

Commento

IGNAZIO VISCO

La tesi fondamentale dell'interessante contributo di John Heimann è che, per salvaguardare il sistema finanziario internazionale dal rischio sistemico, la priorità principale dovrebbe essere quella di promuovere e sostenere uno sforzo *guidato dall'industria stessa* al fine di migliorare le modalità interne di gestione dei rischi e i connessi sistemi di controllo. Non sono in disaccordo né con gli argomenti presentati da Heimann nel suo articolo, né con la raccomandazione che i principali operatori privati collaborino tra loro per sviluppare modi migliori e più coerenti di contenere i rischi maggiori. Mi trovo altresì d'accordo con la tesi che molto vi sia da guadagnare da uno sforzo comune, da parte tanto delle istituzioni private che operano a livello globale quanto della «comunità delle autorità di vigilanza» (Heimann, p. 198), volto a stabilire standard globali ai quali attenersi. Ritengo, tuttavia, che occorra prestare attenzione affinché una tale prospettiva non appaia eccessivamente ottimistica, finendo per risolversi in una proposta tutto sommato limitata. In particolare, si deve sottolineare il fatto che per la prevenzione del rischio sistemico sono necessari sforzi molteplici in aree diverse, che richiedono la partecipazione attiva delle autorità di vigilanza nazionali e delle istituzioni finanziarie internazionali, così come quella dei principali operatori del mercato globale. Esito, quindi, a sottoscrivere l'idea che i pericoli *maggiori* provengano dagli *errori* di singole istituzioni (pur non essendo, ovviamente, questi da trascurare) e possano essere ridotti in misura sostanziale solo migliorando il funzionamento dei sistemi interni di queste istituzioni.

Altri aspetti fondamentali che, dato l'oggetto specifico del suo articolo, Heimann non prende in considerazione sono: il ruolo critico che rivestono politiche macroeconomiche stabili; l'introduzione di riforme strutturali volte a evitare gravi distorsioni negli incentivi finan-

□ OCSE, Parigi (Francia).

ziari; le divergenze tra interessi privati e preoccupazioni delle autorità pubbliche derivanti dalle consuete considerazioni su beni pubblici/esternalità/rischio morale connesse con la stabilità finanziaria; il ruolo da assegnare alle autorità di vigilanza nazionali, così come alle istituzioni finanziarie internazionali.

A questo proposito vorrei sollevare alcune questioni. In primo luogo, è proprio vero che «l'improvviso fallimento di uno dei principali partecipanti» (Heimann, p. 189) ovvero «uno shock politico come un'invasione» (Heimann, p. 190) sono (tra) i principali eventi in grado di sconvolgere il normale funzionamento dei mercati finanziari e determinare quindi l'insorgere di un rischio sistemico? Sebbene sia sempre possibile che un fallimento individuale dia inizio a una catena di avvenimenti tale da provocare effetti sistemici, nella pratica non è questo ciò che ci suggerisce l'esperienza. Questo vale anche con riferimento a eventi di rilievo, come la crisi della Penn Central o della Barings (e, come sottolinea lo stesso Heimann, è del tutto probabile che sia stata la reazione efficace, anche se *ad hoc*, tanto delle autorità di vigilanza quanto degli operatori del mercato ad avere considerevolmente ridotto rischi ulteriori derivanti dai fallimenti individuali). Vorrei invece ricordare che le principali minacce di natura sistemica sono più di recente venute dall'improvviso rovesciarsi di boom speculativi in mercati nei quali l'esposizione delle banche nazionali era particolarmente elevata, o da crisi di liquidità di stati sovrani, come nel caso del Messico e – ma ogni crisi è differente dalle altre – nei recenti episodi nell'Estremo Oriente.

La seconda questione riguarda il fatto se pericoli di natura sistemica siano soprattutto legati a insufficienze nella gestione interna dei singoli operatori di mercato. Al riguardo, può, da solo, il miglioramento della gestione interna del rischio da parte delle istituzioni finanziarie private adeguatamente ridurre il rischio sistemico (tenuto conto, in particolare, dell'«aumento continuo di dimensioni, la velocità e complessità delle transazioni internazionali» cfr. Heimann, p. 191)? In quasi tutti i casi riportati da Heimann, i fattori principali sottostanti alle crisi possono essere ricondotti alla combinazione tra politiche macroeconomiche non sostenibili nel tempo e distorsioni nella struttura degli incentivi finanziari, ovvero a gravi carenze negli assetti e nell'attività di sorveglianza (siamo tutti colpiti dai recenti avvenimenti nei mercati emergenti, ma non dovremmo dimenticare i pessimi esempi offerti da alcune delle economie più avanzate, come i rischi

eccessivi assunti in investimenti speculativi di natura immobiliare). Sebbene il fallimento di una singola (e a volte importante) istituzione faccia parte delle regole del gioco e non possa forse essere evitata anche nel sistema meglio regolato, il collasso di un sistema finanziario non dipende semplicemente dalla *cattiva gestione* delle singole istituzioni. Quantunque questo sia un fattore rilevante, in generale i problemi sistemici riflettono gli errori di molte istituzioni nella risposta a segnali distorti provenienti dal mondo finanziario in cui operano. In quasi tutti i casi, i problemi finanziari osservati nella realtà non sono stati il risultato dell'utilizzo di strumenti nuovi e molto sofisticati, che hanno accresciuto la complessità delle transazioni finanziarie, ma di *vecchi* modi di perdere denaro, quali i crediti immobiliari e le sofferenze bancarie.

Sebbene importanti, è improbabile, quindi, che i miglioramenti della gestione interna del rischio da parte delle istituzioni private siano in grado di ridurre significativamente, da soli, il rischio sistemico. In parte, questo dipende dal fatto che le imprese e i loro dirigenti sono sottoposti a un'enorme pressione per non rimanere indietro rispetto ai risultati dei loro concorrenti, per cui, in presenza di forti incentivi esterni ad assumere rischi eccessivi, i controlli interni risultano probabilmente inadeguati. Inoltre, gli incentivi privati non tengono pienamente conto dei costi potenziali connessi con i problemi sistemici che possono derivare da tale attitudine ad accollarsi rischi eccessivi. Per essere più precisi, gli incentivi privati possono risultare insufficienti a causa di importanti esternalità che possono derivare dal comportamento finanziario dei privati quando vi siano, o rischino di manifestarsi, problemi di natura sistemica. L'esempio di scuola di una «corsa ai depositi bancari» rende abbastanza chiaro questo punto: un individuo che preleva liquidità durante una corsa ai depositi impone un *costo* agli altri depositanti perché fa aumentare la probabilità che la banca diventi insolvente prima che essi siano liquidati. Esternalità sorgono anche a causa di accantonamenti inadeguati a fronte di passività e rischi di fallimento da parte della clientela, ai quali possono essere tipicamente connesse perdite ulteriori rispetto a quelle direttamente legate all'insolvenza dei debitori (quali, ad esempio, la perdita del valore di *avviamento* di un'attività produttiva o del valore connesso con le sinergie implicite negli affari in corso). Allo stesso modo, alle perdite consistenti per l'economia reale connesse con problemi di natura sistemica potrebbero sfuggire proprio coloro che li hanno originati.

Vi è, quindi, un interesse pubblico a mantenere la stabilità finanziaria e a prevenire crisi sistemiche attraverso l'operare di un prestatore di ultima istanza, le assicurazioni sui depositi, e/o altre forme, esplicite o implicite, di assicurazione pubblica. Come è noto, tuttavia, l'esistenza di assicurazioni siffatte può creare problemi di rischio morale, incentivi, cioè, ad assumere rischi eccessivi che necessitano, poi, dell'introduzione di norme volte a limitarli. Ne segue che le autorità devono richiedere la produzione di informazioni attendibili e complete, imporre il rispetto di criteri di trasparenza adeguati, e applicare regole volte a evitare abusi connessi con possibili conflitti di interesse. Vi sono, quindi, argomenti per sostenere ciò che Heimann propone. Come la intendo io, la proposta è che gli operatori del mercato accettino di legarsi le mani e di accordarsi su standard globali che *li* assicurino (e così assicurino, date la loro importanza e la loro dimensione, così come la loro "immensa complessità", il sistema finanziario internazionale nel suo insieme) contro alcuni rischi di natura sistemica, legati, cioè, alla possibilità di perdite estremamente elevate e fatali. Ma, posto in questi termini, rimane un importante problema connesso con l'effettiva applicazione di questi standard. La supervisione e la regolamentazione da parte delle autorità istituzionali trovano quindi ulteriore giustificazione dato l'ovvio incentivo per le istituzioni private di non condividere con altri le proprie informazioni, al fine evidente di ottenere una rendita rispetto a coloro che dispongono di minori informazioni, un incentivo che può portare a risultati socialmente inefficienti. Il fatto che le istituzioni private dispongano di molte informazioni cui le autorità non possono accedere direttamente può, inoltre, creare problemi del seguente tipo: con il permettere alle imprese maggiori di stabilire standard per la misura e il controllo dei rischi si può finire per concedere loro l'opportunità di adottare clausole a beneficio della propria posizione competitiva (e con questo ridurre di fatto la contendibilità di un mercato). In ogni caso, dal momento che è necessario mantenere almeno una *rete di sicurezza* (poiché la completa eliminazione del rischio sistemico può essere solo un obiettivo a cui tendere), gli agenti privati possono non avere, da soli, adeguati incentivi per stabilire norme volte a evitare l'assunzione di rischi eccessivi per la società nel suo complesso: le autorità, perciò, devono essere direttamente coinvolte nella definizione di tali norme e nel controllo del loro rispetto al fine di scoraggiare l'assunzione di tali rischi.

Questo mi porta all'ultimo punto. Qual è il ruolo appropriato per le autorità di vigilanza nazionali nel controllo dei rischi sistemici e qual è il ruolo delle istituzioni internazionali? L'enfasi della vigilanza tradizionale si è spostata dai limiti numerici e dalle regole rigide circa ciò che può e non può essere fatto verso la ricerca di incentivi adeguati in grado di assicurare comportamenti prudenti e l'adozione di sistemi interni adeguati per un soddisfacente controllo dei rischi, insieme con la trasparenza necessaria perché prevalga una sufficiente disciplina di mercato. Ma, come correttamente osserva Heimann, molto deve ancora essere fatto. È chiaro che la loro dimensione globale a livello internazionale richiede che le stesse istituzioni finanziarie private che operano a tale livello svolgano un ruolo determinante. Importante, allora, è non solo la cooperazione tra queste istituzioni, ma anche quella tra loro e le diverse autorità nazionali di vigilanza. L'obiettivo è quello di attuare riforme in grado di accrescere la trasparenza nei mercati creditizi e finanziari, migliorare gli schemi di contabilità, favorire la divulgazione di informazioni pertinenti. Questo non vale solo per i mercati emergenti, ma anche per il funzionamento delle strutture finanziarie e bancarie di alcune delle maggiori economie del mondo, come si può rilevare dal capitolo sull'industria dei servizi finanziari del Rapporto dell'OCSE sulla *regulatory reform* pubblicato nel 1997. In questo Rapporto, oltre a essere descritti l'esperienza, le prospettive e i problemi che prevalgono in Giappone come in Corea, in Canada come in Germania, si avanza una serie di raccomandazioni specifiche. Anche nel caso dei mercati emergenti, però, sforzi per un rapido miglioramento delle loro strutture finanziarie sono essenziali, dati i flussi di investimenti che le economie avanzate, anche per motivi demografici connessi con l'invecchiamento delle loro popolazioni, molto probabilmente riverseranno su di loro.

In questo contesto, istituzioni internazionali come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale continueranno a svolgere una serie di ruoli (forse con risultati in qualche caso limitati, da confrontare, però, con le difficoltà dei loro compiti): offrendo consulenza e attuando un'azione di sorveglianza rivolta alla prevenzione, ove possibile, delle crisi; rendendone più facili la gestione e la soluzione mediante l'offerta di fondi di emergenza vincolati al rispetto di precisi criteri di condizionalità (e qui, ovviamente, si devono applicare approcci differenti a differenti situazioni: non vi è una ricetta unica valida per tutte le situazioni); fornendo assistenza tecnica sulle riforme

del sistema finanziario; incoraggiando, infine, l'adozione di norme accettate a livello internazionale. Tra l'alternativa, infatti, di creare un nuovo "super supervisore" globale e quella di limitarsi all'obiettivo, importante ma tutto sommato piuttosto limitato, di affidare al settore privato la definizione di «standard globali concertandoli con la comunità delle istituzioni di vigilanza» (Heimann, p. 198), vi è una terza via, quella che, sia pure tra difficoltà e ostacoli, a fatica e a volte penosamente viene percorsa di questi tempi: la via del coordinamento globale e, laddove necessario, dell'armonizzazione dei criteri definiti dalle istituzioni globali di vigilanza; la definizione di principi di base e il riconoscimento da parte di tali istituzioni, in stretta collaborazione con il settore privato e le autorità nazionali, di quelli che sono i comportamenti migliori; l'assistenza da parte delle istituzioni finanziarie internazionali nella prevenzione e nel controllo delle crisi, del tipo di quella che viene attualmente portata avanti (pur oggetto di critiche, non di rado costruttive).

Non vi sono quindi ricette magiche, né possibili scorciatoie. E non possiamo non continuare a sorvegliare e riesaminare, anche se a volte, forse, con qualche insuccesso, il modo di operare dei sistemi finanziari, nel loro complesso e con riferimento a questioni specifiche, quali l'adesione ai codici della liberalizzazione del mercato dei capitali. Si deve altresì proseguire con la più basilare attività di sorveglianza multilaterale (e nel confronto, in ambito internazionale, tra le diverse esperienze) delle riforme strutturali e delle politiche macroeconomiche dei paesi membri dell'OCSE, così come di quelle delle economie più dinamiche e in transizione dei paesi non membri.