

VII. L'euro e l'architettura finanziaria europea

Aspetti salienti

L'avvento della moneta unica rappresenta una pietra miliare nell'evoluzione della struttura finanziaria europea. Non soltanto la UEM ha modificato in modo permanente il quadro in cui si iscrive la politica monetaria entro l'area della moneta comune, ma ha altresì conferito unità valutaria a un vasto blocco economico che rivaleggia per dimensione con le altre due economie leader del mondo. Al tempo stesso, essa ha impartito un notevole impulso ai mercati finanziari del continente, sostenendone la crescita in ampiezza e in spessore. La moneta unica ha avuto un influsso positivo anche sul processo di unificazione del mercato dei servizi finanziari in Europa e ha rafforzato la tendenza al consolidamento nel settore finanziario. Il capitolo esamina l'impatto dell'euro sul paesaggio finanziario europeo durante il primo intero anno di esistenza della moneta e tratta delle sfide che questa nuova realtà pone per il futuro.

Lo sviluppo e il progresso non sono stati uniformi in tutta la gamma di mercati e servizi finanziari. In certo qual modo, l'impatto dell'euro è stato maggiore laddove le condizioni preesistenti erano più favorevoli. I segmenti di mercato in cui le operazioni transnazionali avevano già raggiunto un livello considerevole e le strutture istituzionali presentavano un più alto grado di armonizzazione sono infatti quelli che ne hanno tratto più vantaggio. Nonostante l'impulso proveniente dall'eliminazione del rischio di cambio, le sole forze di mercato non sempre sono state in grado di superare gli impedimenti alla piena integrazione posti dalle disparità nazionali, a livello di infrastrutture tecnico-giuridiche e di prassi di mercato, che erano alla radice della segmentazione in taluni settori.

L'introduzione dell'euro, evidenziando i potenziali benefici di un ulteriore progresso verso un mercato finanziario europeo veramente unificato, ha contribuito a richiamare l'attenzione sui costi economici impliciti che comporta un'insufficiente armonizzazione dell'infrastruttura finanziaria nell'ambito della UEM. Essa ha cioè sottolineato il fatto che, per poter cogliere appieno i frutti derivanti dall'eliminazione delle barriere al commercio, occorre un risoluto impegno politico da parte degli Stati membri al fine di uniformare ulteriormente le strutture istituzionali e giuridiche di rilevanza per il processo economico.

Mercati finanziari

In nessun altro ambito l'influsso positivo dell'euro è stato così immediato ed evidente come nei mercati finanziari europei, specie nei settori dei depositi interbancari e delle emissioni obbligazionarie private internazionali. Ambedue i mercati sono cresciuti rapidamente, trasformandosi in veicoli più efficienti per

l'allocazione della liquidità e del risparmio. Altri segmenti, invece, come quello dei crediti a breve garantiti e quello azionario, hanno in gran parte mantenuto il proprio carattere nazionale e non sono finora riusciti a sfruttare le accresciute potenzialità, in termini di efficienza e di liquidità, offerte da una più intensa attività transnazionale.

Mercati monetari

La conduzione della politica monetaria nel contesto della UEM presuppone un meccanismo efficiente per l'allocazione della liquidità della banca centrale nell'intera area della moneta unica. Tale meccanismo è stato fornito dal mercato interbancario dei crediti non garantiti, il quale ha saputo rapidamente adattarsi al nuovo assetto. In questa sua funzione il mercato è stato assecondato da TARGET, il sistema per il trasferimento di fondi di grande ammontare in seno all'area dell'euro che, dopo aver prontamente superato alcuni problemi minori durante la fase operativa iniziale, è divenuto la spina dorsale del sistema dei pagamenti dell'area. Al successo della transizione ha contribuito anche la tempestiva risoluzione di ogni incertezza circa la curva dei rendimenti di riferimento per il mercato monetario. Durante le prime settimane del 1999 il tasso EONIA (euro overnight index average), prolungato dalla curva dei rendimenti Euribor e sorretto da un attivo mercato di strumenti derivati, è emerso chiaramente come il tasso di riferimento prescelto dagli operatori. L'affermarsi di un mercato monetario unico in euro è ben evidenziato dalla convergenza dei rendimenti in tutta l'area, e la sua efficienza è dimostrata dal costante restringimento dei differenziali lettera-denaro, ridottisi di circa il 40% rispetto al livello di cinque anni or sono (tabella VII.1).

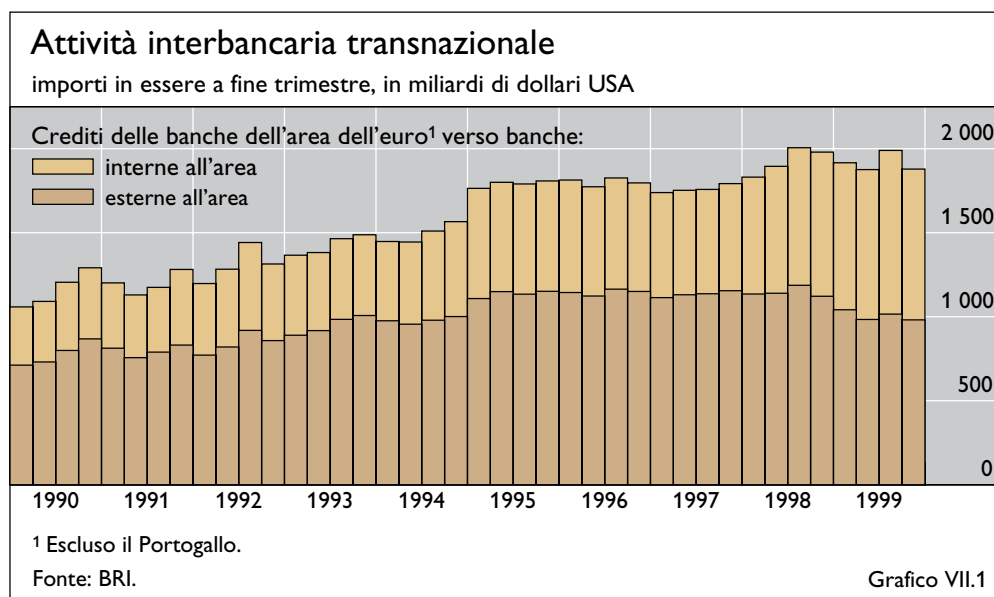
La comparsa di un efficiente mercato monetario dell'area dell'euro ha permesso ai tesoriери di molte grandi società di ridurre i costi grazie all'accantonamento delle operazioni di gestione di cassa. Le banche hanno dato forma a una

Emerge un mercato paneuropeo dei depositi interbancari ...

Differenziali lettera-denaro del mercato monetario a tre mesi ¹		1996	1997	1998	1999	2000 ²
Area dell'euro ³	media	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	<i>dev. stand.</i>	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Germania	media	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	<i>dev. stand.</i>	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
Francia	media	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	<i>dev. stand.</i>	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italia	media	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	<i>dev. stand.</i>	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
Stati Uniti	media	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	<i>dev. stand.</i>	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Giappone	media	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	<i>dev. stand.</i>	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

¹ In punti base sui depositi eurovalutari, chiusura di Londra. ² Fino a metà aprile. ³ Prima del 1999, media ponderata dei tassi di Germania, Francia e Italia; pesi basati sulle quote di partecipazione al capitale della BCE.

Fonte: Standard & Poor's DRI. Tabella VII.1



struttura a due livelli in cui le maggiori istituzioni con una presenza paneuropea trattano i flussi transnazionali di liquidità, mentre quelle minori svolgono un più ristretto ruolo regionale. Il notevole aumento dell'attività interbancaria fra le istituzioni situate nei diversi paesi dell'area a partire dal quarto trimestre 1998 è conseguenza diretta di tale evoluzione (grafico VII.1).

A differenza del mercato dei depositi non garantiti, quello delle operazioni pronti contro termine (pct) non è riuscito a superare la segmentazione che lo caratterizzava prima dell'avvento dell'euro. Le regole e le infrastrutture di mercato esistenti, che possono senz'altro aver corrisposto ai bisogni degli operatori a livello nazionale, non sono necessariamente propizie allo sviluppo di un vero mercato generale paneuropeo dei crediti garantiti. L'attività transazionale rimane limitata, impedendo al mercato di realizzare appieno il suo potenziale di liquidità e dando luogo a persistenti differenziali di prezzo nonché a diversità di spessore dei vari segmenti. Il lento procedere dell'armonizzazione delle pratiche e convenzioni di mercato nazionali unitamente alla mancanza di una infrastruttura unificata fa sì che vari impedimenti ostacolino ancora l'ulteriore sviluppo del settore. Alcuni di questi impedimenti, come la laboriosa interconnessione fra sistemi di consegna, procedure di regolamento e pratiche di mercato, sono di natura tecnica e quindi relativamente facili da sormontare. Altri, invece, come le disparità nei requisiti di documentazione e nel trattamento fiscale, nonché le incertezze a riguardo dei diritti sui titoli sottostanti, sono direttamente connessi a differenze strutturali di fondo nei sistemi tributari e giuridici nazionali. Il conseguimento di una maggiore armonizzazione su questo fronte richiede un'azione di più ampia portata e, quindi, un considerevole impegno da parte delle autorità nazionali.

... ma i mercati pct restano segmentati

Mercati obbligazionari

L'effetto più spettacolare della UEM sulla struttura finanziaria del continente europeo è stato senza dubbio lo straordinario impulso che la moneta unica ha impartito ai mercati europei del reddito fisso. Infatti, nel 1999 le emissioni di

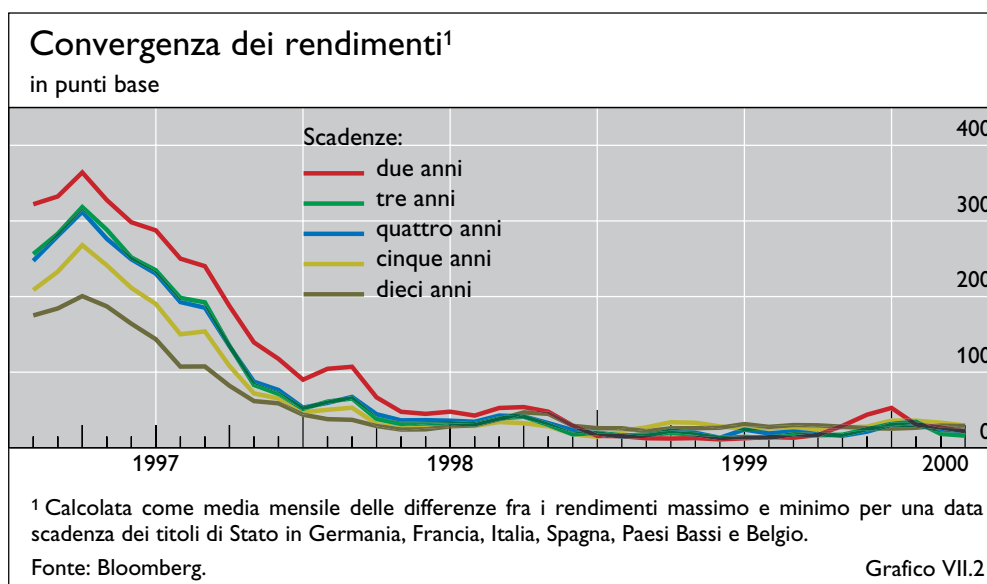
obbligazioni denominate in euro hanno fatto registrare un'impennata, totalizzando un importo di varie volte superiore alla media pre-UEM. La nuova moneta ha attratto sia i mutuatari pubblici sia quelli privati, ma è soprattutto la più intensa attività dei secondi, in particolare delle società europee, a costituire lo sviluppo di maggiore rilievo.

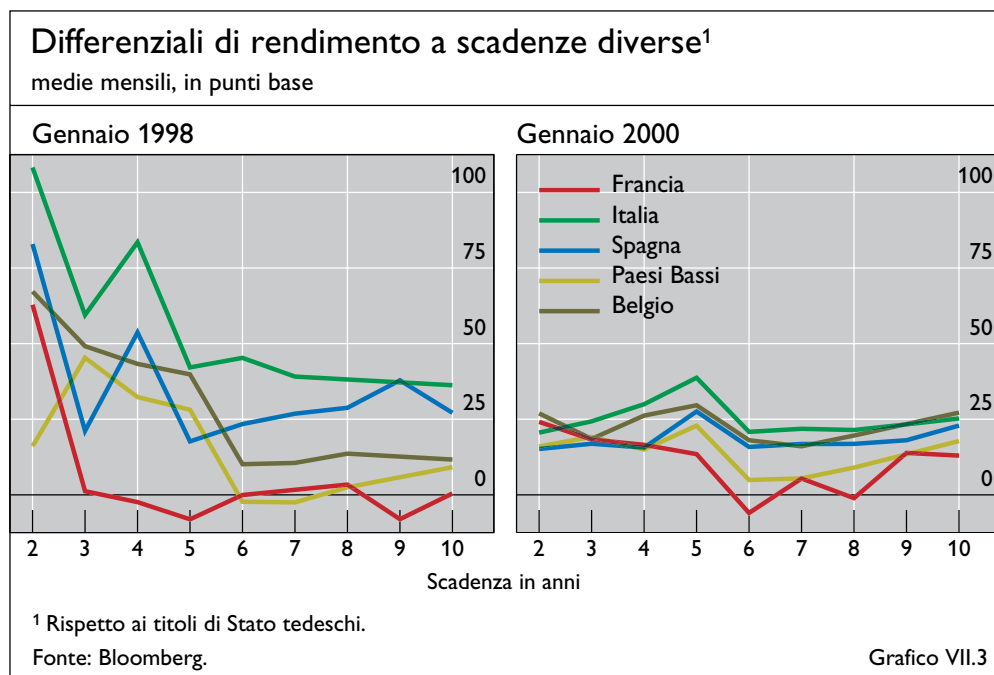
Il secondo mercato al mondo dei titoli di Stato ...

La conversione in euro dei titoli pubblici denominati nelle monete nazionali ha creato in un sol colpo un mercato che per dimensione supera attualmente il corrispondente mercato giapponese ed è secondo soltanto a quello dei titoli del Tesoro americano. A fine dicembre 1999 la consistenza dei titoli in euro a lungo termine emessi dai governi dei paesi dell'area era pari a € 2 200 miliardi circa, equivalente a due terzi delle obbligazioni in essere del Tesoro USA. Nel medio periodo i disavanzi di bilancio nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, congiuntamente ai limiti posti all'indebitamento dal Trattato di Maastricht, dovrebbero mantenere il mercato al livello attuale. Per contro, le tendenze correnti e prospettive delle finanze pubbliche spingono i mercati statunitense e giapponese in direzioni opposte, facendo prevedere una contrazione del primo e una sensibile espansione del secondo.

... non è pienamente armonizzato

Il processo di convergenza economica nel periodo precedente l'avvio della UEM si è accompagnato a uno spettacolare avvicinamento dei tassi d'interesse negli 11 paesi partecipanti. Gli attuali differenziali di rendimento sono generalmente compresi entro 40 punti base, o meno, in ogni luogo della curva (grafico VII.2). A un esame più ravvicinato appare che tali differenziali rispecchiano in ampia misura fattori tecnici e di liquidità piuttosto che il rischio economico. Gli scarti di rendimento vicini ai 20 punti per mutuatari con rating analogo, come i governi tedesco, francese e olandese, sono troppo ampi per poter essere spiegati in termini di diversa valutazione del rischio creditizio, tanto più che lo spread fra i titoli francesi e olandesi da un lato, e quelli con più basso rating dei governi italiano e belga dall'altro, risulta di entità inferiore. Inoltre, è improbabile che le differenze nel merito di credito degli emittenti presentino una struttura per scadenze tale da spiegare il fatto che le curve di rendimento nazionali spesso si intersecano in più punti (grafico VII.3).





Liquidità, fisionomia del titolo e politica di emissione sono i principali fattori che spiegano l'alternarsi dei titoli tedeschi e francesi nella posizione di preminenza lungo la curva dei rendimenti. I titoli tedeschi godono dello status di valori benchmark nel segmento a breve e quindi nuovamente nella fascia di scadenze a 10 anni, dove sono integrati dal contratto future più trattato al mondo. Nella gamma intermedia di scadenze il Tesoro francese è riuscito a ricavare una nicchia per i propri titoli grazie a una politica di emissione innovativa, trasparente e gradita agli investitori.

Le specificità nazionali nelle politiche di gestione del debito e le differenti convenzioni di mercato non sono prive di costi. Preso singolarmente, nessuno dei mercati nazionali dei titoli di Stato è abbastanza ampio da poter diventare il riferimento per l'intera area dell'euro, e tanto meno insidiare il ruolo leader del mercato USA. Inoltre, la diversità delle strutture e delle convenzioni che presiedono alle emissioni nazionali si traduce in inefficienze in altri segmenti di mercato. Un esempio è fornito dal mercato pct, il cui sviluppo è ostacolato dall'imperfetta armonizzazione delle convenzioni. Anche il comparto delle obbligazioni societarie potrebbe trarre beneficio da una ben definita curva di riferimento per il debito di Stato, in relazione alla quale verrebbe determinato in modo coerente il prezzo dei titoli privati. Un maggiore coordinamento fra gli emittenti sovrani dell'area dell'euro per quanto concerne calendario di emissione, cedola, scadenza e altre caratteristiche tecniche dei titoli emessi accrescerebbe la fungibilità e lo spessore di mercato di tali titoli lungo l'intera struttura per scadenze, i quali verrebbero così probabilmente a beneficiare di un premio di liquidità. Quest'ultimo andrebbe verosimilmente a vantaggio soprattutto dei titoli emessi dai governi delle economie minori.

In considerazione dei potenziali vantaggi in termini di promozione del mercato e di riduzione dei costi per il servizio del debito, sono stati rivolti appelli ai governi della UEM affinché realizzino una maggiore cooperazione in questo ambito. La questione va tuttavia ben al di là di una semplice armonizzazione

Un maggiore coordinamento fra gli emittenti presenta vantaggi economici ...

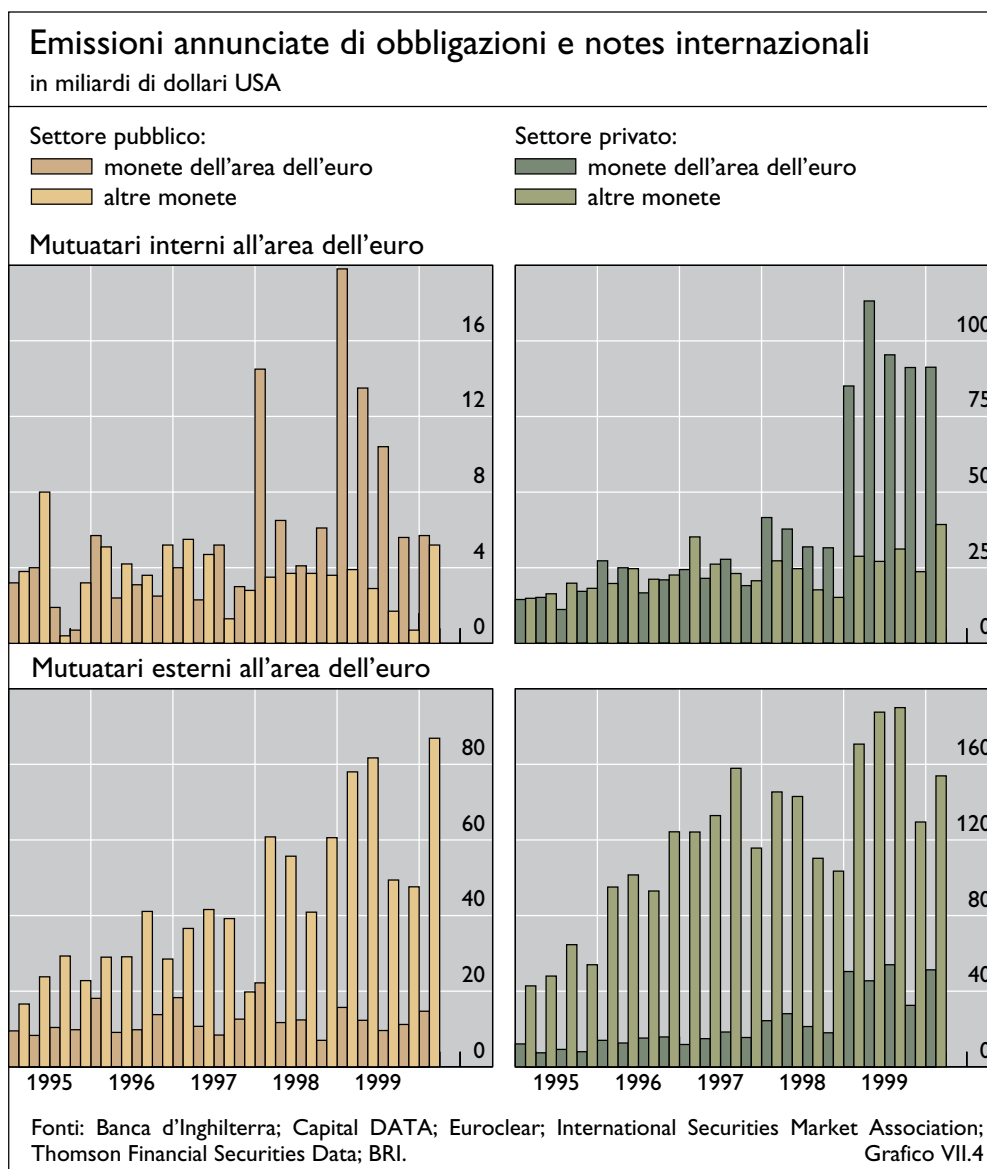
... ma pone un dilemma politico

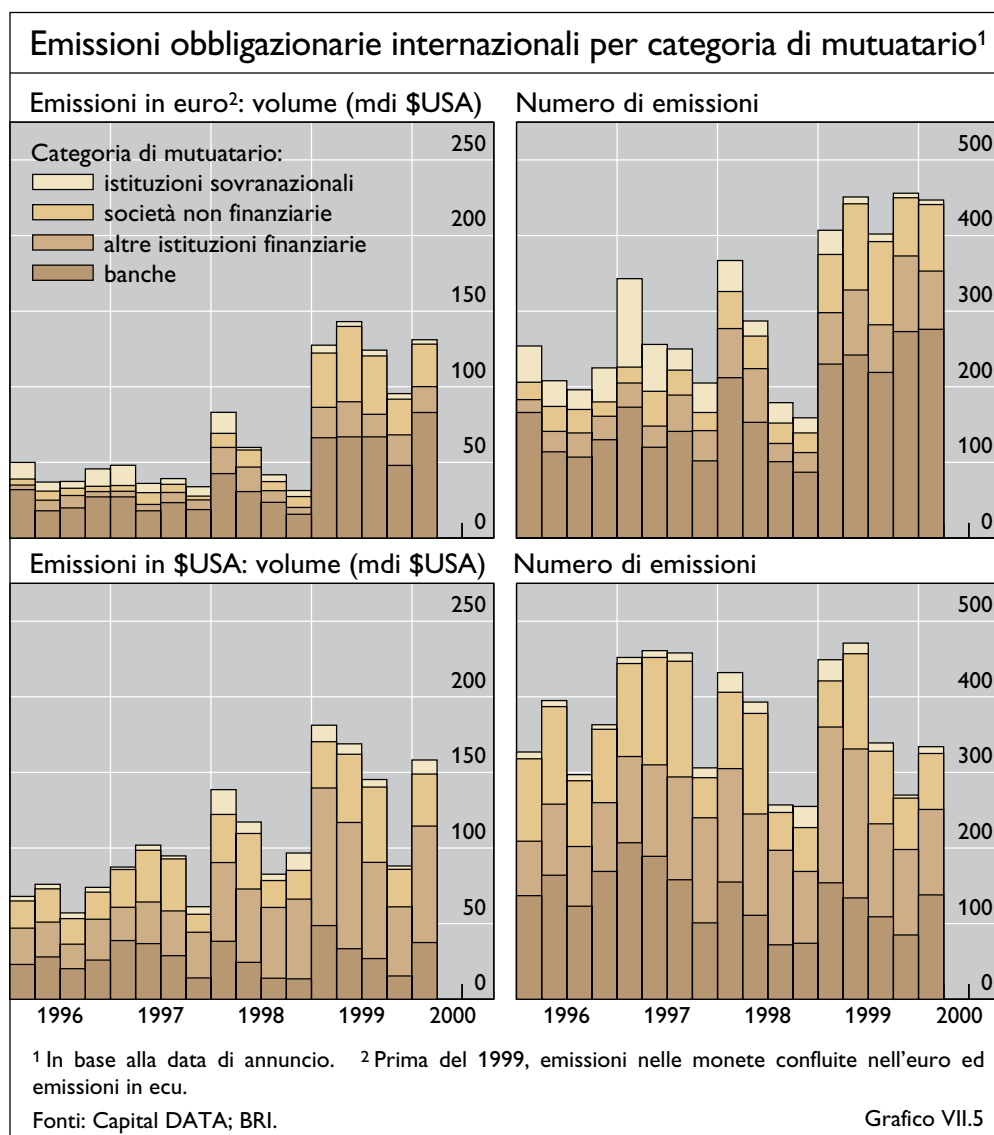
della struttura e delle convenzioni di mercato, in quanto tocca l'essenza del dibattito circa la misura in cui si possa o si debba rinunciare alla discrezionalità nazionale in nome del conseguimento di benefici non equamente distribuiti all'interno dell'area. Per alcuni degli schemi più formali proposti si tratta anche della misura in cui la cooperazione comporterebbe, di fatto o nella percezione del pubblico, una condivisione di responsabilità sul piano delle politiche fiscali, ciò che è esplicitamente escluso dal Trattato di Maastricht. I benefici economici attesi da un maggiore coordinamento vanno pertanto accuratamente soppesati a fronte di un'ulteriore erosione della sovranità nazionale. Questo dibattito, già ricorrente durante il processo preliminare a Maastricht, mostra come una più stretta integrazione economica sia verosimilmente destinata a suscitare ulteriori questioni di tale natura.

Obbligazioni societarie

Notevole aumento delle emissioni private ...

L'euro ha esercitato una particolare attrattiva sui prenditori del settore privato sia interni che esterni all'area. Nel periodo dal luglio 1998 al dicembre 1999 i





mutuatari privati residenti negli 11 paesi partecipanti hanno emesso il 76% del proprio debito in euro, rispetto alla quota media del 50% fatta registrare dall'insieme delle corrispondenti monete nazionali fra gennaio 1990 e giugno 1998. Nello stesso arco di tempo i prenditori non residenti nell'area hanno denominato in euro un quinto delle proprie emissioni internazionali, ossia quasi il doppio della quota totalizzata dalle 11 monete anteriormente al luglio 1998 (grafico VII.4).

Pur potendosi affermare che i bassi rendimenti e la tendenza calante della moneta abbiano avuto un certo ruolo nello stimolare l'interesse degli emittenti per l'euro, è evidente che all'aumento delle emissioni hanno concorso anche fattori strutturali. Fra questi primeggia il notevole allargamento della base di investitori. La moneta unica ha in effetti allentato i requisiti di bilanciamento delle attività e passività valutarie prescritti a molti investitori istituzionali, un vincolo che si era tradotto in una forte incidenza dei valori nazionali nella distribuzione dei portafogli. Le imprese di assicurazione e i fondi pensione hanno così potuto beneficiare dell'eliminazione del rischio di cambio realizzando in pari tempo una maggiore diversificazione degli averi con investimenti in

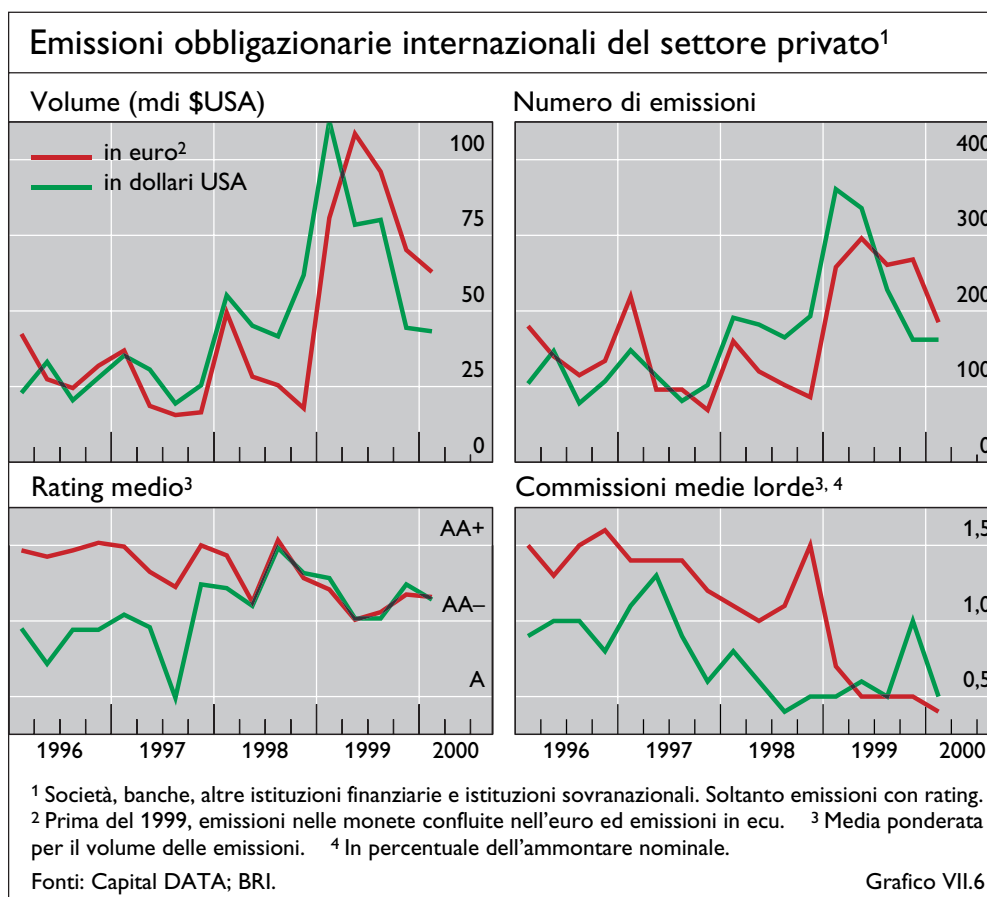
... assecondato dalla forte domanda dell'area dell'euro

tutta l'area della moneta unica. Gli investitori tedeschi, ad esempio, avevano decisamente aumentato i propri acquisti di attività estere denominate in euro già prima dell'introduzione della nuova valuta. Gli acquisti si sono ancora intensificati in seguito, cosicché nel 1999 circa i due terzi degli investimenti di portafoglio in uscita dalla Germania hanno riguardato attività in euro.

La composizione dei mutuatari che hanno attinto al mercato obbligazionario dell'euro rispecchia in parte la struttura tradizionale dei flussi di finanziamento europei, ma in parte anche il suo profilo evolutivo. I prenditori più importanti, in termini sia di numero di emissioni sia di volume di fondi raccolti, sono stati gli istituti bancari europei (grafico VII.5). Larga parte di questi collocamenti è dovuta alle vendite di attività cartolarizzate in forma di "Pfandbriefe" da parte delle banche tedesche. In effetti, il successo incontrato da tali titoli ha indotto vari paesi europei ad adottare normative che ne ricalcano le caratteristiche istituzionali, nell'intento di favorire la cartolarizzazione degli impieghi bancari. Le innovazioni di questo genere introdotte di recente in Francia, Spagna e Lussemburgo devono ancora consolidarsi e conseguire il grado di liquidità e il favore degli investitori di cui godono gli omologhi strumenti tedeschi. Una quota più modesta, ma in aumento, di obbligazioni in euro è stata emessa da società non finanziarie, che hanno approfittato del crescente interesse per il rischio di credito mostrato dagli investitori europei. All'interno di questo gruppo vi è un'elevata concentrazione di imprese di telecomunicazioni, le quali hanno fatto ampio ricorso ai mercati obbligazionari per finanziare l'ondata di fusioni e acquisizioni in questo settore. I grandi emittenti, come le istituzioni

Elevata
concentrazione
delle emissioni
bancarie ...

... e di imprese di
telecomunicazioni



sovrnazionali e altre agenzie e società finanziarie basate in dollari, continuano a essere sottorappresentati nel mercato delle obbligazioni denominate in euro in rapporto alla loro dimensione e presenza su scala mondiale. A spiegazione di questo fenomeno vengono spesso addotte le condizioni non favorevoli sul mercato degli swaps, che accrescono i costi effettivi di finanziamento in dollari per questi mutuatari, abituati a spuntare tassi d'interesse inferiori al Libor.

L'avvento dell'euro ha reso obsolete le strategie di investimento basate su arbitraggi e posizioni speculative nei rendimenti delle monete nazionali, stimolando gli investitori a focalizzare maggiormente l'attenzione sul rischio di credito. I gestori istituzionali di portafogli in Europa hanno iniziato a perfezionarsi nella valutazione e gestione del rischio creditizio, mostrando un crescente interesse per questo tipo di esposizione. Il fenomeno è testimoniato dal progressivo allargamento del mercato verso i prestiti di più basso merito di credito. Quel che in passato soleva essere un mercato riservato ai mutuatari con rating AA o superiore ha potuto assorbire un più ampio ventaglio di prestiti (grafico VII.6). Il segmento dei crediti di qualità non bancaria, pur rimanendo assai più sottile e meno diversificato del suo omologo statunitense, ha ripreso slancio dopo la grave battuta d'arresto subita all'indomani delle turbolenze finanziarie del 1998.

Investitori più interessati al rischio di credito

Incidenza della moneta di denominazione e della nazionalità nella scelta della capofila di prestiti obbligazionari					
Nazionalità mutuatario	Moneta di denominazione				
	Monete costituenti l'euro	Euro	Dollaro USA	Totale	
Quota di mercato delle capofila con nazionalità corrispondente alla moneta di emissione (in %) ¹					
Area dell'euro	1996-98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999-2000 ²	56,3	60,0	39,6	55,1
Stati Uniti	1996-98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999-2000 ²	-	26,9	79,4	71,1
Totale	1996-98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999-2000 ²	50,5	53,0	69,3	58,2
Quota di mercato delle capofila con la stessa nazionalità del mutuatario (in %) ³					
Area dell'euro	1996-98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999-2000 ²	18,1	42,1	22,3	36,6
Stati Uniti	1996-98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999-2000 ²	-	53,5	79,4	75,2
Totale	1996-98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999-2000 ²	19,2	36,3	51,2	41,5
<p>¹ Quota percentuale delle emissioni di mutuatari con una specifica nazionalità (righe), acquisite da capofila aventi nazionalità corrispondente alla moneta di denominazione dei titoli (colonne). Ad esempio, nel periodo 1996-98 le banche USA hanno capeggiato il 41,1% delle emissioni in dollari USA di mutuatari residenti nell'area dell'euro. ² Fino a metà marzo. ³ Quota percentuale delle emissioni di mutuatari con una data nazionalità (righe) denominate nella moneta specificata (colonne) e acquisite da capofila aventi la stessa nazionalità dell'emittente. Ad esempio, nel periodo 1996-98 il 19,2% delle emissioni in dollari USA di mutuatari residenti nell'area dell'euro è stato capeggiato da banche con sede nello stesso paese di residenza del mutuatario.</p>					
Fonti: Capital DATA; elaborazioni BRI.					Tabella VII.2

Accresciuta
concorrenza nella
sottoscrizione di
obbligazioni

L'introduzione della moneta unica ha avuto un ruolo cruciale nell'accrescere la contendibilità del mercato dei servizi finanziari alle imprese. La tabella VII.2 evidenzia come storicamente la nazionalità dei sottoscrittori di obbligazioni internazionali sia stata più strettamente correlata alla moneta di denominazione dei titoli che alla nazionalità degli emittenti. Ciò indica che la presenza di relazioni consolidate fra le imprese e le loro banche di investimento non è tanto importante, nella scelta dei sottoscrittori, quanto la capacità di questi ultimi di determinare correttamente il prezzo dell'emissione e di collocarla in un mercato a loro ben noto. L'avvento dell'euro ha ridotto il vantaggio locale che derivava alle banche europee dalla familiarità con investitori aventi una forte propensione per la moneta nazionale. Sebbene gli effetti di questa evoluzione non siano riusciti a modificare la sostanza delle cose, il riquadro in basso a destra del grafico VII.6 mostra come durante gli ultimi due anni nel segmento denominato in euro vi sia stata una rapida convergenza delle commissioni verso il livello del segmento in dollari USA. Assieme alla crescente analogia in termini di media della qualità creditizia dei mutuatari e alla più stretta corrispondenza fra i volumi delle emissioni nei due segmenti, questa convergenza è un chiaro indizio della progressiva integrazione del mercato obbligazionario internazionale.

Lo sviluppo del mercato delle emissioni societarie in euro avrà un effetto duraturo sulla struttura finanziaria europea, tradizionalmente caratterizzata dal prevalere della finanza intermediata dalle banche. Una base di investitori più ampia e ricettiva dovrebbe incoraggiare un maggior numero di mutuatari privati a rimpiazzare i prestiti bancari con strumenti di mercato. Nel contempo, è probabile che gli stessi istituti bancari attingano maggiormente al mercato per finanziare i propri portafogli di attività meno liquide. È evidente che tali sviluppi, ampliando la gamma dei canali di finanziamento, tendono a migliorare l'efficienza del meccanismo di allocazione del risparmio, con beneficio per l'intera economia europea. D'altra parte, nella misura in cui accresce la sensibilità dei bilanci delle imprese e delle banche alle condizioni del mercato dei capitali, questa tendenza è potenzialmente foriera di nuove sfide alla stabilità finanziaria dell'area.

Mercati azionari

Robusta offerta

Due fra gli sviluppi più significativi osservati lo scorso anno sui mercati azionari europei sono collegati solo tangenzialmente all'introduzione della nuova moneta: la robusta attività di emissione e l'ulteriore maturazione delle borse europee specializzate in azioni di società giovani e in crescita. I collocamenti sul mercato primario sono stati assecondati dai corsi generalmente sostenuti e dalla perdurante tendenza del settore pubblico a dismettere attività commerciali. Nel 1999 il volume lordo delle emissioni azionarie internazionali di società residenti nell'area dell'euro è aumentato di quasi il 70% rispetto al livello medio dei due anni precedenti. Il calo dei rendimenti obbligazionari in gran parte dell'area, conseguente alla convergenza economica, ha contribuito ad accrescere l'interesse degli investitori al dettaglio per gli investimenti azionari più rischiosi ma potenzialmente più remunerativi. In effetti, il volume senza precedenti di mezzi affluiti ai fondi azionari ha sorretto le quotazioni in gran parte dei mercati dell'area dell'euro.

Una nuova generazione di imprenditori, più aperta al mercato dei capitali, ha portato in borsa un maggior numero di imprese medio-piccole. Questa tendenza è stata favorita dal successo della rete di “nuovi mercati” creata in molti paesi europei nell’intento di permettere l’accesso al finanziamento azionario a piccole imprese dinamiche con un elevato potenziale di sviluppo. Dopo una fase di forte crescita agli inizi del 1999, il mercato è stato destabilizzato da un eccesso di offerta di nuovi titoli durante la maggior parte dell’anno. La situazione è nuovamente migliorata a novembre, sotto l’influsso della forte ascesa mondiale dei valori della “nuova economia” (Capitolo VI). In questo frangente l’intensa attività di offerta pubblica iniziale ha trovato accoglimento presso un gruppo più diversificato di investitori che mostrano maggiore interesse per il settore.

Nuova tipologia di emittenti

Molti prevedevano che l’avvento della moneta unica avrebbe segnato l’inizio di un nuovo paradigma nella valutazione di mercato dei titoli azionari delle società situate nell’area della UEM. Ci si attendeva infatti che, con l’eliminazione del rischio di cambio, l’adozione di una politica monetaria pienamente unificata e il maggiore coordinamento delle politiche fiscali nei paesi della UEM sarebbe diminuita la rilevanza dei fattori macroeconomici nazionali nella determinazione del prezzo delle azioni. Anche l’espansione delle operazioni commerciali transnazionali, favorita dai progressi del mercato unico europeo, avrebbe dovuto accrescere l’importanza dei fattori inerenti al settore specifico, rispetto

Persistenza delle tradizionali determinanti di prezzo

Indicatori del mercato azionario										
	Capitalizzazione ¹				Volume scambi ²			Numero di titoli quotati ¹		
	in miliardi di dollari USA			1999 in % del PIL	in miliardi di dollari USA			1990	1995	1999
	1990	1995	1999		1990	1995	1999			
Area dell'euro	1 169	2 119	5 526	85	737	1 237	4 342	2 485	2 592	3 893
Germania	355	577	1 432	68	509	594	1 551	413	678	1 043
Francia	314	522	1 503	105	121	213	770	578	450	968
Italia	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
Spagna ³	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Paesi Bassi	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Belgio	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Austria	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portogallo	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finlandia	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irlanda	...	26	69	75	48	...	80	84
Lussemburgo	10	30	34	192	-	-	1	54	61	50
Stati Uniti ⁴	3 059	6 858	16 773	181	1 778	5 481	19 412	6 599	7 671	7 297
Giappone ⁵	2 918	3 667	4 455	102	1 288	884	1 676	2 071	2 263	1 889
Regno Unito	849	1 408	2 955	206	543	1 153	3 399	1 701	2 078	2 292
Canada ⁶	242	366	789	124	71	185	389	1 144	1 196	1 406
Svizzera	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

¹ Azioni nazionali quotate. ² Valore delle contrattazioni in azioni; totale quotazioni nazionali ed estere. A causa delle differenti metodologie di segnalazione e di calcolo le cifre sul volume degli scambi non sono perfettamente comparabili. ³ Per il volume degli scambi, soltanto la borsa di Madrid; per gli altri dati, comprese le borse di Barcellona, Bilbao e Valencia. ⁴ Per il volume degli scambi, borsa di New York e Nasdaq; per gli altri dati, compresa AMEX. ⁵ Per il volume degli scambi, soltanto la borsa di Tokyo; per gli altri dati, compresa la borsa di Osaka. ⁶ Borse di Toronto, Montreal e Vancouver.

Fonti: International Federation of Stock Exchanges (FIBV); Società finanziaria internazionale (SFI); Swiss Exchange. Tabella VII.3

a quella delle grandezze economiche nazionali, nella valutazione delle società. Finora, tuttavia, i dati sulle quotazioni societarie non permettono di discernere un cambiamento significativo. Il valore azionario delle singole imprese continua a muoversi più in sintonia con quello delle altre società del medesimo paese che con quello delle società analoghe operanti negli altri paesi dell'area dell'euro, a indicazione che i prezzi sono ancora influenzati principalmente dagli investitori locali con un'allocazione dei portafogli fortemente orientata in senso nazionale.

Un fattore che ha probabilmente contribuito a mantenere questa segmentazione dei mercati azionari è l'attuale mancanza di una infrastruttura di negoziazione integrata che copra l'intera area della UEM. Vi sono stati numerosi tentativi di istituire una piattaforma unificata che consenta agli investitori interni ed esterni all'area di contrattare senza soluzione di continuità azioni di società europee mediante accordi bilaterali o multilaterali fra le borse nazionali esistenti. Il progetto più ambizioso prevede un'alleanza fra sei delle maggiori borse dell'area dell'euro, assieme alle piazze di Londra e di Zurigo, con l'obiettivo di creare un mercato paneuropeo dei titoli più capitalizzati e trattati. L'intenzione è di cominciare con iniziative limitate, come l'armonizzazione dell'orario di apertura, per poi costituire progressivamente un'infrastruttura comune di negoziazione, nonché meccanismi di regolamento e di compensazione uniformi. Migliorando la liquidità del mercato e riducendo i costi di trattamento delle operazioni, tale progetto aiuterebbe i mercati azionari europei a realizzare appieno le loro potenzialità e raggiungere dimensioni commisurate all'economia dell'area (tabella VII.3). Tuttavia, i progressi sono stati finora più lenti di quanto inizialmente previsto. L'intesa su un'architettura comune è ostacolata dalle ambizioni dei singoli partecipanti e dalla riluttanza a modificare regole e procedure consolidate. La delusione per gli scarsi progressi e le crescenti pressioni concorrenziali esercitate da vari sistemi di contrattazione elettronica di nuova creazione hanno indotto alcune borse a ricercare una più stretta collaborazione su scala minore. Gli esempi di maggiore rilievo sono le annunciate fusioni fra la London Stock Exchange e la Deutsche Börse da un lato, e fra le borse di Parigi, Amsterdam e Bruxelles dall'altro. Mentre la fusione anglo-tedesca creerà la seconda borsa del mondo per capitalizzazione di mercato, l'altra darà origine a un importante concorrente in Europa. Si prevede che in una fase successiva altre borse europee aderiscano a queste due alleanze.

Progressi gradualmente
verso una borsa
paneuropea

Consolidamento nel settore finanziario

L'euro ha avuto un ruolo centrale nel rimodellare l'intermediazione finanziaria nell'area della UEM e nella sua periferia, rafforzando i fattori che stimolano il processo di consolidamento in atto da qualche tempo nei settori degli enti creditizi e degli intermediari non bancari. Esso ha infatti rimosso le barriere economiche all'offerta transnazionale di servizi finanziari entro l'area della moneta unica, aumentando così le potenzialità di crescita e di diversificazione che si offrono alle banche dei paesi partecipanti. L'euro ha inoltre rinvigorito la tendenza alla creazione di aziende di più ampie dimensioni in grado di beneficiare appieno delle maggiori economie di scala rese possibili dal progresso tecnologico.

L'euro rafforza la
tendenza al
consolidamento ...

Al tempo stesso, la moneta unica ha intensificato la concorrenza, quantomeno nel mercato all'ingrosso, accrescendo l'incentivo a creare istituzioni capaci di competere efficacemente su scala paneuropea nell'offerta di servizi bancari alle imprese.

Il processo di consolidamento nel settore finanziario europeo ha subito un'accelerazione in vista dell'introduzione della nuova moneta, ed è poi proseguito a ritmo incessante. L'ondata di fusioni ha raggiunto anche i paesi situati alla periferia dell'area dell'euro, in parte per ragioni di affinità, e in parte nella prospettiva di un futuro ingresso nella UEM. Tuttavia, le concentrazioni aziendali nel settore finanziario, pur avendo spesso interessato diversi comparti, sono rimaste in gran parte confinate al territorio nazionale. A livello internazionale prevalgono invece le alleanze strategiche, sovente potenziate dall'acquisizione di partecipazioni minoritarie non di controllo.

... per lo più a livello nazionale

Vi sono vari fattori che possono spiegare questa preferenza per le fusioni a dimensione nazionale. Una ragione è che esse offrono più evidenti opportunità di riduzione dei costi mediante lo sfolto della rete di sportelli e il taglio di capacità ridondanti. Un altro importante fattore è che tali operazioni presentano di regola meno complicazioni sul piano dei conflitti di cultura aziendale e manageriale fra le due istituzioni fuse, una delle più frequenti cause di insuccesso. Un terzo motivo risiede nel fatto che una forte presenza nazionale è vista come il presupposto per la riuscita di alleanze internazionali, in quanto rafforza la posizione negoziale dell'istituzione. I dati mostrano inoltre che le economie di scala sono maggiori nell'attività all'ingrosso, che si presta meglio a essere accentrata, rispetto al settore al dettaglio, dove la presenza

Fusioni e acquisizioni nel settore finanziario dell'area dell'euro ¹										
	Stesso paese		Altro paese euro		Altro paese non euro		Totale		In percentuale ²	
	Numero	Valore ³	Numero	Valore ³	Numero	Valore ³	Numero	Valore ³	Numero	Valore ³
Fra banche										
1998	7	8 445	1	147	12	13 787	20	22 379	12,7	13,0
1999	9	41 242	4	9 465	15	7 495	28	58 202	15,9	34,2
2000 ⁴	3	4 528	0	0	5	11 654	8	16 182	26,7	62,0
Fra banche e imprese finanziarie non bancarie										
1998	4	28 604	1	646	3	897	8	31 147	24,2	37,9
1999	3	20 816	1	800	12	4 130	16	25 746	20,8	56,4
2000 ⁴	8	4 768	1	1 631	4	653	13	7 052	48,1	39,1
Fra imprese finanziarie non bancarie										
1998	6	7 299	2	7 974	7	1 201	15	16 474	11,8	13,8
1999	11	15 508	4	378	19	21 888	34	37 774	15,7	40,7
2000 ⁴	4	5 071	1	9	5	454	10	5 534	23,3	18,8

¹ La società acquirente oppure la società acquisita risiede nell'area dell'euro. Unicamente operazioni compiute o in corso; volumi alla data di annuncio. ² Sul totale delle fusioni e acquisizioni in tutti i paesi. ³ In milioni di dollari USA. ⁴ Dal 1° gennaio al 10 aprile.

Fonte: Bloomberg. Tabella VII.4

Struttura di costo nel settore bancario						
	Numero di sportelli per 1000 abitanti			Occupati per \$1 000 di attivo		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
Stati Uniti	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Giappone ¹	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Area dell'euro ²	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 ³

¹ Per l'indice degli occupati, soltanto banche commerciali. ² Per l'indice degli occupati, soltanto Germania, Francia, Italia, Belgio, Paesi Bassi e Spagna. ³ 1997.
Fonte: statistiche nazionali. Tabella VII.5

locale è essenziale. In questo senso, quanto si è potuto osservare finora è verosimilmente soltanto il primo stadio di questo processo di consolidamento, cui è destinata a seguire una fase più orientata verso la dimensione internazionale.

Quadro regolamentare e di vigilanza

Un quadro che
contempera
armonizzazione
con decentra-
mento ...

La creazione di un mercato unico dei servizi finanziari nell'Unione europea figurava già tra gli obiettivi del Trattato di Roma del 1957. Le sole forze di mercato non sono tuttavia riuscite a superare gli ostacoli giuridici, regolamentari e pratici alla prestazione di servizi su base transnazionale. Riconoscendo le difficoltà insite nella realizzazione di una piena armonizzazione delle normative nazionali, l'Unione ha adottato un approccio fondato sui principi del mutuo riconoscimento dei quadri regolamentari esistenti – fatti salvi livelli minimi di armonizzazione essenziale – e del controllo dello Stato membro di origine. Tale approccio ha agevolato l'adozione di una legislazione fondamentale. Nel contempo, esso ha creato un assetto normativo in cui elementi comuni coesistono con altri rimasti sotto il controllo nazionale e quindi potenzialmente diversi da un paese all'altro. Questa miscela di armonizzazione e decentramento è ancora più evidente nella UEM, in cui la conduzione della politica monetaria è interamente accentrata mentre la salvaguardia della stabilità finanziaria resta in larga misura di competenza nazionale.

... ha implicazioni
per la
concorrenza ...

In un mercato privo di distorsioni concorrenziali, istituzioni analoghe devono poter avere pari opportunità di accesso e sostenere in pari misura i costi connessi con il quadro regolamentare e di vigilanza e con i meccanismi di gestione delle crisi. Il mantenimento di un sistema in cui il controllo su importanti componenti di questo quadro resta decentrato induce a interrogarsi sulle eventuali implicazioni in termini di parità concorrenziale nell'Unione europea. Accrescendo l'integrazione del contesto economico in cui operano le istituzioni finanziarie della UE, l'avvento dell'euro ha messo in risalto gli effetti distorsivi che le differenze tra gli elementi ancora decentrati potrebbero avere sulla concorrenza.

... e la stabilità
finanziaria

La decisione di lasciare alle autorità nazionali gran parte delle competenze in materia di salvaguardia della stabilità finanziaria ha inoltre sollevato interrogativi sui meccanismi più adeguati per il conseguimento di tale finalità nell'insieme dell'area dell'euro. Questi interrogativi riguardano in particolare le conseguenze

del decentramento per l'equilibrio tra gli incentivi che influiscono sulle decisioni delle autorità competenti e i mezzi di tutela della stabilità a disposizione delle stesse in un contesto economico sempre più internazionale. Si tratta di aspetti che hanno acquisito ulteriore rilevanza alla luce della maggiore integrazione economica promossa dall'euro.

Tra il mantenimento di pari condizioni concorrenziali e la salvaguardia della stabilità finanziaria esiste un rapporto più stretto e complesso di quanto possa apparire a un primo esame. L'esperienza insegna che le distorsioni nella concorrenza possono minare la stabilità inducendo l'assunzione di rischi eccessivi. D'altro canto, i vincoli all'erogazione di aiuti alle aziende in dissesto, introdotti per evitare disparità di trattamento, potrebbero in taluni casi rendere più difficile un'efficace gestione delle crisi finanziarie.

Assetto attuale

Dalla sua adozione con la Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario, il principio del "controllo dello Stato membro di origine" costituisce parte integrante dei principali interventi normativi intesi a promuovere il mercato unico dei capitali. Tale principio rappresenta anche un elemento importante dell'architettura della UEM. Fatto salvo un livello minimo di armonizzazione dei requisiti prudenziali, esso affida la vigilanza consolidata a livello mondiale su un ente creditizio della UE all'"autorità competente" dello Stato membro in cui l'ente ha la sua sede sociale. Quest'ultima riceve dalle controparti dello Stato membro ospitante tutte le informazioni di cui ha bisogno. Le norme per l'esercizio dell'attività sono invece di competenza dello Stato membro in cui vengono prestati i servizi.

Il ricorso al controllo dello Stato membro di origine ...

Ancor prima dell'introduzione dell'euro, questo principio fondamentale ha costituito la base per lo sviluppo di una complessa rete collaborativa fra le autorità regolamentari e di vigilanza. La cooperazione e lo scambio di informazioni tra gli Stati membri sono stati assicurati in parte bilateralmente, attraverso protocolli d'intesa, e in parte a livello della UE, mediante il Comitato consultivo bancario e il Gruppo di contatto. Le autorità comunitarie di vigilanza dei mercati assicurativo e mobiliare si sono avvalse di strutture parallele di coordinamento. Una grande eterogeneità contraddistingue il panorama dei sistemi nazionali di vigilanza sul settore finanziario: oltre al numero di autorità competenti – da un organo unico a più enti responsabili dei diversi settori – varia anche il grado di coinvolgimento delle rispettive banche centrali. A una determinata istanza comunitaria, organizzata per settore, corrispondevano pertanto più autorità nazionali con competenze intersettoriali. In ogni caso, le strutture formali in cui si riuniscono gli organi di vigilanza dei tre settori sono solo di recente costituzione e, in linea con la prassi corrente in molti Stati membri, hanno una natura più consultiva che decisionale.

... pone l'accento sul coordinamento

Se si eccettua l'accentramento della conduzione della politica monetaria, finora l'euro non ha modificato gli elementi essenziali del quadro delineato. Il Trattato di Maastricht assegna all'Eurosistema il ruolo di contribuire "a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario". La vigilanza, pertanto, continua a essere esercitata dalle

Con la UEM nasce l'Eurosistema

autorità degli Stati membri nel contesto di un regime che lascia coesistere le notevoli differenze nazionali in termini di modalità operative e competenze dei vari organi, e rinuncia a un'ulteriore armonizzazione. Benché il Trattato non precluda l'assegnazione alla BCE di talune responsabilità in materia, è stato deciso di non avvalersi di questa possibilità nella fase attuale. Il Trattato affida all'Eurosistema anche la sorveglianza sui sistemi di pagamento, rafforzando così il sostegno normativo a talune politiche delle banche centrali nazionali in questo campo. Infine, in linea con l'esigenza di un maggiore coordinamento, il Comitato per la vigilanza bancaria del SEBC riunisce ora le autorità responsabili dei controlli sulla stabilità finanziaria e della sorveglianza sui sistemi di pagamento con gli organi nazionali competenti per il settore creditizio.

Armonizzazione minima dell'assicurazione dei depositi

Una parziale armonizzazione dei sistemi di garanzia dei depositi è stata introdotta dalla Direttiva 94/19/CE, che ha sancito l'obbligatorietà degli stessi in tutti gli Stati membri e ha stabilito una copertura *minima* uniforme nella misura di €20 000 per depositante. La Direttiva concede in ogni caso ai singoli Stati la facoltà di offrire livelli di copertura superiori, mentre non disciplina vari altri aspetti di tali sistemi, ivi compresi quelli relativi alla gestione e al finanziamento.

Procedure di liquidazione ...

Per quanto concerne le politiche rivolte alle istituzioni in gravi difficoltà finanziarie, il processo di armonizzazione delle procedure e delle norme in materia di riorganizzazione e liquidazione non è molto avanzato. Continuano a prevalere il principio del controllo dello Stato membro d'origine e le disposizioni nazionali. La disciplina legale delle acquisizioni societarie e del mercato mobiliare, che può incidere in misura significativa sull'efficacia di soluzioni del settore privato per le istituzioni in dissesto, varia notevolmente da uno Stato membro all'altro. Ne consegue l'assenza di uniformità a riguardo dei diritti connessi alle azioni e dei poteri conferiti ai consigli di amministrazione e agli azionisti. Nei limiti stabiliti dalle norme comunitarie sulla libera circolazione dei capitali, le autorità nazionali mantengono discrezionalità quanto all'esame delle acquisizioni bancarie nel contesto delle loro competenze di salvaguardia della stabilità finanziaria.

... e sostegno finanziario ...

Il ricorso a fondi pubblici per il salvataggio di un ente creditizio è disciplinato dalle norme della UE in materia di aiuti di Stato. Pur riconoscendo la natura particolare del settore bancario, la Commissione europea ritiene che il diritto comunitario definisca con chiarezza il criterio delle "pari condizioni di concorrenza" e che quindi l'erogazione di un sostegno finanziario statale debba essere sottoposta al suo esame. L'uso di fondi della banca centrale nella gestione di una crisi rientra nella funzione di Sostegno Finanziario d'Emergenza (SFE). Né il Trattato di Maastricht né lo Statuto del SEBC conferiscono esplicitamente alla BCE il mandato di fornire assistenza diretta d'emergenza alle singole istituzioni finanziarie. Tale compito è implicitamente affidato alle banche centrali nazionali, giacché il Trattato demanda alle autorità degli Stati membri il presidio della stabilità finanziaria. Accordi successivi hanno concretizzato questo principio fondamentale (si veda oltre).

... di competenza nazionale

Realizzazione della parità concorrenziale

Analogie con il sistema USA ...

Nel valutare la misura in cui gli attuali meccanismi a garanzia della stabilità finanziaria nell'Unione europea potrebbero avere effetti distorsivi sulla concorrenza,

Copertura dei sistemi di garanzia dei depositi ¹				
	Copertura per depositante		Finanziamento	Gestione ²
	in euro	in % del PIL pro capite		
Germania	20 000 ³	85,4	sì ⁴	privata ³
Francia	60 980	276,6	no	privata
Italia	103 291 ⁵	559,5	no ⁶	privata
Spagna	15 000 ⁷	113,5	sì	congiunta
Paesi Bassi	20 000	90,1	no	congiunta
Belgio	15 000 ⁷	68,4	sì ⁸	congiunta
Austria	18 895	80,6	no ⁹	privata
Portogallo	15 000 ¹⁰	156,1	sì ¹¹	pubblica
Finlandia	25 228	113,4	sì	privata
Irlanda	15 000 ¹²	73,3	sì	pubblica
Lussemburgo	15 000 ⁷	40,6	no	privata
Regno Unito	22 222 ¹³	105,0	sì ¹⁴	pubblica
Svezia	26 349	109,9	sì	pubblica
Danimarca	42 000	143,5	sì	pubblica
Grecia	20 000	193,8	sì	congiunta
UE ¹⁵	20 000 ¹⁶	99,1	. ¹⁷	. ¹⁸
Stati Uniti	85 708	296,6	sì	pubblica
Giappone	60 853 ¹⁹	226,0	sì	congiunta
Canada	33 220	186,5	sì	pubblica
Svizzera	20 000	56,8	no	privata

¹ Vigente a fine 1998. ² Del sistema: da parte dello Stato (pubblica), del settore (privata), o di entrambi (congiunta). ³ Per quasi tutte le banche, nella misura del 100%, fino a concorrenza del 30% del capitale sociale della banca. Coassicurazione ufficiale del 90% fino a €20 000. ⁴ Ove necessario per la copertura degli impegni del Fondo, è richiesto un aumento del contributo annuo nella misura massima del 200%. ⁵ 100% per i primi Lit 200 milioni (€103 291). ⁶ Sebbene l'impegno delle banche sia richiesto ex ante, il contributo viene versato ex post. ⁷ Fino a dicembre 1999; successivamente, €20 000. ⁸ Nel caso di riserve insufficienti le banche possono essere chiamate a pagare, se necessario ogni anno, un contributo addizionale straordinario nella misura massima dello 0,04%. ⁹ Il sistema prevede un meccanismo di garanzia attivabile al verificarsi dell'insolvenza. ¹⁰ 100% fino a €15 000; 75% da €15 000 a 30 000; 50% da €30 000 a 40 000. ¹¹ Il versamento dei contributi annui può essere sostituito in parte, entro il limite massimo legale del 75%, dall'impegno a versare l'importo dovuto al Fondo in qualunque momento se ne presenti la necessità. ¹² 90% fino a €15 000. ¹³ Nella misura del 90% dei depositi garantiti, fino a un massimo per depositante di £20 000 (o dell'equivalente in sterline di €22 222, se maggiore). ¹⁴ Oltre al contributo iniziale di £10 000 dovuto al rilascio dell'autorizzazione, ogni banca può essere chiamata a versare un importo massimo di £300 000 – calcolato in base all'ammontare dei depositi assicurati delle banche interessate – ogniqualvolta il Fondo scenda al disotto dei £3 milioni, nonché contribuzioni straordinarie non soggette a massimale ma ancora una volta rapportate ai depositi assicurati delle banche interessate. ¹⁵ Direttiva CE sui sistemi di garanzia dei depositi. ¹⁶ La copertura minima, posta originariamente a ecu 20 000, è stata convertita in euro a fine dicembre 1998 al cambio di 1 euro per 1 ecu. ¹⁷ Determinato dai singoli Stati membri. ¹⁸ La Direttiva prevede soltanto che ciascuno Stato membro assicuri l'istituzione e il riconoscimento ufficiale sul proprio territorio di uno o più sistemi di garanzia dei depositi. ¹⁹ Copertura integrale fino a marzo 2001.

Fonti: J. R. Barth, D. E. Nolle e T. N. Rice (1997) e FMI, citati in A. Prati e G. J. Schinasi, "Financial stability in European economic and monetary union", *Princeton Studies in International Finance No 86*, Princeton University, agosto 1999; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

risulta utile confrontarli con quelli statunitensi. Anche nel sistema adottato dagli Stati Uniti coesistono, in effetti, molteplici organi di regolamentazione e vigilanza del settore finanziario. Di fatto, per la differenziazione funzionale storicamente più rigorosa fra l'attività bancaria e quella mobiliare, negli Stati Uniti le autorità creditizie hanno competenze maggiormente circoscritte rispetto alle loro controparti in Europa, dove anche le società di intermediazione mobiliare sono

generalmente soggette a licenza bancaria. Questa caratteristica del sistema americano tende ad accentuare le differenze fra i due settori in termini di approccio regolamentare e di vigilanza. Esiste tuttavia una serie di meccanismi compensativi, quantomeno nel settore bancario, che tende a promuovere una maggiore uniformità di trattamento. Un sistema di rapido intervento correttivo impone in pratica alle autorità di vigilanza di conformare il loro operato in presenza di un deterioramento delle condizioni finanziarie di una banca. L'accentramento della funzione di prestatore di ultima istanza presso la Riserva federale assicura alle imprese bancarie condizioni omogenee di accesso al suo sostegno finanziario. Ai sensi della normativa nazionale, tutti gli enti creditizi sono tenuti a offrire la medesima copertura assicurativa sul valore nominale dei depositi; l'esistenza di un ente unico – la Federal Deposit Insurance Corporation – per l'erogazione di tale copertura ne garantisce la disponibilità a condizioni uniformi.

... ma anche importanti differenze ...

Siffatti meccanismi sono per lo più assenti nell'attuale quadro comunitario. Istituzionalizzando soltanto una copertura assicurativa minima, la Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi lascia spazio a una notevole dispersione dei livelli di tutela (tabella VII.6) senza introdurre altri elementi vincolanti – ad esempio in materia di premi assicurativi e modalità di finanziamento – in grado di controbilanciare tale dispersione. Non esiste un equivalente formale del sistema di intervento rapido che disciplini nel dettaglio il ruolo degli organi di vigilanza in caso di dissesto di un'istituzione, né sono state armonizzate le condizioni di accesso al rifinanziamento delle banche centrali. Le restrizioni agli aiuti di Stato riducono in effetti la discrezionalità degli organi nazionali nel vaglio delle operazioni di fusione e acquisizione e nella liquidazione delle istituzioni insolventi. Nondimeno, il quadro esistente lascia ancora un notevole margine di manovra in funzione delle esigenze nazionali.

... dagli effetti potenzialmente distorsivi

Risulta ovviamente difficile valutare la misura in cui le differenze tra gli Stati membri influiscono sulle condizioni della concorrenza. In primo luogo l'effetto di tali differenze non va considerato in modo frammentario, bensì nel contesto dell'architettura generale delle disposizioni e delle prassi effettive. In ogni caso, le misure che la Commissione europea ha già adottato o è in procinto di adottare in materia di aiuti di Stato agli enti creditizi evidenziano una maggiore sensibilità nei confronti del loro impatto potenziale. Per il futuro, tale impatto sembra destinato ad aumentare. Ciò è parzialmente ascrivibile all'introduzione dell'euro, che ha accresciuto la trasparenza e fornito un nuovo slancio all'integrazione dei mercati. Più in generale, tuttavia, la progressiva armonizzazione di ulteriori elementi del quadro regolamentare comunitario renderà relativamente più significativo il vantaggio concorrenziale risultante dagli aspetti che restano di competenza dei singoli Stati membri. Esempi evidenti sono rappresentati dalle notevoli differenze in termini sia di competenze e modalità operative degli organi di vigilanza nazionali sia di configurazione delle reti di sicurezza.

Salvaguardia della stabilità finanziaria

I quesiti sollevati in rapporto ai meccanismi vigenti a garanzia della stabilità finanziaria nell'area dell'euro sono principalmente da ricondurre all'assegnazione di responsabilità e allo scambio di informazioni fra le autorità competenti.

Inizialmente, le critiche alla disciplina del SFE si sono concentrate sulle ambiguità del Trattato circa i canali attraverso i quali gli aiuti eventualmente necessari vengono erogati e la relativa ripartizione delle responsabilità. Nel periodo sotto rassegna gli interventi delle autorità hanno tuttavia chiarito che la responsabilità del SFE nei confronti delle singole istituzioni è assegnata alle autorità nazionali competenti secondo l'ordinamento dei rispettivi paesi, mentre l'Eurosistema resta responsabile della gestione della liquidità generale mediante operazioni monetarie. Particolari caratteristiche tecniche dei meccanismi hanno agevolato tale distinzione. In primo luogo, nella UEM vi è una ben definita linea di separazione fra il SFE, da un lato, e le operazioni monetarie, dall'altro, data la presenza di schemi di finanziamento attivabili su iniziativa delle controparti e di una serie predeterminata di garanzie collaterali ammissibili. L'assistenza d'emergenza inizia dove si fermano le operazioni normali. Ciò contrasta con le disposizioni presenti in taluni altri paesi, quali gli Stati Uniti, in cui il credito di fine giornata viene concesso a discrezione delle autorità mediante lo stesso canale utilizzato per fornire un SFE. Per giunta, l'offerta relativamente abbondante di garanzie e l'accesso allargato agli schemi di finanziamento dell'Eurosistema rendono più ampio che altrove il margine disponibile prima che sia tecnicamente attivato il sostegno d'emergenza. In secondo luogo, il fatto che gli obiettivi operativi della politica monetaria siano nella sostanza definiti in termini di tassi d'interesse a breve invece che in livelli specifici di riserve concede un grado di libertà leggermente maggiore alle banche centrali nazionali. Nella fattispecie, se alle difficoltà finanziarie si aggiungono variazioni della domanda di riserve a livello locale o anche aggregato, l'Eurosistema può gestirle senza modificare l'indirizzo della politica monetaria purché i tassi d'interesse basilari restino sotto controllo. I meccanismi per lo scambio tempestivo di informazioni nell'ambito del Consiglio direttivo della BCE, responsabile ultimo delle decisioni di politica monetaria, consentono di tenere in debita considerazione le conseguenze dell'operato nazionale su tale politica.

Il sostegno d'emergenza è soltanto uno fra i vari strumenti utilizzabili per trattare le situazioni di crisi delle singole istituzioni, che vanno dal semplice squilibrio di tesoreria all'insolvenza. Più in generale ci si chiede se in determinati casi l'assegnazione di questa funzione più ampia alle autorità dello Stato membro di origine possa creare problemi. È lecito ipotizzare che in particolari circostanze ciò possa generare incentivi non pienamente compatibili con le esigenze di stabilità dell'area nel suo insieme. Un esempio a questo proposito è rappresentato da quelle istituzioni che rivestono importanza sistemica soltanto al di fuori del mercato nazionale oppure che hanno più di un mercato "nazionale" per la portata geografica della loro attività e magari anche per il loro assetto proprietario. In assenza di adeguati meccanismi di condivisione degli oneri, tali circostanze potrebbero complicare l'elaborazione tempestiva di una risposta ufficiale e persino indurre una certa propensione all'immobilismo. Nondimeno, scenari di questo tipo presuppongono un grado di integrazione finanziaria verosimilmente superiore a quello finora raggiunto nell'area dell'euro.

Dalla graduale armonizzazione di aspetti importanti degli ordinamenti giuridici nazionali è legittimo attendersi una maggiore efficacia dei meccanismi basati sul mercato per la gestione delle situazioni di crisi finanziaria. Un comparto pct

Le ambiguità sulle competenze in materia di sostegno finanziario d'emergenza ...

... sono state chiarite

Decentramento potenzialmente problematico ...

... nei casi di intensa attività transnazionale

L'armonizzazione del quadro giuridico ...

a elevata liquidità potrebbe utilmente affiancare quello dei prestiti interbancari non garantiti, soprattutto nei periodi di tensione finanziaria in cui gli operatori sono particolarmente sensibili al rischio di credito. Con un'infrastruttura giuridica e negoziale comune, la cui assenza ha finora ostacolato lo sviluppo di un mercato transnazionale pct nell'area dell'euro, la necessità di ricorrere al sostegno d'emergenza delle banche centrali sarebbe verosimilmente ridotta al minimo. Analogamente, l'ulteriore armonizzazione delle normative nazionali in materia mobiliare e fallimentare, nonché delle procedure autorizzative previste per le operazioni di fusione e acquisizione, potrebbe agevolare la risoluzione dei dissesti finanziari mediante soluzioni "private" transnazionali.

... e una maggiore cooperazione fra le autorità di vigilanza sono requisiti essenziali

In ogni caso, non vi è alcun dubbio che la maggiore integrazione finanziaria promossa dalla moneta unica rende ancora più importante l'esistenza di meccanismi per lo scambio di informazioni fra le autorità responsabili del controllo sulla stabilità finanziaria. L'accesso a informazioni accurate e tempestive è necessario sia per l'individuazione precoce di potenziali vulnerabilità, e quindi per l'adozione di misure preventive, sia per la valutazione della portata e dell'entità delle tensioni una volta emerse. L'Eurosistema ha consentito di razionalizzare e potenziare i meccanismi esistenti. Vi è tuttavia spazio per migliorare il funzionamento pratico dei dispositivi attuali, soprattutto in materia di comunicazioni e collaborazione fra organi di vigilanza di settori diversi a livello internazionale, cooperazione fra i suddetti organi e le banche centrali, convergenza delle pratiche di vigilanza.

In prospettiva è difficile prevedere l'evoluzione del quadro di salvaguardia della stabilità finanziaria. Molto dipenderà dal ritmo dell'integrazione finanziaria, dall'efficacia dei dispositivi esistenti – se e quando verranno messi alla prova – e dagli andamenti nel contesto politico più ampio. L'attuale equilibrio fra accentrato e decentrato è unico nella sua specificità. Nondimeno, con l'avvicinarsi del difficile obiettivo di un vero mercato unico, le forze in atto dovrebbero tendere a spostare tale equilibrio verso un maggiore accentrato o una più completa armonizzazione pur con tempi e modalità ancora poco prevedibili.