali e quelle di investimento. Per quanto riguar-

#### Capital Market Union

##### Obiettivo:

- ☑ **Ridimensionare il ruolo dei flussi bancari**
- ☑ **Sostenere il finanziamento delle PME**
- ☑ **Sostenere il Piano Juncker**

SOCIETÀ  
GENERALE

Parigi

11/03/2015 | 14h

da la vigilanza, invece, si è optato per una maggiore incisività all'interno delle banche stesse con un gruppo di "vigilanti" che operano all'interno della banca. Mi sembra che in Europa l'approccio sia molto più ideologico perché manca l'accordo tra socialisti e democristiani che disputano da mesi su queste questioni. Proprio ieri mi trovavo al Parlamento Europeo e mentre parlavo mi pareva di essere di fronte a un muro di gomma. Speravo di far comprendere che la questione fondamentale è una sola. L'Europa desidera ancora avere le proprie banche di investimento, oppure vuole decidere di lasciare il terreno agli americani?

Per noi di Société Générale questa non è soltanto una questione esistenziale, ma anche geopolitica. Se infatti pensiamo agli Stati Uniti, alla Cina e all'Europa come grandi aree economiche, che peraltro hanno un forte peso politico, dobbiamo davvero capire quello che vogliamo o non vogliamo fare. Dobbiamo, infatti, essere perfettamente consapevoli che, se non vogliamo essere presenti nel mondo delle banche di investimento, ci sarà qualcun altro che prenderà questo spazio, offrendo i propri servizi alla clientela europea. La domanda da porsi a questo punto è se effettivamente ci si possa aspettare che le banche siano in grado di servire e aiutare lo sviluppo dell'economia europea come le banche europee. Per meglio comprendere questa asserzione penso ad esempio all'intervento delle banche europee, in Francia, a favore di Airbus versus Boeing. In questo caso ci siamo trovati di fronte a una decisione geopolitica e industriale importante con la quale si è deciso di creare un competitore europeo a Boeing. Resta da domandarsi se in un mondo dell'aeronautica dominato dal dollaro e che necessita, quindi, di coperture e di strumenti finanziari complessi, le banche americane avrebbero voglia di sostenere Airbus e non solo Boeing sapendo quale importanza abbia l'industria americana non solo sul piano dell'aeronautica civile, ma anche nel settore della difesa.

Ecco perché un quadro legislativo che consenta l'operatività alle poche banche di investimento europee non è soltanto una mera questione bancaria, ma ha una forte importanza geopolitica.

Un altro cantiere aperto è a Francoforte, dove si sta decidendo la calibrazione del capitale per le banche. Anche in questo contesto il confronto con gli Stati Uniti è molto importante. A Basilea poi resta aperto il cantiere relativo alla liquidità e anche qui le banche americane sono relativamente più avvantaggiate, perché hanno un mercato dei capitali dove riescono a "rivendere" i pacchetti di prestiti cartolarizzati e soddisfare in questo modo i propri requisiti di liquidità. Problema che per le banche europee è molto più difficoltoso.

#### Le incertezze regolamentarie

1. Parlamento europeo: Struttura del sistema bancario
2. SSM/BCE: Requisiti di capitale (SREP)
3. Basilea: Requisiti di liquidità (Liquidity Coverage Ratio), ponderazione dei rischi
4. EBA: vari cantieri regolatori
5. Commissione europea: Regole «ball-in»
6. Commissione europea: Consultazione CMU
7. Ministri finanziari: Financial transaction tax

Vi sono, infine, altri cantieri come EBA, la Commissione Europea con le regole di bail-in e il progetto di Capital Market Union che penalizza fortemente in termini di capitale gli investimenti in infrastrutture. Mi domando come si possa creare un mercato di capitali con una regolamentazione che penalizza questo tipo di investimenti. Vi è, inoltre, la Financial transaction tax e ricordo che in Francia la settimana scorsa è passata una legge dove tassano le operazioni intra-day.

Debbo dire che in tutti questi cantieri si opera con grande professionalità e impegno, ma se osserviamo dall'alto queste iniziative possiamo rilevare che molto spesso stanno viaggiando nella direzione opposta a quella che vorrebbero raggiungere.

Un altro fenomeno da osservare con attenzione è quello della riduzione della leva finanziaria. È, infatti, vero che comunque esiste un problema di redditività anche in presenza di un capitale elevato che deve essere comunque redditizio e pertanto spinge il management delle aziende a porsi dei limiti di redditività per remunerare correttamente il capitale. Sotto questi limiti si tende ad uscire da determinati business. Una delle attività meno redditizie è quella di erogare prestiti alle medie e piccole imprese e pertanto non c'è da meravigliarsi se il sistema bancario pian piano esce da questa attività. Un ulteriore problema è quella della inevitabile riduzione dell'attività di banca da investimento. Qui sorge il problema di potere creare un mercato di capitali senza un'entità che possa aiutare le imprese ad andare sul mercato, svolgere le funzioni di market maker e magari andare ad attingere ai pozzi di risparmio in Asia o negli Stati Uniti. Tutto questo, infatti, può avvenire soltanto se si possiede un sistema bancario globale. In tutta sincerità non possiedo una risposta univoca agli interrogativi che sto ponendo, però esprimo il timore e le incertezze da un punto di vista macroeconomico nel momento in cui, in Europa, stiamo prendendo iniziative senza una visione globale e coordinata, pur essendo consapevoli che queste iniziative avranno un impatto sulla struttura del Sistema Finanziario Europeo. Il timore è che forse stiamo facendo esattamente l'opposto di quello che volevamo. Volendo, infatti, creare un sistema finanziario più integrato e meno dipendente dalle banche rischiamo di fare esattamente il contrario, ossia un sistema più frammentato e più dipendente dalle banche. E quale potrebbe essere l'impatto di tutto ciò sull'economia europea? Sicuramente negativo perché nelle nostre economie operano tante piccole e medie imprese che devono andare a competere nel mondo globale e conseguentemente hanno bisogno di strumenti complessi, di coperture dei rischi e di finanziamenti strutturati. E chi potrà dare loro tutte questi servizi se questi strumenti saranno sempre più penalizzati dalle regole?

#### Impatto di breve periodo

1. **Blocco alle fusioni trans-frontaliere**
2. **Ri-nazionalizzazione del sistema bancario**
3. **Riduzione della leva finanziaria (prestiti alle PME)**
4. **Riduzione dell'attività d'investimento a favore delle banche USA**
5. **Incertezze sulla realizzazione del piano Juncker**

 Parsons CITADIS | P&B

#### Impatto di lungo periodo

1. **La struttura del sistema finanziario europeo**
2. **La competitività dell'economia europea**
3. **La complementarietà tra regolazione e politica monetaria**

 Parsons CITADIS | P&B



Qual è, infine, l'impatto di tutta questa politica economica, se da un lato assistiamo a una serie di iniziative regolamentari che tendono a spingere le banche a ridurre il loro perimetro, e dall'altro possiamo rilevare un eccesso di risparmio a livello globale, che anche in Europa sta portando i tassi di interesse a livelli davvero minimi? La politica monetaria deve accompagnare e spingere i tassi di interesse ai livelli più bassi per riequilibrare questa domanda di eccesso di investimenti e pertanto è stato varato il QE. Draghi ha asserito che è pronto a fare ogni sforzo necessario per mantenere elevata questa liquidità, ma se esiste un eccesso di risparmio sugli investimenti lo sforzo monetario in un contesto di regolamentazione più stringente dovrà diventare ancora maggiore. Se noi abbiamo da un lato una regolamentazione stringente su un settore di un mercato ristretto e dall'altro spingiamo la politica monetaria a immettere ancor più liquidità nel sistema il combinato disposto di queste due azioni rischia di portare a degli squilibri in altri settori finanziari che talora, è bene ricordarlo, reagiscono in modo violento a certi cambiamenti. La liquidità in realtà non si trova nel mercato, ma è ben rinchiusa in tasche distinte e si muove talora in modo molto violento. In un simile contesto vi è il rischio che la politica monetaria possa creare degli squilibri che potrebbero scatenare dei movimenti molto più forti di quelli che avrebbe pensato di generare.

Il tema fondamentale da affrontare in Europa è se negli Stati Uniti, in Inghilterra, in Svizzera e nelle altre parti del mondo, si può constatare che il pendolo della regolamentazione si è fermato. Pensando ai contribuenti europei nel loro insieme e al sistema economico dell'area dell'Euro e agli interessi geopolitici, ci si domanda davvero quale sia l'autorità politica che possa prendere una tale decisione sull'assetto regolamentare complessivo, per essere sicuri di avere un sistema stabile, ma anche efficiente e che possa sostenere l'economia e le imprese europee. Forse manca questo tipo di visione. Abbiamo bisogno in questo momento di una leadership che osservi tutti gli aspetti del problema nel loro insieme, e non soltanto gli interessi segmentati di ogni settore, per essere sicuri che in una competizione globale l'Europa abbia anche un sistema finanziario capace di sostenere un'economia che, dopo il 2011/2012, sta faticando molto a recuperare il gap con gli Stati Uniti. Tutto questo naturalmente appare molto difficile in questa fase di integrazione europea, nella quale gli aspetti politici tendono ad essere affrontati in ultima istanza anziché in via preliminare. Concluderei esprimendo la preoccupazione nei confronti dell'esistenza e del futuro di una banca universale, nel caso di sparizione di questa attività, se ci si debba porre seriamente il problema di chi resterà operativo in quel business e come potrà l'economia europea riuscire a superare questo processo di continuo aggiustamento che, dopo la crisi finanziaria, si è rivelato più lento e laborioso che in altre parti del mondo.

#### Conclusioni

**Quando si aggiusta il pendolo della regolamentazione?**

**Confronto con altre principali aree (USA, UK, Cina...)**

SOETE  
GENERALE

Parma

014385 | P.28