

UN'ALTRA EUROPA CON WEIDMANN. MANIFESTO PER IL DOPO-DRAGHI

Il governatore della Bundesbank a tutto campo. Non può saltare il legame tra azioni e responsabilità degli stati. Renzi dice "no ai burocrati di Bruxelles", ma allora quale federazione fiscale vuole?

di Jens Weidmann

L'Unione monetaria in inglese è denominata European monetary union, abbreviato "Emu". Tommaso Padoa-Schioppa, uno dei padri fondatori dell'Unione monetaria, ha una volta osservato quanto sia estremamente adeguata tale denominazione. Poiché come il suo omonimo australiano - l'emu - anche l'Unione monetaria non può correre all'indietro. Dicendo questo intendeva due cose: la prima, che secondo lui l'Unione monetaria è irreversibile. La seconda, che la stessa costituisce a suo avviso "un ulteriore passo e un presupposto per ulteriori passi successivi verso una integrazione politica dell'Europa". Tommaso Padoa-Schioppa ha una volta definito l'euro anche come "moneta senza stato". Con ciò ha fatto riferimento alla concezione unica nel suo genere dell'Unione monetaria, che prevede una politica monetaria comune, ma non una politica economica e finanziaria unitaria.

Questa combinazione di una politica monetaria comune e di ormai 19 politiche economiche e finanziarie nazionali diverse e ampiamente autonome ha il potenziale per generare gravi problemi. In un certo senso tale costellazione è soggetta alla problematica del bene comune come le risorse naturali dell'umanità. Del fatto che queste siano minacciate si è per esempio occupata in Italia nell'anno 2007 una commissione presieduta da Stefano Rodotà.

Se vogliamo meglio comprendere l'architettura della nostra moneta comune, dovremmo riflettere su ciò che nella teoria economica è noto come il problema dell'alimènda ovvero la tragedia dei beni comuni. Prendiamo come esempio il sovrassfruttamento delle risorse ittiche: il sovrassfruttamento da parte di un singolo pescatore riduce la disponibilità di pesci per altri pescatori e minaccia nel lungo periodo le risorse ittiche. E' pertanto nocivo per la comunità dei pescatori. Dal punto di vista

Per il presidente della Bundesbank la tragedia dei beni comuni vale per le risorse ittiche, ma anche per i debiti pubblici

del singolo pescatore è tuttavia allettante realizzare una pesca il più possibile cospicua senza riguardo per altri pescatori o per le generazioni future di pescatori.

Un fenomeno simile accade in relazione ai debiti sovrani in una unione monetaria. Un elevato indebitamento pubblico a livello nazionale può risultare allettante agli occhi del singolo paese, tuttavia è nocivo per l'area dell'euro nel suo complesso. Poiché un incremento del debito in un singolo stato membro può determinare un innal-

zamento dei tassi di interesse a lungo termine per tutti gli stati dell'Eurozona. E qualora l'indebitamento eccessivo di uno stato minacci la stabilità finanziaria, ciò può far sprofondare l'intera area dell'euro e per questo motivo gli stati membri potrebbero vedersi costretti ad assumersi la responsabilità per i debiti dello stato in questione. Questo tuttavia porterebbe alla caduta di un importante pilastro dell'Unione monetaria - il principio di responsabilità. L'indebitamento eccessivo degli stati membri può in tal caso anche indurre a esercitare pressione sulla politica monetaria, affinché essa ridimensioni il suo mandato di garante della stabilità dei prezzi a favore di una politica monetaria orientata a garantire la solvibilità degli stati - gli economisti la definiscono come dominanza fiscale.

Una "moneta senza stato" necessita pertanto di regole che coordinino le politiche nazionali, questo lo sapevano anche i padri fondatori dell'Unione monetaria. Per questo motivo oltre al patto di stabilità e crescita appartengono alle norme di coordinamento dell'Unione monetaria anche il principio del "non salvataggio finanziario" e il divieto del finanziamento monetario del settore pubblico.

Al fine di garantire la solidità dell'Unione monetaria il quadro normativo di Maastricht prevede stretti limiti alla solidarietà finanziaria tra gli stati membri.

In questo contesto un comportamento solidale consiste pertanto soprattutto nell'assumersi le proprie responsabilità e nel non rendere responsabili gli altri delle conseguenze delle proprie decisioni.

Inoltre, ciò che dovrebbe garantire la disciplina delle politiche di bilancio per mezzo dei mercati finanziari è quanto segue: chi accumula debiti più elevati rispetto ad altri, deve pagare per questo anche interessi più elevati sui mercati dei capitali.

Come tutti sanno, le norme di coordinamento basate sul principio della responsabilità dei singoli stati non sono state tuttavia in grado di prevenire gli sviluppi negativi nell'area dell'euro.

I problemi finanziari dei singoli stati hanno minacciato durante la crisi la stabilità dell'Unione monetaria nel suo insieme. Perciò con il Meccanismo europeo di stabilità (Mes) è stato creato uno strumento per mezzo del quale possono essere concessi aiuti finanziari agli stati membri che si trovino in difficoltà.

In questo modo è stato possibile evitare il peggio. Allentando, invece, in misura rilevante il principio del "non salvataggio finanziario", si generano nuovi e gravi problemi di natura economica e politica.

Poiché, nella misura in cui gli stati possono ricorrere ad aiuti finanziari, si amplia il problema del dissolversi del legame tra azioni e responsabilità. Ciò contraddice il principio economico fondamentale, in base

al quale coloro che decidono si assumono anche la responsabilità per le conseguenze di tali decisioni. A questo si aggiunge che, se gli stati non si vedono in grado di ripagare gli aiuti finanziari ricevuti, ciò può ge-

Una moneta senza stato è condannata nel lungo termine a perire, come credevano Padoa-Schioppa e Kohl? Non è detto

nerare tensioni politiche - come tra l'altro i vincoli agli aiuti finanziari, che hanno lo scopo di ristabilire l'autonomia finanziaria degli stati riceventi tali aiuti. Questi vincoli spesso vengono vissuti come una introduzione eccessiva nella sovranità nazionale.

Dunque una moneta senza stato nel lungo periodo è forse soggetta alle crisi e caratterizzata da instabilità, come sosteneva chiaramente anche l'ex cancelliere federale Helmut Kohl? Nella sua dichiarazione di governo in occasione della conferenza di Maastricht affermò: "La storia recente, e non solo quella tedesca, ci insegna quanto sia anomala l'idea che sia possibile mantenere in modo duraturo un'unione economica e monetaria senza un'unione politica". Anche il ministro dell'Economia italiano, Pier Carlo Padoan, di recente ha usato argomenti molto simili: "Una unione monetaria più forte necessita di forti istituzioni comunitarie". Dunque, un'unione monetaria necessita a lungo termine effettivamente di un'unione politica? L'approccio di coordinamento decentralizzato così come esso è sancito dai Trattati europei è fallito? E la solidarietà finanziaria è realizzabile senza indebolire gli incentivi per solide politiche di bilancio all'interno dell'Unione monetaria? Vorrei rispondere a queste domande. Vorrei tuttavia iniziare con la questione in merito al contributo che la politica monetaria può dare alla stabilità dell'Unione monetaria.

Politica monetaria

Una moneta stabile è un bene per tutti - e questo per vari motivi. Stabilità dei prezzi significa che, con il reddito di oggi si è in grado di far fronte anche alle spese di domani. Rende pianificabile anche il provvedere alla pensione. Dal punto di vista economico è inoltre importante che una moneta stabile permetta alle imprese di calcolare i costi e i ricavi dei loro investimenti. Maggiori sono le oscillazioni di valore della moneta, tanto più insicuri divengono gli investimenti e tanto più bassa diventa la crescita nel lungo periodo.

Proprio per tutti questi motivi gli stati membri dell'Unione monetaria hanno optato per una Banca centrale indipendente e unicamente vincolata al mandato di stabilità dei prezzi a perfetta immagine e somiglianza della Bundesbank. E con un tas-

so di inflazione medio dell'1,5 per cento dalla data della sua costituzione fino a oggi ha registrato all'incirca il medesimo successo in relazione alla stabilità dei prezzi.

Inoltre una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi ha un altro effetto positivo: in caso di shock sulla domanda stabilizza la situazione economica. Poiché una domanda debole attenua non soltanto la congiuntura, ma anche la pressione sui prezzi. La Banca centrale reagisce con una politica monetaria espansiva e rende stabile non solo il tasso di inflazione, ma anche i risultati economici. E se la politica monetaria innalza i tassi di interesse a seguito dell'aumento dei prezzi, essa allo stesso tempo previene un surriscaldamento congiunturale.

La politica monetaria nell'area dell'euro ammortizza gli shock – tuttavia soltanto nel caso in cui si tratti di shock congiunturali e non di problemi strutturali, e nel caso in cui questi shock influenzino in maniera sensibile l'Unione monetaria nel suo insieme.

Osserviamo la situazione attuale: anche se l'economia cresce, la pressione sui prezzi è bassa. Un orientamento espansivo della politica monetaria nell'area dell'euro è quindi più che appropriato. Tuttavia la crescita insoddisfacente non è esclusivamente il risultato di una minore domanda: le conseguenze economiche negative della crisi non sono ancora state completamente superate, aspetto tra l'altro confermato dal tasso di disoccupazione ancora troppo alto e la disoccupazione nell'area dell'euro era già troppo alta anche prima della crisi. Segno questo, che una parte significativa dei problemi economici dell'area dell'euro sono di natura strutturale e non congiunturale. La media del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro tra il 1999 e il 2007 era pari all'8,7 per cento - e questo nonostante che gli eccessi sui mercati immobiliari in alcuni stati dell'Eurozona avessero gonfiato l'attività edilizia e di conseguenza l'occupazione nel settore edile.

Per questo motivo in Europa sono importanti le riforme come il Jobs Act italiano, che abbattono le barriere alle assunzioni, al fine di creare nuovi posti di lavoro. Ma sono necessarie anche altre riforme strutturali - sia a livello dei singoli stati membri, sia a livello europeo. L'obiettivo di tali riforme deve essere quello di raggiungere a lungo termine conti pubblici solidi e strutture economiche competitive. In alcuni stati devono poi essere create ancora strutture di base, come per esempio una amministrazione funzionante e affidabile, una giustizia certa e veloce e un apparato statale più efficiente nel suo complesso.

In alcuni stati dell'Eurozona un elevato indebitamento delle famiglie e delle imprese, nonché gli alti livelli di crediti deteriorati, frenano a loro volta le attività economiche nel loro complesso e in particolare gli investimenti e la concessione dei crediti. Con il nuovo strumento rappresentato dal Fondo nazionale di risoluzione creato per assorbire i crediti in sofferenza, anche

l'Italia ha intrapreso la giusta strada. Non è soltanto l'elevato indebitamento privato a rallentare la crescita. Un eccessivo indebitamento pubblico rappresenta

anch'esso un forte freno alla crescita, lo dicono studi empirici come quelli di Cecetti, Mohanty e Zampolli. E anche uno sguardo agli stati dell'Eurozona evidenzia questo aspetto. Altrimenti gli stati con un elevato indebitamento sarebbero di regola le locomotive della crescita - ma non lo sono.

Ecco perché occorre adottare misure per risolvere il problema dei debiti pubblici alti di molti stati dell'Eurozona. L'indice di indebitamento nell'area dell'euro, con quasi il 91 per cento, è oggi più alto di oltre 25

La sovranità degli stati membri può essere mantenuta, ma allora vanno rispettate anche le

responsabilità di ciascuno

punti percentuali rispetto al periodo m-

Da una parte è un dato di fatto che nel

Da una parte è un dato di fatto che molti stati dell'Eurozona a seguito della crisi del debito sovrano abbiano ridotto sensibilmente i loro deficit di bilancio - e qui va sottolineato il risultato notevole raggiunto dalla Grecia e dall'Irlanda con una riduzione del deficit annuo di dieci o più punti percentuali. Dall'altra parte la soglia del 3 per cento per il deficit di bilancio viene tuttavia spesso sfiorata. E sottraendo i miglioramenti congiunturali dai deficit di bilancio degli stati dell'Eurozona al netto della spesa per interessi, emerge da due o tre anni un andamento laterale o addirittura nuovamente in diminuzione dei rispettivi avanzi primari. La possibilità di ridurre velocemente i deficit strutturali creata dalla politica monetaria molto accomodante della Bce non è stata sfruttata. Ciò potrebbe diventare un problema per la sostenibilità del debito nel momento in cui il Consiglio della Bce debba intraprendere una politica monetaria più restrittiva per adempiere al suo mandato di garante della stabilità dei prezzi. E qui secondo me sussiste il pericolo che possa emergere un nuovo problema per l'Unione monetaria legato alla fiducia - e sorga una certa pressione affinché l'Eurosistema intervenga in luogo delle politiche fiscali.

Occorre intervenire anche sui mercati dei beni adottando misure orientate prevalentemente alla crescita. In alcuni stati europei ci sono regolamenti che limitano la crescita delle piccole imprese. E quando una impresa piccola e innovativa viene limitata nelle sue aspirazioni di crescita, anche ciò rappresenta un freno alla crescita.

Una prospera economia di mercato, che è innovativa e registra una elevata crescita della produttività, ha bisogno di una forte competitività. Ecco perché è importante tra le altre misure eliminare i limiti burocratici alla costituzione delle imprese. Tali limiti esistono in molti stati europei e so-

no piuttosto elevati. Ciò riguarda tra l'altro in particolare la Germania.

In particolare la Germania.
Per questo motivo il mercato comune europeo va ampliato anche ai prodotti digitali. Dagli attuali 28 mercati digitali l'Europa deve finalmente istituire un mercato digitale europeo comune.

Qui, come nel caso dell'unione dei mercati dei capitali, sarà la Commissione europea a tracciare il percorso da seguire. Mercati dei capitali ampi e sviluppati offrono alle imprese nuove fonti di finanziamento e in questo modo garantiscono una ulteriore crescita.

Con riferimento a queste riflessioni tre aspetti sono per me importanti.

Il primo: a mio avviso la crescita e la solidità dei conti pubblici non si escludono

I numeri dicono che gli stati non hanno fatto tesoro della politica accomodante della Bce per ridurre i deficit strutturali

l'un l'altra. Una politica di bilancio meno austera è sicuramente in grado di mettere in moto temporaneamente la crescita. Tuttavia una crescita duratura nel lungo periodo non può sorreggersi su una montagna di debiti in continuo aumento – la crisi del debito sovrano in Europa lo ha messo chiaramente in evidenza. Determinante è piuttosto un orientamento della politica di bilancio che incentivi la crescita, aspetto nuovamente sottolineato la scorsa settimana anche da Mario Draghi nell'ambito della conferenza stampa della Bce. Dunque l'accento deve essere posto non tanto sul volume della spesa quanto su un mirato design della politica di bilancio dal punto di vista delle entrate e delle uscite.

Il secondo: anche la politica monetaria è in grado di sostenere la congiuntura solo nel breve periodo. Tuttavia è impotente di fronte a una lenta crescita economica e a un alto tasso di disoccupazione strutturali. E dato che la politica monetaria si deve orientare alle necessità dell'intera area dell'euro, la stessa non può agire considerando le esigenze dei singoli stati membri.

A mio avviso è quantomeno problematico l'approccio di sostenere i singoli stati membri attraverso l'Eurosistema, acquistando ad esempio i titoli di stato di paesi in crisi. Poiché ciò offusca i confini tra la politica monetaria e la politica di bilancio e comporta il rischio di un trasferimento dei rischi di bilancio in capo ai bilanci delle banche centrali.

Il terzo: un più favorevole trend di crescita di lungo periodo comporterebbe anche una crescita dei tassi di interesse reali nel lungo periodo. Ciò darebbe alla politica monetaria maggior margine di manovra nell'innalzare i tassi di interesse. Questo farebbe venir meno agli investitori la preoccupazione per il persistere di uno scenario di bassi tassi di interesse. Quindi, al posto di ragionare su politiche monetarie sempre più accomodanti, dovremmo

piuttosto adottare misure sostenibili nel lungo periodo volte a favorire la crescita.

dissolversi del legame tra azioni e responsabilità.

Mentre le banche concedevano con facilità i crediti e in virtù della loro dimensione e importanza economica facevano affidamento sugli aiuti statali e dunque sul denaro dei contribuenti, gli stati dell'Eurozona traevano profitto dalla riduzione dei premi di rischio a seguito dell'introduzione dell'euro. Perlomeno fino allo scoppio della crisi del debito sovrano i mercati finanziari davano evidentemente per scontato che in caso di emergenza nell'area dell'euro ci sarebbe stata una solidarietà finanziaria. E come si è visto non si sbagliavano in questa valutazione.

Una vera unione fiscale europea potrebbe effettivamente ristabilire la giusta armonia tra le azioni e la responsabilità.

Certamente un'unione fiscale europea di per sé non è garanzia di solide decisioni di politica finanziaria, ma in questo modo si riuscirebbe a ridimensionare il problema dell'almènda. Poiché, fissando e facendo rispettare contingenti per banchi di pesca comuni vincolanti per ciascun pescatore, si assicurano le risorse ittiche nel loro complesso.

Il bail-in al posto del bail-out

Al fine di rendere in futuro le banche responsabili delle decisioni riguardanti gli investimenti e la concessione di crediti, sono ormai state adottate una serie di misure. Nell'area dell'euro esiste un istituto di vigilanza bancaria europea comune che ha il compito di garantire una sorveglianza delle banche egualmente rigorosa in tutti gli stati membri.

Innanzitutto le banche devono detenere un capitale più elevato e di migliore qualità per far fronte alle perdite. E se il loro capitale proprio non dovesse bastare per coprire le perdite saranno i creditori a dover farvi fronte. L'impiego del denaro dei contribuenti deve essere l'ultimissima mi-

lancio a livello europeo, ad esempio nella forma di una unione fiscale europea. Oppure gli stati continuano ad avere la sovranità sul bilancio, sopportando però anche le responsabilità per le conseguenze.

Una vera unione fiscale europea potrebbe effettivamente ristabilire la giusta armonia tra le azioni e la responsabilità.

Certamente un'unione fiscale europea di per sé non è garanzia di solide decisioni di politica finanziaria, ma in questo modo si riuscirebbe a ridimensionare il problema dell'almènda. Poiché, fissando e facendo rispettare contingenti per banchi di pesca comuni vincolanti per ciascun pescatore, si assicurano le risorse ittiche nel loro complesso.

Una ampia condivisione delle responsabilità tra gli stati dell'Eurozona senza il corrispettivo meccanismo di controllo comune rappresenterebbe invece un percorso sbagliato. Poiché ciò rafforzerebbe la tendenza presente in una unione monetaria ad accumulare debiti piuttosto che frenarla.

Questo è un punto sul quale ad esempio

Pier Carlo Padoan e io siamo di opinione diversa. Egli ritiene che "la condivisione dei rischi e delle responsabilità rappresentino forti incentivi a rispettare le regole e a prevenire comportamenti opportunistici". Su questo punto io non sarei tanto ottimista. Per la condivisione dei rischi e delle responsabilità prendiamo l'esempio dell'assicurazione per una bicicletta. Sostenendo la spesa dell'assicurazione si dovrebbe essere maggiormente indotti a parcheggiare la bicicletta sempre in cantina per prevenirne il furto. Di conseguenza diminuirebbero i furti di biciclette e i premi assicurativi diverrebbero sempre meno alti. Avviene tuttavia il contrario.

Quando ultimamente mi sono recato presso il mio rivenditore di biciclette di fiducia e ho chiesto di una assicurazione, mi sono spaventato. Poiché per una assicurazione che permetta la possibilità di parcheggiare la bicicletta la sera davanti alla porta di casa viene richiesto un premio assicurativo così alto da potersi permettere ogni tre anni una bicicletta nuova di zecca. Il premio assicurativo è molto più alto che nei contratti che prevedono la sola possibilità di parcheggiare le biciclette in ambienti chiusi.

In ultima analisi ci troviamo dunque di fronte al noto e vecchio problema del moral hazard, che ha fatto emergere con chiarezza la sua pericolosità nel contesto della crisi finanziaria. Problema tanto vecchio quanto il pensiero stesso delle assicurazioni. Molti contratti assicurativi con le loro clausole complicate e con le loro franchigie hanno proprio l'obiettivo di arginare il problema del moral hazard.

Di che tipo di trasferimento di sovranità parliamo esattamente nel caso di una unione fiscale?

Un esempio: Matteo Renzi l'anno scorso in occasione della presentazione del bilancio italiano ha dichiarato che la politica fiscale italiana viene fatta in Italia e che l'Italia non permette che essa venga dettata

Il ministro Padoan sostiene che la condivisione dei rischi in Europa incentiva il rispetto delle regole. Io non sono così ottimista

sura da adottare. In questo modo il rischio finanziario è in capo a coloro che mettono il capitale a disposizione delle banche percependo in cambio interessi e dividendi. E deve essere così, perché il governatore della Bank of England Mark Carney ha assolutamente ragione quando dice: "E' l'ora di porre fine all'epoca della privatizzazione dei profitti e della socializzazione delle perdite da parte delle banche".

Un capitale proprio più elevato e la normativa in materia di bail-in fanno sì che siano i proprietari e i creditori delle banche a sopportare eventuali perdite. In questo modo si incrementa anche la resistenza delle banche, e se una di loro dovesse comunque trovarsi in difficoltà, sarà minimizzato il rischio di contagio di altri istituti.

Due vie per un quadro fiscale sostenibile

Per la stabilità duratura dell'Unione monetaria non basta solo che, con riferimento alle banche, le azioni e le responsabilità per le conseguenze di tali azioni siano in capo ad un unico soggetto. Il principio deve essere applicato in futuro con maggiore intensità anche nell'ambito delle decisioni politiche nell'area dell'euro. In questo senso sono ipotizzabili due alternative. O gli stati trasferiscono sia il potere decisionale sia la responsabilità per le questioni di bi-

L'Europa aveva una disoccupazione alta anche prima della crisi. Perciò sono importanti riforme come il Jobs Act di Renzi

dai burocrati di Bruxelles.

In un'unione fiscale questo cambierebbe. Uno stato membro dovrà adempiere alle richieste di una autorità fiscale europea. In modo analogo nel caso di una assicurazione europea di disoccupazione deve essere un'istituzione europea a controllare le regole del mercato del lavoro.

Di conseguenza un'unione fiscale europea sarebbe il passo più grande nel processo di integrazione dall'introduzione dell'euro a oggi. Senza ampie modifiche ai Trattati europei e i referendum negli stati membri ciò non sarebbe raggiungibile. Ciò vale sia per un ministero delle finanze comune per l'area dell'euro dotato del proprio budget sia per un sistema che permetta interventi regolamentati nei bilanci nazionali. A mio avviso si tratta di ostacoli enormi. Al momento non vedo la volontà di superare questi limiti, né in Italia, né in Germania, né in altri paesi.

Volendo mantenere la sovranità degli stati membri nelle questioni di bilancio resta questa l'unica via da percorrere, ovvero quella di attribuire agli stati membri le responsabilità per le proprie azioni, così come sancito dal quadro normativo di Maastricht attualmente in vigore.

Il quadro di Maastricht, al fine di obbligare gli stati ad adottare politiche finanziarie ed economiche volte alla stabilità, prevedeva due meccanismi: regole per le politiche di bilancio e regolamento per il trame dei mercati finanziari. Come esposto, entrambi i meccanismi si sono dimostrati inefficaci.

Da quando esiste l'Unione monetaria le regole del patto di stabilità e crescita, sono state violate da parte di alcuni stati - tra i quali anche l'Italia - più spesso di quanto siano state oggetto di ossequio. E anche la Germania nel biennio 2003/2004 ha contribuito a indebolire la forza vincolante delle regole.

In reazione alla crisi le regole di bilancio sono state di conseguenza adeguate, tuttavia sono state rese anche più complicate dando alla Commissione un maggior grado di libertà nello svolgimento delle attività di controllo.

A mio avviso questo è problematico poiché la Commissione si trova in una situazione di conflittualità degli obiettivi: da un lato deve agire come garante dei Trattati e controllare l'applicazione delle regole. Dall'altro la Commissione è una istituzione politica chiamata a mediare tra gli interessi più diversi. Il risultato è che la Commissione tende continuamente a scendere a compromessi a danno del rispetto del bilancio, ad esempio prorogando di volta in volta la scadenza dei periodi di adeguamento per gli Stati in situazione di deficit. Una autorità fiscale europea, che assume il compito del controllo di bilancio attualmente di competenza della Commissione, sarebbe una soluzione a questo problema.

Per un approccio di coordinamento decentralizzato funzionante devono essere superate le discrepanze eclatanti dell'attuale quadro. Poiché le stesse annientano

il principio dell'assunzione della responsabilità e in questo modo indeboliscono gli incentivi ad una solida politica di bilancio.

E' vero che l'attuale Trattato Ue vieta il bail-out e il finanziamento monetario del settore pubblico, tuttavia i titoli di Stato nella regolamentazione sul capitale proprio per le banche vengono considerati a dispetto del Trattato come privi di rischio.

La crisi ha evidenziato quanto tale ipotesi fosse assurda. Per questo motivo i titoli di Stato nei bilanci delle banche devono essere coperti dal capitale proprio. Questo principio vale anche per i crediti emessi a favore dei privati. Tuttavia ritengo importante anche limitare i crediti concessi dalle banche ai singoli stati.

Affinché le banche non accumulino rischi di concentrazione, ovvero rischi così elevati che il venir meno di un singolo debitore possa portare la banca al fallimento, esse sono assoggettate al regime dei grandi fidi.

Tuttavia i titoli di Stato al momento non sono assoggettati al regime dei grandi fidi. Di conseguenza le banche spesso detengono titoli del proprio Stato per un valore superiore al totale del capitale proprio. Per questo motivo una ristrutturazione del debito pubblico attualmente porta con sé il pericolo di far fallire il sistema bancario dello Stato in questione. Adottando una regolamentazione adeguata e prevenendo in questo modo il rischio di concentrazione in relazione ai titoli di Stato, si riuscirebbe a dissolvere lo stretto legame tra banche e Stato, che durante la crisi si è dimostrato un accelerante di incendio.

Inoltre in caso di emergenza sarebbe possibile intraprendere il percorso della ristrutturazione del debito senza portare al fallimento il sistema finanziario. Questo stano soltanto le modifiche in merito alla fortifica la credibilità del principio di responsabilità - per gli Stati e anche per gli investitori.

Ponendo un limite all'ammontare di titoli di un singolo Stato che può essere detenuto da una banca, non significa automatica-

mente che la stessa detenga in portafoglio titoli di altri Stati fino al raggiungimento del rispettivo limite massimo. In questo modo la banca distribuisce il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni dovrà essere naturalmente introdotto con versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

bio. Questo tipo di regolamentazioni do-

vrà essere naturalmente introdotto con

versamente da quanto pianificato e lo stesso di transizione. E proprio perché il rischio. E acquistando titoli di altri Stati pianificato, i deficit verranno ridotti e il pollo dell'Eurozona non genera nel suo bilancio tenziale di crescita ampliato nonché ristante un incremento del rischio di cam-

be drasticamente la necessità di finanziabile. Anche in tal caso azioni e responsamenti mediante un possibile programma. A bilità devono andare di pari passo, aspettando si ricorrerebbe solo al fine di protetto al quale abbiamo fatto riferimento regolare nel tempo, facilitandoli, gli adeguamenti necessari nei conti pubblici, e non François Villeroi de Galhau e io in un intervento riportare i titoli di stato in scadenza con i crediti concessi dal Meccanismo europeo di stabilità.

Addio alla sovranità o regole più vincolanti

Un oratore dovrebbe esporre in maniera esauriente l'argomento senza tediare il pubblico. Ho senza dubbio abusato della Vostra pazienza. Giungo pertanto alle conclusioni.

Tommaso Padoa Schioppa una volta ha

Finché le banche detengono troppi bond dei propri stati, la garanzia comune sui depositi equivale a condividere rischi

descritto la nascita dell'euro dicendo: "Il percorso verso la moneta unica assomiglia ad una reazione a catena, nella quale ogni passo ha risolto un problema esistente facendone allo stesso tempo sorgere un altro, che a sua volta ha reso necessario un ulteriore passo".

La crisi ha dimostrato che con l'introduzione dell'euro la reazione a catena non si è ancora conclusa. Con la realizzazione dell'Unione bancaria è stato compiuto un ulteriore passo molto importante del processo di integrazione. Ora dobbiamo tuttavia ancora decidere, se il passo finale possa essere quello di osare un salto di qualità verso una maggiore integrazione oppure se debba essere rafforzato il principio della responsabilità sancito dal quadro di Maastricht.

Sono d'accordo con Mario Draghi, che dice: "Coloro che affermano che solo una classica federazione possa essere duratura, alzano troppo l'asticella". Sicuramente una integrazione politica più forte sarebbe una soluzione per rendere l'Unione monetaria più robusta. Tuttavia già una unione fiscale europea comporterebbe modifiche ai Trattati europei e referendum negli stati membri. Un effettivo trasferimento della sovranità di bilancio in capo a una struttura europea sarebbe altrimenti irrealizzabile. E senza un ampio trasferimento di sovranità la condivisione delle responsabilità aggrava il problema dell'almenda e po-

Si può chiedere di assicurare un biciclo per scoprire solo poi che si tratta di una costosa Ducati, a discrezione dell'assicurato?

tenzialmente le tensioni tra gli stati membri. Se si ha timore della rinuncia alla sovranità nazionale, il rafforzamento del quadro esistente rimane l'unica alternativa per rendere l'Unione monetaria più sta-

** Quelli pubblicati sono stralci dell'intervento che il presidente della Banca centrale tedesca, la Bundesbank, ha tenuto ieri sera a Roma, nella residenza Villa Almone dell'Ambasciatrice Susanne Wasum-Rainer*

Una visione alternativa

IL LODO WEIDMANN

C'è una visione alternativa dell'euro dietro le condizioni poste dal banchiere centrale tedesco su banche e titoli di stato. La nuova "lettera Erominger" e le risposte di Draghi



Come dimostra anche l'intervento che Jens Weidmann ha tenuto ieri nella residenza dell'Ambasciatrice Susanne Wasum-Rainer, di cui pubblichiamo ampi stralci, c'è una visione alternativa dell'euro dietro le condizioni poste dal banchiere centrale tedesco su banche e titoli di stato. Una visione alternativa - scrivevamo a febbraio sul Foglio (vedi sul sito: <http://ilfoglio.it/Wygr>) - rispetto a quella propugnata dall'attuale governo italiano. E rispetto a quella del presidente della Banca centrale europea, Mario Draghi.



Economista, Weidmann è nato nel 1968 a Solingen, nel Nord Reno-Vestfalia. Nel 2006 diventa consigliere della cancelliera Angela Merkel. Nel 2011 torna alla Bundesbank, nel ruolo di governatore



Weidmann, nel discorso di ieri a Roma: "Sono d'accordo con Mario Draghi, che dice: 'Coloro che affermano che solo una classica federazione possa essere duratura, alzano troppo l'asticella'"