

Passata e futura regolamentazione per prevenire una crisi finanziaria sistemica *

MARIO SARCINELLI**

1. L'invito al silenzio

Gli economisti sono stati invitati dal ministro dell'Economia e delle Finanze a stare zitti per non avere previsto la crisi se non quando essa è sopraggiunta. E' vero; si trovano, però, in buona compagnia. I vulcanologi non riescono a prevedere le eruzioni, anche se sanno sulla base della storia che il Vesuvio un giorno si sveglierà con drammatiche conseguenze per le centinaia di migliaia di persone che ne occupano le pendici. I sismologi sanno dove passano le faglie e sempre sulla base della statistica sono in grado di determinare l'intervallo entro il quale un terremoto interesserà, ad esempio, la California. I meteorologi sono nella condizione di annunciare con un breve anticipo l'arrivo di bombe d'acqua, tempeste tropicali, uragani e via dicendo, ma raramente riescono a calcolare se il fenomeno manterrà inalterate direzione e forza distruttiva. Tutti in silenzio? La conoscenza non farebbe passi in avanti e la libertà ne farebbe qualcuno indietro.

Perciò, nell'accingermi a illustrare i lavori in corso "per mettere in sicurezza" il sistema finanziario globale, non ho resistito alla tentazione di ripercorrere lo sviluppo delle mie riflessioni in tema di stabilità e di vigilanza sul sistema finanziario, assoggettato invece a massicce dosi di trasparenza. Non essendo un profeta, né un messia non ho previsto la crisi, né tanto meno il meccanismo di innesco o il momento della deflagrazione; tuttavia, avevo intravisto molti punti deboli della configurazione che il sistema finanziario veniva assumendo per effetto di una globalizzazione non governata se non al livello microprudenziale, in

* Una versione più breve di questo scritto è stata oggetto di comunicazione alla Società italiana degli economisti nel corso della 50^a Riunione scientifica annuale il 23 ottobre 2009, nella sessione SIE-STOREP presieduta da Alessandro Roncaglia.

** Presidente di Dexia Crediop e vicepresidente dell'ABI, e-mail: mario.sarcinelli@tiscalinet.it.

modo non sempre omogeneo e con misure destinate ad aggravare la prociclicità del credito. Come molti, immaginavo che gli *hedge fund* avrebbero potuto provocare la crisi, probabilmente perché erano rimasti, per l'influenza americana, al di fuori di ogni regolamentazione diretta, affidati soltanto alla sorveglianza delle banche che fanno loro credito o perché il sistema aveva corso un serio pericolo allorché nel 1998 un'improvvisa crisi di liquidità aveva costretto le banche finanziatrici, pungolate dalla Fed di New York, al salvataggio *in extremis* e nottetempo di LTCM. Di crisi finanziarie negli ultimi secoli se ne sono avute molte; come per le guerre si pensa che l'orrore dell'ultima eviterà la prossima, così per le crisi si ritiene che gli errori che hanno provocato la più recente non saranno ripetuti nella successiva. Ammesso che si evitino gli stessi errori, se ne commetteranno degli altri... L'irrefrenabile spinta all'innovazione, il cambiamento delle generazioni e l'attenuarsi della memoria storica si incaricheranno di determinare le condizioni per una nuova crisi. Si può solo cercare, attraverso l'istituzionale struttura di controllo, di renderle meno frequenti, meno dirompenti, più gestibili.

2. I dubbi e i timori del passato

In un lavoro del 2003, che Alessandro Roncaglia (2010, p. 50) ha avuto la cortesia di richiamare, terminavo un analitico, forse pedissequo esame delle tesi sostenute da Robert J. Shiller (2003) con le seguenti parole (Sarcinelli 2003, pp. 418-419):

“Quanto alla stabilizzazione dell'economia per effetto dei contratti di gestione del rischio posti in essere dai singoli e soprattutto da quelli per lo scambio tra paesi dei Pil inattesi è lecito essere più che dubbiosi; né lo scetticismo viene temperato dalla speranza che la sostituzione di unità di conto nominali con quelle indicizzate finisca col ridurre i rischi inflativi derivanti dalla flessione dell'onere dei debiti per effetto della lievitazione cumulativa dei prezzi o quelli depressivi dovuti all'aumento del loro peso (*debt deflation*) a causa della caduta sistematica degli stessi. [/] Non pare sia questa la strada per ridurre la frequenza delle crisi finanziarie internazionali... Non resta, malinconicamente, che continuare a sperare nella capacità dei banchieri centrali di evitare, nei limiti del possibile, la formazione di bolle sui mercati finanziari e in quella dei governanti di

ridurre la vulnerabilità alle crisi delle proprie economie attraverso appropriate riforme e regolamentazioni, sempre che non si ritenga con Shiller (2000, p. 233) che “la maggiore spinta delle [...] politiche nazionali nel contrastare le bolle speculative dovrebbe indirizzarsi a facilitare una maggiore libertà di contrattazione, nonché a offrire crescenti opportunità alla gente di prendere posizioni su più numerosi e più liberi mercati finanziari». [/] Questa può rivelarsi – concludevo – una ricetta per bolle anche più grandi, con effetti ancor più dirompenti...”

Anche per un autore attento alla finanza comportamentale, all’inserimento della psicologia e di altre scienze sociali nella spiegazione delle decisioni di investimento dei comuni mortali, i mercati finanziari diventavano più stabili all’aumentare del loro grado di libertà e del numero e della varietà di “scommesse” piazzate su di essi. Ancora nel 2000 la convinzione che i mercati finanziari si auto-equilibrano era forte anche in un brillante economista che non ignorava né le asimmetrie informative, né la psicologia dei comportamenti gregari. Una palinodia al riguardo sembra essere contenuta nel più recente libro, scritto da Shiller con Akerlof (2009), in cui si prevede una revisione generalizzata dei modelli usati sinora dagli economisti, basati sul comportamento razionale, per fare posto a quelli in cui si generano bolle, cioè retroazioni ad anello chiuso, in seguito all’interazione degli agenti. Tuttavia, Shiller, con Krugman e Roubini, è tra i pochi che hanno previsto la crisi.

Al pregiudizio razionalista degli economisti accademici si è aggiunta anche la dichiarata impossibilità di Greenspan (1996) a distinguere se un sostenuto movimento al rialzo dei prezzi degli *asset* è dovuto a esuberanza irrazionale o a un genuino aumento della produttività. Sempre secondo l’ex presidente del FRB, poiché la bolla diviene riconoscibile solo al momento in cui scoppia, per alleviarne le conseguenze sui mercati è sufficiente inondarli di liquidità. Questo Greenspan *put* ha finito col generare bolle a catena, l’ultima delle quali ha causato la Grande Recessione che stiamo ancora vivendo, nonostante una politica monetaria ultrapermissiva e una politica fiscale che ha iniettato circa 11 trilioni di dollari a livello mondiale, di cui 8-10 nelle banche. Per effetto delle privatizzazioni le pubbliche tesorerie dagli anni ’90 hanno incassato appena due trilioni all’incirca...

In un altro, lungo saggio relativo alla vigilanza sul sistema finanziario ne avevo esaminato obiettivi, assetti e approcci, accennando anche alle conseguenze, già studiate dai ricercatori della BRI, della sostituzione del principio del costo storico, sino a pochi anni fa dominante, col valore corrente che, se non disponibile, va ricostruito come valore corretto o plausibile (*fair value*). “Queste innovazioni – scrivevo – rischiano di indebolire la capacità delle banche di stabilizzare il sistema finanziario” (Sarcinelli 2004, p. 242, ripubblicato elettronicamente 2009). Non mi occupai in quel testo dell’accresciuta pro-ciclicità che Basilea II stava introducendo nel sistema di regolazione; l’affrontai (Sarcinelli 2005) in un seminario come *discussant* di una relazione di Rainer Masera. I sistemi di *rating* – sottolineavo – esercitano a livello micro e meso-economico una spinta ad avvicinare, se non ad allineare, i metodi di valutazione del credito a quelli del mercato dei capitali. A livello macroeconomico, per gli effetti positivi derivanti dalla maggiore omogeneità e trasparenza dei rapporti tra banche e imprese ci si poteva attendere un miglioramento delle prospettive e della stabilità sia dei datori sia dei prenditori di credito.

Si può dire altrettanto per la stabilità macroeconomica? La risposta che si tende a dare di primo acchito è negativa poiché queste regole comportano una forte correlazione positiva tra la necessità di capitale e il rischio di credito, per non parlare di quello di mercato... Nelle fasi negative del ciclo le banche vedono innalzarsi la rischiosità dei propri clienti; se non hanno un eccesso di capitale e non sono disposte a procurarsene sul mercato ad alto costo devono ridurre i finanziamenti (*credit crunch*); nelle fasi positive, viceversa, la probabilità di *default* e la perdita in caso di *default* si abbassano, aumenta la disponibilità di credito e si riduce il suo costo. Ne risulta rafforzato l’andamento ciclico dell’economia.

Nel 2005 mi sentii alquanto rassicurato da due esercizi di simulazione, uno condotto con riferimento all’Italia (Fabi *et al.*, 2005) utilizzando i dati della Centrale dei bilanci e della Centrale dei rischi con riferimento ai *ratio* finanziari e alle relazioni creditizie del 1993, anno di recessione, per stimare le conseguenze di un subitaneo deterioramento delle probabilità di *default* nel 2002. I risultati della simulazione erano

abbastanza tranquillizzanti, poiché il cuscinetto di capitale eccedentario presente nel sistema era più che sufficiente per soddisfare gli obblighi derivanti dal peggioramento della congiuntura; inoltre, la misurazione dei rischi implicita nel nuovo schema regolatorio non sembrava poter indurre le banche a far pagare ai propri clienti tassi particolarmente elevati per il deteriorarsi dello scenario macroeconomico, quindi con effetti pro-ciclici. Con riferimento all'Europa, la conclusione di uno studio di PricewaterhouseCoopers (2004, p. 131) fu la seguente: “[...] sebbene non se ne possa essere certi a questo stadio, ci sembra corretto concludere che gli effetti pro-ciclici delle nuove regole di capitale che sono state proposte avranno probabilmente effetti decisamente moderati”. Sebbene consapevole degli elementi di maggiore instabilità che la regolamentazione contabile (*fair value*) e quella prudenziale (coefficienti di capitale) stavano introducendo nel sistema, non avevo affatto realizzato che la loro compresenza portava ad una situazione esplosiva. A questo proposito, Rainer Maserà, che ha dedicato vari saggi al tema inclusi in un volume collettaneo (Maserà ed. 2009), ha ripetutamente utilizzato la metafora della nitroglicerina, cioè la dinamite, come risultato di due componenti di moderata o nessuna pericolosità come l'acido nitrico e la glicerina. Comunque, Basilea II è entrata in vigore nel 2008, sicché i problemi che abbiamo sperimentato in quest'ultimo periodo sono più il risultato delle politiche monetaria, di bilancia dei pagamenti e di sviluppo della proprietà dell'abitazione perseguite dagli Stati Uniti che della nuova regolamentazione, anche se un qualche peso hanno certamente avuto l'incentivo ad avvalersi di metodi avanzati nella valutazione del rischio per risparmiare capitale (Sarcinelli 2009a) e l'emergere negli Stati Uniti di un “sistema bancario parallelo”, soggetto a scarsa o a niuna sorveglianza.

I miei timori nel 2005 non riguardavano tanto la pro-ciclicità quanto il cambiamento di ruolo del sistema bancario nei confronti del mercato dei capitali. Una collaborazione competitiva tra banche e mercati si riteneva che fosse un fattore di mitigazione delle crisi finanziarie e di riduzione del rischio sistemico. Infatti, al contrarsi della raccolta sui mercati obbligazionari si espandono i prestiti bancari, al ridursi del valore delle garanzie si contraggono i prestiti bancari, sostituiti dal ricorso ai

mercati. Inoltre, data l'esistenza di rischi assicurabili e di rischio non diversificabile, la presenza negli ordinamenti finanziari sia di banche sia di mercati risulta complementare (Allen e Gale, 2000). Un concetto simile è quello espresso varie volte, con riferimento alla crisi del Sud-Est asiatico, da Greenspan (ad es., 1999) ricorrendo alla metafora della ruota di scorta, poiché gli ammortizzatori vanno trovati nell'intermediazione multipla, da un punto di vista sistemico nella ridondanza. Infatti, la mancanza della ruota di scorta non crea problemi se non quando se ne ha bisogno: essa non era presente nel Sud-Est asiatico all'epoca della crisi che li investì, ma fu molto utile agli Stati Uniti che ne erano forniti nel 1990 e nel 1998.

Le strade attraverso le quali le banche sono diventate sempre più simili a operatori di mercato finanziario, a mio avviso, sono state sostanzialmente tre: la cartolarizzazione di attivi di vario tipo, dai crediti ipotecari a quelli al consumo (*asset liquidity*), il ricorso al mercato in sostituzione o in aggiunta alla raccolta di depositi tra il pubblico (*funding liquidity*), l'attività in prodotti derivati con i quali si sono aperte o si sono chiuse posizioni nei confronti di altre componenti del sistema finanziario. Quest'ultima ha certamente dato a ciascun operatore la consapevolezza di essersi liberato in tutto o in parte di un dato rischio trasferendolo ad altri, ma la sua dispersione, su cui Shiller (2003) faceva tanto affidamento, non è affatto assicurata; anzi spesso le controparti ultime dei derivati conclusi *over the counter* finiscono con l'essere un numero limitatissimo di banche internazionali, con inevitabile aumento del rischio sistemico. Nonostante i richiami delle istituzioni internazionali come il FMI sulla difficoltà di conoscere dove rifluivano e si concentravano i rischi, le transazioni si effettuavano quasi sempre con modalità OTC, invece che sui mercati regolamentati. Inoltre, con l'aiuto di matematici si sviluppavano prodotti derivati sempre più complessi, in conformità a modelli di non facile comprensione e assolutamente necessari per la loro valutazione, sia pure con l'ausilio di alcuni parametri di mercato; il che ulteriormente faceva lievitare le transazioni OTC.

Inoltre, la dipendenza delle banche dalla provvista sul mercato le ha assoggettate non solo alle condizioni di tasso prevalenti e al merito di credito espresso dalle agenzie di *rating* e dai CDS (*credit default swap*),

ma soprattutto le ha esposte al rischio di insolvenza se l'inaridimento del mercato non permette il rifinanziamento in presenza di forte *mismatch* di scadenze tra attivo e passivo. Dal loro canto, le cartolarizzazioni hanno costituito il canale principale per la comunicazione tra il settore bancario e quello finanziario; si tratta di un'innovazione di grande importanza per assicurare liquidità all'attivo bancario prima della sua naturale maturazione, che però ha indotto, non solo nei paesi anglosassoni ma anche altrove, a stravolgere il tradizionale *business model* della banca da *originate-to-hold* a *originate-to-distribute*, per poter espandere l'attività senza aumentare la dimensione del bilancio. Non solo, si è rivelato uno strumento per ridurre (o aggirare?) i vincoli di capitale, ma ha reso probabilmente molti banchieri più propensi a erogare finanziamenti a clientela di improbabile solvibilità (ad esempio, *subprime loan* sui quali rinvio a Sarcinelli, 2009b), sapendo che non erano destinati a rimanere nel proprio portafoglio, ma a finire impacchettati e venduti sul mercato. La realtà, però, si è vendicata, poiché la crisi ha trovato un 30 % circa di questi finanziamenti nei portafogli bancari.

Da tutto ciò è conseguita una diluizione dei caratteri fondamentali della banca in quelli di un intermediario finanziario e soprattutto una crescita esponenziale dei rapporti all'interno del sistema finanziario; non solo l'instabilità tipica dei mercati ha contagiato la banca, ma si è aggravato notevolmente il rischio sistemico. Scrivevo nel 2004 (pp. 263-266)

“L'innovazione seguita alla deregolamentazione finanziaria, la liberalizzazione dei mercati, l'avanzamento tecnologico e, in definitiva, la globalizzazione hanno fatto cadere tutti i vincoli strutturali che astringevano il settore finanziario; quelli che sono rimasti o che sono stati introdotti si ispirano a modelli di controllo microprudenziale del rischio. Nel nuovo regime “l'elasticità” di un sistema economico ad accumulare sbilanci nel tempo è aumentata notevolmente poiché le forze endogene non sono in grado di farli regredire e soltanto una crisi generatrice di instabilità finanziaria permette al sistema di riposizionarsi (Borio e Lowe 2002). Ovviamente l'attenzione deve essere posta nella fase ascendente degli squilibri, non in quella discendente che vede scoppiare problemi che però servono a riequilibrare in qualche modo il sistema. [...] L'attenzione della politica monetaria limitata alle pressioni inflazionistiche di breve periodo [o, come negli Stati Uniti, fortemente orientata alla crescita] lascia troppo spazio alla [formazione] di squilibri finanziari. [...] [N]e segue che la sfida

per la politica monetaria e per quella finanziaria consiste nel porre in essere azioni che sostengano mutuamente i rispettivi obiettivi di stabilità. [/] Perché ciò si realizzi, appare necessario dare impulso a una trasformazione della vigilanza, aggiungendo una dimensione macroprudenziale a un'attività che è nata e si è consolidata come microprudenziale.”

Ovviamente, nei limiti in cui lo strumento principe della politica monetaria, la manovra del tasso di interesse, non risultasse in grado di conseguire il doppio obiettivo di stabilità, non fosse politicamente accettabile dare la preferenza a quello finanziario in un dato contesto e soprattutto si volesse continuare a mantenere libera l'innovazione finanziaria (Sarcinelli 2009c), come è stato autorevolmente suggerito (Volcker 2009) non resta che restaurare la banca nel suo ruolo (Sarcinelli 2009d) e reintrodurre alcune segmentazioni con riferimento a categorie di intermediari, a tipi di operazioni, a classi di clientela.

3. I propositi e i lavori per riformare il sistema finanziario

Orizzontarsi tra i numerosi cantieri (macroeconomico, prudenziale, ecc.) e tra i vari organismi (FSB, BCBS, ecc.) che di volta in volta vengono chiamati a dare il loro contributo per ridisegnare l'architettura del sistema finanziario non è affatto facile. E' di grande aiuto una tavola riassuntiva (G20 FMCBG 2009c) dei progressi raggiunti alla data del 5 settembre 2009 sui piani di azione decisi nei Vertici del G20 di Washington (16 novembre 2008) e di Londra (2 aprile 2009); le ulteriori decisioni prese quello stesso giorno dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G20 appaiono nel comunicato della riunione e nell'annessa dichiarazione (G20 FMCBG 2009a e 2009b). Il primo documento consta di novantadue azioni, delle quali trentacinque riguardano il governo economico internazionale e i suoi assetti istituzionali;¹ la maggior parte si occupano di regolazione finanziaria.²

¹ Sette azioni concernono la macroeconomia; una la ripresa del credito alle imprese; due il finanziamento del commercio internazionale; venticinque la riforma delle istituzioni finanziarie internazionali (IFI), compresi l'aumento delle risorse per il FMI e per la BM, la revisione dei criteri di sostenibilità del debito, il governmento di FMI e BM, problematiche generali per migliorare il governo e l'efficacia delle IFI.

La dichiarazione dei Ministri finanziari e dei Governatori del G20 del 5 settembre (G20 FMCBG 2009b) sugli ulteriori passi per rafforzare il sistema finanziario richiede che vi siano: 1) chiari e identificabili progressi nel 2009 in tema di governo societario e di prassi di remunerazione, con invito al FSB, presieduto da Mario Draghi, di fare proposte specifiche al Vertice di Pittsburgh; 2) intensificata regolazione e supervisione sulle imprese di importanza sistemica; 3) rapidi progressi nello sviluppo di una più forte regolazione prudenziale (più capitale e di più alta qualità, cuscinetti anticiclici, *leverage ratio*, ecc.); 4) contrasto alle giurisdizioni non collaborative (revisione dei pari, contromisure, ecc.); 5) coerente e coordinata applicazione degli standard internazionali, compresi quelli di Basilea II, per prevenire i nuovi rischi, l'arbitraggio regolamentare, ecc.; 6) convergenza verso un unico insieme di standard contabili di alta qualità, globali e indipendenti (strumenti finanziari, accantonamenti per perdite su crediti, esposizioni fuori bilancio, *impairment* e valutazione delle attività finanziarie).

La numerosità e la varietà delle azioni, nonché la reiterazione di alcune di esse con specificazioni forse troppo dettagliate permettono di comprendere agevolmente la direzione in cui si vuole che la disciplina si muova, ma non la precisa portata che essa dovrà assumere nell'intricato settore della regolamentazione e della supervisione finanziaria. Al Vertice di Pittsburgh il FSB, divenuto il braccio secolare del G20 che ne ha approvato anche lo statuto, ha presentato un rapporto di ventuno pagine sui lavori in corso per realizzare le raccomandazioni della dichiarazione di Londra (FSB 2009³; *in primis* si è proceduto alla costituzione delle strutture interne del FSB con un Comitato guida e tre Comitati permanenti rispettivamente per la valutazione delle vulnerabilità, per la cooperazione nel campo della regolazione e della supervisione e per

² In particolare, due azioni riguardano l'istituzione del FSB; sei la cooperazione internazionale; sedici la regolazione prudenziale; nove l'ampiezza della regolazione; quattro la trasparente valutazione dei regimi di regolazione; otto i paradisi fiscali e le giurisdizioni non collaborative; otto gli standard contabili; tre le agenzie di *rating*.

³ Il ministro Tremonti, tuttavia, non manca di insistere ancora oggi sulla necessità che le nuove regole vengano politicamente definite e consacrate in un *legal standard*, cioè in un trattato sulle linee di quello di Bretton Woods, poiché l'esperienza della regolamentazione sinora elaborata dai tecnici si è rivelata fallimentare.

l'implementazione degli standard. Inoltre, si è dato vita a un Gruppo di lavoro per la gestione delle crisi transfrontaliere e a un Gruppo di esperti sulle giurisdizioni non collaborative. Anche uno sguardo veloce alla prosa del rapporto permette di capire che si è agli inizi di un gigantesco lavoro di ridefinizione e di sistemazione, per i quali sono necessari studi, ricerche, proposte da parte dei molteplici organismi che vi attendono; infine, sarà necessaria una grande capacità diplomatica per farle accettare senza stravolgimenti o annacquamenti nelle alte sedi politiche.⁴ Anche l'esercizio di tempestiva allerta (EWE, *early warning exercise*) di cui sono congiuntamente incaricati il FSB e il FMI avrà bisogno di molte iterazioni prima di poter dare indicazioni affidabili; in passato esercizi simili, condotti nell'ambito del FMI, si sono rivelati di scarsa utilità.

Di maggiore aiuto nel delineare l'intelaiatura della futura regolamentazione e supervisione finanziaria è senz'altro l'altro rapporto presentato al G20 di Pittsburgh dal FSB sotto il titolo *Improving Financial Regulation*. “Il nostro obiettivo – si afferma a p. 1 – è quello di creare un più disciplinato e meno pro-ciclico sistema finanziario in grado di meglio sostenere una crescita economica, bilanciata e sostenibile”. A questo fine, ci saranno vincoli alla leva finanziaria che non potrà innalzarsi sino al livello toccato in passato e all'assunzione di rischi se i profitti restano privati e le perdite ultime sono socializzate. Gli strumenti includeranno più alti obblighi quantitativi e qualitativi per il capitale e per la liquidità, riforme degli standard contabili, regimi di remunerazione che siano più trasparenti e che limitino l'incentivo ad assumere rischi, miglioramenti dell'infrastruttura di mercato e innalzamento dei coefficienti di capitale per le attività di *trading*. Ovviamente, i piani di riforma avranno tempi di applicazione ragionevoli, per evitare di aggravare la crisi in atto. Sull'azzardo morale posto da istituzioni che sono troppo grandi per fallire o che, a causa delle loro interconnessioni, sono troppo complesse per essere liquidate ci si impegna soltanto a studiare soluzioni nei prossimi dodici mesi.

⁴ Il Rapporto De Larosière (2009), già giudicato da alcuni troppo cauto, in sede di approvazione delle sue raccomandazioni da parte degli organi legislativi dell'Unione Europea è stato ulteriormente indebolito.

Sono anche indicate nel rapporto una quindicina di azioni già portate a termine o a buon punto, tra cui l'eliminazione degli inconvenienti derivanti dalla disciplina di Basilea sul capitale che generava incentivi all'attività di cartolarizzazione fuori bilancio, l'integrazione nella suddetta disciplina dei principi per sane prassi di remunerazione elaborati dal FSB, la costituzione di collegi di supervisor per le più importanti imprese finanziarie globali, lo sviluppo a livello di singola impresa di piani nel caso sia necessario dare applicazione ai principi del FSB per la cooperazione transfrontaliera nella gestione delle crisi. Si tratta in verità di aspetti significativi, ma non certamente determinanti per delineare pienamente la futura architettura della regolamentazione finanziaria, che sta iniziando a prendere in esame altri campi come l'espansione della supervisione finanziaria a *hedge fund* e agenzie di *rating*, il rafforzamento della solidità del mercato dei derivati OTC, la rivitalizzazione della cartolarizzazione su basi sane, il grado di adesione agli standard internazionali. Nonostante le buone intenzioni, una rapida conclusione dei lavori in campi irti di difficoltà e di contrapposti interessi resta un auspicio più che una certezza. Inoltre, nel tempo richiederanno una costante manutenzione a causa della spinta ad innovare per aggirare vincoli e ostacoli (Miller 1986).

Fervono, invece, gli studi per rafforzare a livello globale la disciplina sul capitale, irrobustire la liquidità, ridurre l'azzardo morale posto da istituzioni di importanza sistemica, rendere più forti gli standard contabili. Poiché la strutturazione degli strumenti è in via di definizione e comporta l'intervento di altri organismi nel processo, è impossibile fare previsioni a questo stadio su accettazione ed efficacia degli stessi. Solo sulle prassi di remunerazione, sulle quali prima del vertice di Pittsburgh si era determinata una contrapposizione tra Francia e Germania, da un lato, favorevoli a tetti rigidi per i massimi dirigenti bancari e Regno Unito e Stati Uniti, più flessibili sull'argomento, il FSB ha sviluppato alcuni standard di implementazione, pienamente approvati dal Vertice di Pittsburgh che nel suo comunicato (diciotto pagine, di cui tre circa dedicate al sistema di regolazione finanziaria internazionale) così li sintetizza: a) non garantire *bonus* per più anni; b) differire l'erogazione di una quota significativa dei compensi variabili, legarli alla *performance*,

renderli passibili di restituzione ed erogarli sotto forma di azioni o strumenti simili nella misura in cui danno luogo a incentivi allineati con la creazione di valore nel lungo termine e con l'orizzonte temporale del rischio; c) assicurarsi che la remunerazione dei dirigenti di più alto livello come pure quella degli impiegati che determinano in modo significativo l'esposizione al rischio sia correlata con i risultati e con il rischio medesimo; d) rafforzare il grado di pubblicità e trasparenza per i compensi; e) limitare, in percentuale degli utili netti totali, i trattamenti variabili se minano il mantenimento di una sana base di capitale; f) far sì che i comitati per i compensi siano effettivamente indipendenti e che i supervisori prestino attenzione al tema, penalizzando le imprese che non applichino questi principi. A giudicare dai commenti dei banchieri a margine delle riunioni annuali del FMI e della BM a Istanbul, la loro applicazione non sarà facile..., anche se il G20 si è autoproclamato il principale foro per la cooperazione economica internazionale.

4. Il contributo del FMI al dibattito sulla riforma del sistema finanziario

Sebbene non ufficialmente incaricato della bisogna, il FMI (settembre 2009) ha pubblicato una serie di proposte per ridisegnare la regolamentazione. Dopo avere notato che il sistema bancario era già altamente regolato, il che non ha evitato il suo pieno coinvolgimento nella crisi, afferma che non si tratta di aggiungere più regole o di renderle più stringenti, ma di affidare la supervisione a personalità indipendenti dall'influenza dell'industria e della politica e dotati di sufficiente autonomia finanziaria. Come la vicenda dei *subprime loan* dimostra *ad abundantiam*, i fallimenti sono da attribuire a decisioni implicite o esplicite dei regolatori-supervisori, non alla mancanza di regole. Comunque, anche queste ultime vanno rivisitate per rendere il sistema finanziario o almeno quello bancario meno pro-ciclico e più resistente agli shock; nonché, aggiungo, per restituire credibilità al meccanismo regolatorio che da questa crisi emerge con gravi danni reputazionali.

Per ridurre l'azzardo morale derivante dai salvataggi garantiti o quasi per le grandi banche o per i grandi conglomerati, si raccomanda l'aumento del capitale di vigilanza, il miglioramento della sua composizione, un'accresciuta trasparenza, un governmento più incisivo e attento per le imprese finanziarie d'importanza sistemica, una capacità di intervento tempestivo per le autorità di supervisione, la predisposizione di un piano per affrontare in modo ordinato l'insolvenza (Tucker 2009, Brunnermeier *et al.* 2008); a quest'ultimo riguardo ho forti dubbi poiché, come insegna la teoria dell'incompletezza dei contratti, è difficile prevedere i vari stati del mondo in cui ci si potrà trovare e stabilire conseguentemente n percorsi differenti. Le disposizioni per il proprio funerale sono di solito un'eccentricità e spesso sono anche inutili, ad esempio se si finisce in mare...

Per mantenere sotto controllo il rischio sistemico si suggerisce di incrementare fortemente i coefficienti di capitale e di liquidità per: a) ridurre le dimensioni, poiché, come la letteratura ha messo in luce da tempo (Berger e Humphrey 1994), le economie di scala nel settore bancario si esauriscono al di là di una modesta soglia e l'efficienza di costo non ne soffre; b) per incentivare le scissioni, diversificare l'attività o semplificare le operazioni; c) allentare l'interconnessione funzionale nelle imprese sistemiche; d) vietare il *proprietary trading*; e) oppure prevedere l'applicazione di premi calcolati sul rischio sistemico per la partecipazione ad un fondo di salvataggio o tutela. Il rischio sistemico nel suo complesso è spesso di difficile valutazione, l'incremento marginale dovuto ad una particolare istituzione comporta al momento più un giudizio dalla discrezionalità eccessiva che una misurazione..., ma sull'argomento si sta lavorando (FMI 2009a, BIS 2009). Ovviamente, è necessario che siano in vigore procedure liquidatorie in grado di gestire la dissoluzione di istituzioni complesse, talvolta con ramificazioni in più stati. A questo fine si raccomanda che *host e home countries* concordino che le operazioni transfrontaliere di gruppi giudicati sistemici nella giurisdizione in cui è stabilita la capogruppo avvengano all'estero attraverso sussidiarie con adeguati livelli di capitale e di liquidità, poiché le banche globali in vita diventano nazionali al momento del funerale...

La disciplina di mercato deve essere restaurata e in modo credibile. A tal fine, una combinazione di misure sarà necessaria e un grado di collaborazione va stabilito tra diverse giurisdizioni non solo nello scambio di informazioni, ma anche nella predisposizione di meccanismi per la gestione delle crisi e per la ripartizione dei loro costi, se si vogliono preservare i benefici derivanti dai flussi globali dei capitali. A mio avviso, il rischio di un ritorno del protezionismo finanziario è piuttosto elevato, sebbene sino ad oggi esso abbia avuto tendenza a manifestarsi sul terreno commerciale (Onida 2009)...

Poiché la supervisione finanziaria, la politica monetaria e quella fiscale finiscono con l'essere pesantemente coinvolte in caso di gravi crisi, si impone un approccio macroprudenziale nel disegno della politica economica, ma soprattutto uno spirito di cooperazione deve prevalere nella sua implementazione. Non solo l'eccessivo espandersi del credito o l'emergere di bolle nei mercati delle attività va tempestivamente identificato, ma le risposte della politica monetaria, di quella fiscale e della supervisione finanziaria devono essere coerenti, all'interno di contesti istituzionali che possono essere diversi da paese a paese. Un aspetto particolare di questo approccio macroprudenziale, il cui sviluppo si deve all'intuizione e agli studi promossi da Alexandre Lamfalussy quando era Direttore generale della BRI (Maes 2009), è quello della prociclicità, la quale va combattuta o corretta riformando le regole che tendono ad amplificare il ciclo economico. Non si tratta soltanto, per le banche, dell'intelaiatura contabile basata sul *fair value*, sulla quale, nonostante i problemi che ha creato, insistono fortemente economisti del valore di Kaplan, Merton e Richard (2009), ma anche delle attuali regole sul capitale di vigilanza, di quelle sugli accantonamenti per fronteggiare le perdite, della tassazione che vincola, come in Italia, il prudente apprezzamento del banchiere in questo campo.

Il FMI provvede anche una sintesi dell'insieme delle proposte che sono state avanzate per rendere più robusti i bilanci bancari, senza farle necessariamente proprie. Esse sono: a) obblighi di capitale, ponderato per il rischio, più elevati e di migliore qualità; b) accantonamenti anticiclici contro le perdite su crediti, come nel recente passato ha già fatto il Banco di Spagna; c) un rapporto di leva formalmente stabilito, di già applicato in

Canada, Svizzera e Stati Uniti, per bloccare l'espansione del bilancio, ma che può spingere a fare impieghi a più alto rischio per accrescere il ROE; d) acquisto di una polizza di assicurazione che preveda il pagamento di una somma capitale di già accantonata alla banca o al fondo di salvataggio al verificarsi di un predeterminato evento di crisi (Acharya *et al.* 2009, Kashyap, Rajan, Stein 2008); e) emissione di un dato ammontare di debito subordinato convertibile, di azioni *preferred* a richiesta di una terza parte oppure di debito subordinato *tout court*, dimostratosi finora scarsamente efficace, ma in grado di funzionare se impiegato in misura più massiccia (Poole 2009); f) prefinanziamento dell'assicurazione sui depositi; g) coefficienti di capitale, come già menzionato, correlati al rischio sistemico.

5. Il rafforzamento della resilienza bancaria e la disciplina della liquidità previsti dal BCBS

Il 17 dicembre del 2009 sono stati pubblicati e sottoposti a consultazione sino al 16 aprile del 2010 dal Comitato di Basilea per la supervisione bancaria due documenti che si propongono di rafforzare la capacità di resistenza del settore bancario agli shock (BCBS 2009a) e la disciplina della liquidità, con riferimento alla misurazione del rischio, agli standard di regolazione e al monitoraggio (BCBS 2009b).

Con tali disposizioni *in fieri* il Comitato ha cercato di rendere la regolazione e la supervisione bancaria ancora più incisive, ammaestrato da quanto la crisi ha posto in luce e in aggiunta ai provvedimenti già raccomandati in precedenza nella gestione del rischio, nel governo bancario, nella trasparenza e negli obblighi di comunicazione (BCBS 2009c), nonché nella dissoluzione di banche transfrontaliere importanti sotto il profilo sistemico (BCBS 2009d). Dall'eccessiva leva sia per le poste in bilancio sia per quelle al di fuori di esso, dall'erosione del livello e della qualità del capitale, come pure dalle insufficienti riserve di liquidità sono derivate, si afferma, l'impossibilità di assorbire le perdite derivanti dal *trading* e dal credito e quella di reinserire nei conti patrimoniali le esposizioni dei veicoli fuori bilancio che non erano più in

grado di finanziarle direttamente. Ovviamente, la crisi è stata aggravata dalla pro-ciclicità del processo di riduzione della leva finanziaria e dall'elevata interconnessione delle istituzioni con valenza sistemica.

Per porre rimedio a questi fallimenti del mercato, vengono proposte dal Comitato fondamentali riforme nell'intelaiatura della regolamentazione internazionale, a livello sia microprudenziale sia macroprudenziale, ovviamente in linea con le impostazioni del FSB e del G20. Le principali caratteristiche delle proposte poste in consultazione sono le seguenti: a) la qualità, la coerenza e la trasparenza della base di capitale dovrà essere aumentata, il che significa, ad esempio, che il *tier 1* potrà essere costituito solo da capitale versato e utili accumulati, con esclusione di tutte le forme ibride oggi ammesse e con una pubblica riconciliazione di tutte le sue componenti con i dati di bilancio; b) la copertura dei rischi attraverso il capitale dovrà essere rafforzata, con riferimento, ad esempio, all'esposizione ai rischi di controparte derivanti da derivati, pronti contro termine e attività di finanziamento mediante titoli, al fine di ridurre la trasmissione degli shock e, per i derivati, allo scopo di accrescere il ricorso ai mercati regolamentati con controparte centralizzata; c) il contenimento dell'effetto leva sarà perseguito attraverso l'introduzione di un apposito rapporto come misura supplementare nel contesto della gestione del rischio, da armonizzare e calibrare necessariamente a livello internazionale; d) la creazione di cuscinetti di capitale durante le fasi favorevoli del ciclo, da utilizzare nei periodi difficili, e il ricorso ad accantonamenti per le perdite previste piuttosto che a quelle in corso, renderanno il sistema meno pro-ciclico; e) esso sarà anche meno vulnerabile con l'aggiunta a quanto suggerito in precedenza (BCBS 2008) di uno standard minimo globale di liquidità per le banche attive a livello internazionale, che si compone di due elementi: e₁) un rapporto di copertura con attività altamente liquide in grado di fronteggiare gli esborsi di cassa netti per un periodo di trenta giorni in uno scenario di acuta tensione specificato dai supervisori in base a cinque, prefissati parametri (significativo abbassamento del *rating*, parziale ritiro di depositi, perdita di raccolta all'ingrosso non garantita, rilevante aumento degli scarti di garanzia nella provvista garantita, aumento nella domanda di depositi a garanzia per prodotti derivati e per altri impegni sotto la

linea); e₂) un rapporto di netta, stabile provvista che misura l'ammontare, sul più lungo termine, delle fonti su cui può contare un'istituzione in relazione ai profili di liquidità del proprio attivo e delle potenziali, condizionate richieste di intervento derivanti dagli impegni registrati sotto la linea. In questo caso, la provvista minima deve essere attesa stabile sull'orizzonte di un anno. Al fine di assicurare uniformità di comportamenti sono state sviluppate delle metriche che sia i supervisori sia le banche dovranno utilizzare (discrasia delle scadenze contrattuali, concentrazione della provvista, disponibilità di attività mobilizzabili, strumenti di monitoraggio offerti dal mercato).

Non solo per effetto delle proposte sopra riportate, ma anche dei cambiamenti apportati nel luglio 2009, si impone una valutazione onnicomprensiva dell'impatto che avranno gli obblighi di capitale globali e il nuovo standard per la liquidità. Sebbene il BCBS stia già iniziando i lavori al riguardo, soltanto alla fine del 2010 potrà pubblicare un insieme di proposte organiche e calibrate, la cui entrata in vigore, come raccomandato dal G20, sarà subordinata al miglioramento delle condizioni finanziarie e alla ripresa economica, presumibilmente cioè per la fine del 2012 e con appropriate eccezioni e disposizioni transitorie. Le nuove regole, perciò, si materializzeranno soltanto tra tre anni circa, ma il costo di Basilea III, allo stato stimato dal Credit Suisse in 139 miliardi di euro, già fa paura...

6. Il ritorno della redditività e dei *bonus* nelle banche e le reazioni della politica

La politica di basso costo del danaro ed il *quantitative easing* da parte delle banche centrali hanno fatto sì che le banche, soprattutto negli Stati Uniti, ma sostanzialmente anche in Europa, abbiano fruito di una provvista abbondante e a bassissimo costo. Ciò ha permesso la riattivazione di un'attività di *trading* sui titoli, come pure su valute e *commodities*, che ha riportato le quotazioni a livelli ben superiori a quelli cui erano caduti nell'agosto-settembre 2008; se ne sono avvantaggiati la valutazione dei titoli in bilancio e la redditività delle banche, accusate di

non finanziare le attività produttive e in particolare le piccole e medie imprese. Questa critica è in non pochi casi ingiusta, poiché la domanda di credito per investimenti cala per le incerte prospettive di ripresa economica, mentre aumenta quella per rifinanziare crediti commerciali non onorati alla scadenza o per reintegrare il capitale circolante ridottosi per varie cause, il che rappresenta un aumento di rischio per la banca non necessariamente compensabile con un maggior tasso di interesse.

Agli ampi margini di profitto delle grandi banche si è accompagnata una nuova esplosione di eccezionali *bonus* per i loro dirigenti, una prassi retributiva ritenuta non solo eticamente repressibile e socialmente inaccettabile in una situazione di scarsa crescita, se non di recessione, e comunque di elevata disoccupazione, ma anche economicamente perversa, poiché – si afferma – spinge all’assunzione indiscriminata di rischi e all’espansione dell’attività finanziaria con ogni sorta di nuovi prodotti sempre meno utili per l’economia reale.

Il problema dei *bonus* è stato tra i primi a sollevare l’attenzione critica dei politici del G20, che hanno raccomandato ai regolatori di porre dei vincoli (vedi *supra*). Ad esempio, in Francia, si è affidata ad un’alta personalità il compito di stabilire dei limiti alle retribuzioni dei *trader*; nel Regno Unito si vuole tassare con l’aliquota del 50 % i *bonus* erogati; in Italia, le procedure per la politica retributiva delle banche sono già divenute oggetto di regolamentazione e il Parlamento sta cercando di porre alle retribuzioni dei dirigenti bancari un tetto pari all’emolumento dei parlamentari... Negli Stati Uniti, nonostante la negativa pubblicità che ne deriva, le grandi banche hanno annunciato che 150 miliardi di dollari saranno assegnati come *bonus* a manipoli di loro dirigenti.

In un primo tempo, il Presidente Obama ha proposto di tassare le passività diverse dai depositi dei grandi conglomerati finanziari con l’aliquota dello 0,15 %. In effetti, la legge che istituì il TARP (*Troubled Assets Relief Program*) stabilì che i fondi impiegati per il salvataggio devono essere recuperati a carico dei beneficiari. Con la tassazione proposta, si spera di racimolare 90 miliardi di dollari in dieci anni, contro i 117 miliardi di perdite che, si calcola, accumulerà il TARP. Questo progetto ha sollevato fiere proteste nella comunità bancaria e addirittura la minaccia di porre alla Suprema Corte il quesito della sua

costituzionalità. A parte i banchieri, il principio di recuperare quanto è stato speso dal contribuente appare sacrosanto; tuttavia, economisti come Diamond e Kashyap (2010) propongono che ciascuno paghi in funzione della dimensione del salvataggio di cui è stato oggetto, facendo così ricadere l'onere prevalentemente sulle ex banche di investimento. L'imposta, quindi, dovrebbe colpire la differenza tra il valore delle attività alla fine dell'agosto 2008 e il livello corrente del capitale e sarebbe equivalente a un premio di assicurazione pagato, contro le regole, *ex post*.

La perdita di popolarità e soprattutto quella del seggio senatoriale del Massachusetts, già appannaggio del senatore Ted Kennedy per quasi mezzo secolo, a vantaggio dei repubblicani hanno spinto il Presidente Obama a reagire con grande forza alla disaffezione della sua base elettorale e al tentativo della *lobby* bancaria di continuare ad operare secondo il vecchio modello, respingendo i tentativi di ridefinizione delle regole da parte della politica. Il 21 gennaio, fiancheggiato da Paul Volcker, ex presidente della Fed, e da Bill Donaldson, già alla testa della SEC, ha annunciato che negli ultimi due anni più di sette milioni di americani hanno perso il lavoro e che se i banchieri desiderano dare battaglia, egli è disposto ad affrontarla. Dopo avere richiamato la legislazione che il Congresso sta esaminando per limitare l'assunzione di rischi da parte di grandi imprese finanziarie, egli ha annunciato due misure definite di buon senso: a) che alle banche, proprio per le garanzie di cui godono, non potrà essere più permesso di possedere o sponsorizzare *hedge* o *private equity fund*, investire in questi ultimi, effettuare operazioni di *proprietary trading* per il proprio profitto, attività cioè non collegate con servizi ai clienti; b) che venga esteso il limite alla dimensione dei depositi che ciascuna istituzione può raccogliere (attualmente il 10 %) anche alle più ampie forme di raccolta effettuate da grandi istituzioni finanziarie, al fine di non concentrare troppo rischio in una singola banca. La prima misura costituisce una forma di segmentazione, la seconda tende ad evitare un'eccessiva concentrazione; sono entrambe degne di attenta considerazione, anche se da sole non mi sembrano risolutive. Le proteste non sono mancate a Wall Street e a Davos, come sul *Financial Times* e su *The Economist* ed hanno

riguardato soprattutto il divieto del *proprietary trading* che sposterebbe l'attività a favore degli *hedge fund*, intermediari sinora non regolati, a danno delle banche. Non va dimenticato che Giovannini (2008) ha da tempo rilevato che la crescita dei gestori di capitale ha evidenziato importanti squilibri tra istituzioni e funzioni sui mercati finanziari. Ciò significa che la regolazione deve cercare di prevenire e di regolare i conflitti di interesse che derivano dalla commistione o dalla contiguità di operazioni eseguite per conto dei clienti e quelle fatte nel proprio interesse. Già il Gruppo dei 30 (2009) con la raccomandazione 1 del suo rapporto invocava proibizioni al riguardo, nonché forti obblighi in termini di liquidità e di capitale per il *proprietary trading*.

La presa di posizione del Presidente Obama ha suscitato apprensione e sospetti in Europa. La cancelliera Merkel ha chiesto che vi siano altre riunioni internazionali in aprile e in maggio a Berlino per affrontare questi problemi. Il Presidente Sarkozy, dal Forum di Davos, ha richiesto che la competenza in questa materia resti al G20. Il timore è che ancora una volta gli americani, eventualmente con l'appoggio inglese, decidano i provvedimenti da prendere e che gli altri europei siano costretti a seguire, come Basilea I *docet*. Nel lodare la reazione del Presidente Obama, il governatore Mervyn King si è dichiarato favorevole alla scissione di banche grandi e complesse e alla necessità di creare strutture taglia-fuoco...⁵

7. Una ricapitolazione delle tematiche piuttosto che una conclusione

Difficile se non impossibile trarre conclusioni in questo momento che vede la crisi reale colpire ancora pesantemente l'occupazione, i banchieri anglosassoni, tornati baldanzosi per gli alti profitti assicurati dall'attività di *trading*, rifiutare il disegno riformistico, le banche europee preoccuparsi che i futuri coefficienti di capitale non rendano impossibile la remunerazione degli accresciuti livelli di mezzi propri, le autorità

⁵ La prospettiva della scissione delle grandi banche ha eccitato la *verve* di umoristi come Alford (2010).

politiche ricercare una nuova unità di intenti, quelle tecniche, incaricate di redigere le nuove regole, dibattersi tra la forza degli interessi precostituiti e la necessità di non ostacolare la formazione del consenso. Perciò, sembra più utile riassumere le tematiche affrontate o soltanto accennate.

A) Va rilevato che, sino a Basilea II, gli schemi regolatori erano elaborati internazionalmente da un comitato di supervisori bancari con sede a Basilea (BCBS) e in qualche misura anche da similari organismi per le assicurazioni (IAIS) e per i mercati (IOSCO); solo successivamente interveniva l'approvazione ufficiale da parte delle autorità, compresa l'Unione Europea. Oggi, il FSB risponde in prima istanza ai ministri delle finanze accompagnati dai governatori delle banche centrali e in seconda ai capi di stato e di governo; infatti, è stato presentato al vertice di Pittsburgh lo statuto del FSB che fissa gli obiettivi, il mandato, i partecipanti e gli impegni di questi ultimi, la struttura organizzativa.

B) La globalizzazione in senso spaziale, ma soprattutto quella che ha generato conglomerati finanziari ha prodotto gruppi troppo grandi, troppo complessi, troppo affetti da conflitti di interesse; si impone un loro ridimensionamento, ma dubito che possa essere ottenuto soltanto con disincentivi, ad esempio con più alti coefficienti di capitale e maggiore intensità della supervisione. La dimensione da un lato conferisce potere a chi ha l'abitudine al comando, dall'altro lo porta a sottostimare le difficoltà di gestione di organismi sempre più grandi e complessi. La mia relativa sfiducia, quindi, nella forza dissuasiva dei disincentivi che si stanno approntando giustifica il ricorso a qualche linea di demarcazione non valicabile, che può essere stabilita tra vari tipi di intermediari, attività, clientela. Ciò va fatto non solamente per permettere ai supervisori di esercitare un'efficace azione di controllo, ma soprattutto per tutelare gli utenti, gli azionisti e l'assicuratore di ultima istanza, cioè lo Stato. E' la volontà di potenza dei manager, insieme col loro desiderio di eccezionali guadagni, la spinta più pericolosa verso il gigantismo e la complessità; a mio avviso, non li si combatte con barocche disposizioni sui *bonus* e sulle retribuzioni variabili, per quanto eticamente giustificate. Né l'introduzione di un formale vincolo alla leva finanziaria, che era già presente negli Stati Uniti, sembra sufficiente alla bisogna; può spingere a

scegliere rischi più elevati se v'è spazio nel coefficiente ponderato per aumentare il ROE.

C) L'esistenza di un rischio sistemico e la necessità di una vigilanza macroprudenziale sono state finalmente riconosciute, ma intercettazione, misurazione e gestione del primo sono ancora da scoprire, mentre per la seconda a me sembra che si è ancora in fase di attribuzione di responsabilità a pleorici organismi, certamente in sede UE, forse tra breve anche negli Stati Uniti, dopo che le critiche al FRB per le sue responsabilità nella crisi hanno indotto un Ben Bernanke, riconfermato al vertice della banca centrale americana, a dichiararsi favorevole a un organo collegiale.

D) La pro-ciclicità è un'antica caratteristica dei sistemi bancari che viene riassunta nella massima che “le banche chiudono l'ombrello quando piove e lo aprono se splende il sole”; in verità, non solo i nuovi principi contabili, ma anche la regolazione incentrata sul capitale e la fiscalità vi contribuiscono grandemente. Comunque, le misure del rischio e gli assunti che sottostanno alle prassi per la sua misurazione tendono ad essere altamente pro-ciclici; tali sono la volatilità di breve periodo, la correlazione tra *asset* e *default*, la probabilità di *default*, come pure la perdita in caso di *default*. Inoltre, gli stessi incentivi nell'attività bancaria funzionano in modo pro-ciclico; il rapporto di credito che si stabilisce tra chi fornisce fondi e chi li utilizza è sottoposto a tensioni in caso di peggioramento della congiuntura, sicché il primo tende a ridurre la propria esposizione e il secondo ad ampliarla; se vi è un collegamento, poi, tra le garanzie date dal cliente e il credito concesso dalla banca la pro-ciclicità assume addirittura aspetti meccanici attraverso il mantenimento dei margini (FSF April 2009).

E) Per molti, molti decenni la banca è stata protetta dal prestatore di ultima istanza e dall'assicurazione dei depositi al fine di assicurare stabilità ad essa e per il suo tramite anche all'economia (Freixas e Rochet 1997). Negli ultimi vent'anni circa si è rincorsa anche per la banca la trasparenza con l'obiettivo di conoscerne in ogni momento il prezzo o almeno quello dei suoi *asset*, dimenticando il valore che rappresenta la sua funzione. L'instabilità della finanza è stata così trasferita alla banca. Un rapido rinsavimento al riguardo si impone, dopo che la convergenza

tra finanza e banca, invece di generare una maggiore, complessiva solidità, ha trasmesso la volatilità della prima alla seconda. Tuttavia, ciò non significa rifiuto delle innovazioni, in particolare di quelle che si sono affermate negli ultimi anni. Ad esempio, innovazioni come le cartolarizzazioni dovranno rimanere, ma solo per dare flessibilità al modello di *origination-to-hold*; parimenti, i derivati dovranno abbandonare l'opacità dell'*over the counter* per diventare in misura prevalente oggetto di transazione sui mercati regolamentati con controparte centralizzata.

F) L'insistenza maggiore sull'aumento dei coefficienti di capitale rispetto a quelli di liquidità spinge, come è già avvenuto in passato con cartolarizzazioni e derivati, ad aggirare i vincoli. Da quando esiste una banca, il rischio di fallimento è collegato nel breve periodo alla mancanza di liquidità, come le file agli sportelli della Northern Rock e la nazionalizzazione della medesima ci hanno ricordato, non alla scarsità di capitale. Quest'ultimo è deputato a insulare la banca dalle perdite impreviste, non da quelle prevedibili sui crediti alle quali si deve far fronte con gli accantonamenti (*provisioning*); un'accumulazione anticiclica dei medesimi sembra essere oggi accettata. La liquidità, molto trascurata per dare spazio al capitale, nell'illusione che il mercato fosse sempre in grado di fornirla, dovrà ritornare al centro dell'attenzione di regolatori e supervisori.

G) Infine, che si tratti di ottenere capitale dall'esterno o di accumulare fondi di riserva a carico degli utili lordi, sempre dal margine di intermediazione, che include quello di interesse, bisognerà ottenere i flussi di cassa per coprire i costi, remunerare gli azionisti, proteggere la banca contro i cattivi debitori. Di quanto dovrà aumentare il costo del credito? Non si stanno ponendo le basi, al fine di calmierarne l'onere, per un ritorno al credito con pubbliche agevolazioni, in termini di interesse o di garanzie? Penso che qualche segmentazione per categorie di intermediari, tipi di operazioni, classi di clientela⁶ sia un'opzione degna

⁶ In questo scritto non ho cercato di individuare specifiche linee lungo le quali la segmentazione potrebbe articolarsi, poiché le mie conoscenze sono del tutto insufficienti per un tale compito, soprattutto se esso deve coprire la realtà finanziaria di ogni paese. Infatti, con riferimento alle proposte annunciate dal Presidente Obama, formulate e

di attenta considerazione, per restituire alla banca la sua fondamentale funzione di erogatore di credito e di principale gestore del sistema dei pagamenti. Se non si vorrà procedere in questo senso, si correrà il rischio che il frazionamento avvenga su base territoriale, che si cada cioè nel protezionismo.

BIBLIOGRAFIA

- ACHARYA V., PEDERSEN L., PHILIPPON T., RICHARDSON M. (2009), "Regulating Systemic Risk," in *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, ed. by Viral Acharya and Matthew Richardson, Wiley and Sons, New York.
- ALFORD H. (2010), "18 Ways to Break the Bank", *The New York Times*, February 4, retrievable on line at www.nytimes.com/2010/02/04/opinion/.
- ALLEN F., GALE D. (2000), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- ANDREWS E.L. (2009), "Bernanke in Nod to Critics, Suggests Board of Regulators", *New York Times*, October 2, retrievable on line at www.nytimes.com.2009/10/02/business/economy/
- ANDRITZKY J., KIFF J., KODRES L., MADRID P., MAECHLER A., NARAIN A., SACASA N., SCARLATA J. (2009), "Policies to Mitigate Procyclicality," *IMF Staff Position Notes*, No. 09/09, International Monetary Fund, Washington.
- BCBS (2009a), *Strengthening the resilience of the banking sector*, December, retrievable on line at www.bis.org/publ/bcbs164.htm.
- BCBS (2009b), *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, December, retrievable at www.bis.org/publ/bcbs165.htm.
- BCBS (2009c), *Enhancements to the Basel II framework*, July, retrievable at www.bis.org/publ/bcbs157.htm.
- BCBS (2009d), *Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, September, www.bis.org/publ/bcbs162.htm.
- BCBS (2008), *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, September, retrievable at www.bis.org/publ/bcbs144.htm.
- BERGER A.N., HUMPHREY D.B. (1994), "Bank Scale Economies, Mergers, Concentration, and Efficiency: The U.S. Experience," *Center for Financial Institutions Working Papers*, No. 94-25, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
- BIS (2009), *79th Annual Report 2008–09*, Basel, retrievable on line at www.bis.org/.

sostenute da Paul Volcker (2010), mi sono limitato ad affermare che sono degne di attenta considerazione. In questa fase di rifondazione della finanza, è importante che si affermi il principio che alcune segmentazioni sono necessarie per rendere le banche più gestibili e meglio sorvegliabili per la debolezza dei disincentivi alla crescita dimensionale e alla complessità strutturale.

- BORIO C., LOWE P. (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", contributo presentato alla conferenza della BIS su "Changes through Time: Measurement and Policy Options", *BIS Working Papers*, No. 114, July, Basel.
- BRUNNERMEIER M., CROCKETT A., GOODHART C., PERSAUD A.D., SHIN H. (2009), "The Fundamental Principles of Financial Regulation," *Geneva Reports on the World Economy 11, Preliminary Conference Draft*, International Centre for Monetary and Banking Studies, Geneva.
- DE LAROSIÈRE J. (chair – 2009), *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.
- FABI F., LAVIOLA S., MARULLO REEDTZ P. (2005), "Lending decisions, procyclicality and the New Basel Capital Accord", in "Investigating the relationship between the financial and the real economy», *BIS Papers*, No. 22, Basel, April, pp. 361-91.
- FREIXAS X., ROCHET J.C. (1997), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- FSB (2009a), *Overview of Progress in Implementing the London Summit Recommendations for Strengthening Financial Stability*, 25 September, retrievable on line at www.financialstabilityboard.org/.
- FSB (2009b), *Improving Financial Regulation*, 25 September, retrievable on line at www.financialstabilityboard.org/.
- FSF (2009), *Principles for Sound Compensation Practices*, 2 April, retrievable on line at www.financialstabilityboard.org/.
- G20 (2009a), *Leaders' Statement, The Pittsburgh Summit*, 25 September, retrievable on line at www.g20.org.
- G20 (2009b), *Leaders' Statement, The Global Plan for Recovery and Reform*, London, 2 April, retrievable on line at www.g20.org.
- G20 (2009c), *Declaration on strengthening the financial system*, London, 2 April, retrievable on line at www.g20.org.
- G20 (2008), *Declaration – Summit on Financial Markets and World Economy*, Washington, 15 November, retrievable on line at www.g20.org.
- G20 FMCBG (2009a), *Communiqué*, 5 September, retrievable on line at www.g20.org.
- G20 FMCBG (2009b), *Declaration on further steps to strengthen the financial system*, 5 September, retrievable on line at www.g20.org.
- G20 FMCBG (2009c), *Progress Report on the Actions of the London and Washington G20 Summits*, 5 September, retrievable on line at www.g20.org.
- GIOVANNINI A. (2008), "Reforms that can boost securities markets", *Financial Times*, July 31, retrievable on line at www.ft.com/cms/.
- GREENSPAN A. (1999), *Do efficient financial markets mitigate financial crises?*, remarks before the 1999 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, October 19, Sea Island, Georgia, retrievable on line at www.federalreserve.gov.
- GREENSPAN A. (1996), *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, December 5, Washington, D.C., retrievable on line at www.federalreserve.gov.
- GROUP OF THIRTY (2009), *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, Washington, D.C., retrievable on line at www.group30.org/pubs.

- IMF (2009a), *Global Financial Stability Report – Navigating the Financial Challenges Ahead*, October, retrievable on line at www.imf.org/external/pubs/ft/gfst/2009/.
- IMF (2009b), *Global Financial Stability Report – Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, April, retrievable on line at www.imf.org/external/pubs/ft/gfst/2009/.
- KAPLAN R., MERTON R., RICHARD S. (2009), “Il fair value sperduto nel labirinto delle banche”, *Il Sole 24 Ore*, 19 agosto, p. 1 e p.2.
- KASHYAP A., RAJAN R., STEIN J. (2008) “Rethinking Capital Regulation”, paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium on *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, August 21–23, Jackson Hole, Wyoming.
- MAES I. (2009), “On the origins of the BIS macro-prudential approach to financial stability: Alexandre Lamfalussy and financial fragility”, *Working Paper Research*, n. 176, National Bank of Belgium, Brussels, October.
- MASERA R.S. (ed. – 2009), *The Great Financial Crisis – Economics, Regulation and Risk*, Bancaria Editrice, Roma.
- MILLER M.H. (1986), “Financial innovation: The last twenty years and the next”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 (4), pp. 459-471.
- ONIDA F. (2009), “Protezionismo – Non mettete la camicia di forza al commercio”, *Il Sole-24 Ore*, 30 agosto, p. 1.
- POOLE W. (2009), “A Market Solution to Secure Banks’ Future”, *Financial Times*, May 20.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2004), Markt/2003/02/F – *Study on the financial and macroeconomic consequences of the draft proposed new capital requirements for banks and investment firms in EU*, 8 April.
- RONCAGLIA A. (2010), *Economisti che sbagliano. Le radici culturali della crisi*, Laterza, Roma-Bari.
- SARCINELLI M. (2009a), “2007: la crisi da *subprime*”, in Rita Perez (a cura di), *Finanza privata e finanza pubblica – I mutui subprime e la spending review*, Maggioli editore, Santarcangelo di Romagna, 2009, pp. 97-123.
- SARCINELLI M. (2009b), “Globalizzazione, squilibri nelle bilance dei pagamenti e sistema monetario internazionale”, *AREL, la rivista*, n. 2, 2009, pp. 151-157.
- SARCINELLI M. (2009c), “Innovazione finanziaria: opportunità e criticità”, *Bancaria*, anno 65, luglio-agosto 2009, n. 7-8, pp. 69-72.
- SARCINELLI M. (2009d), “La riscoperta della liquidità”, *Notiziario della Banca Popolare di Sondrio*, n. 110, agosto 2009, pp. 24-26.
- SARCINELLI M. (2005), *Il nuovo accordo di Basilea e la sua pro-ciclicità*, dattiloscritto, 17 maggio.
- SARCINELLI M. (2004), “La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci”, *Moneta e Credito*, n. 227, settembre, riedito elettronicamente (2009) in *Moneta e Credito*, nn. 245-248, pp. 145-190 ottenibile on line da www.monetaecredito.info.
- SARCINELLI M. (2003), “Crisi economiche e mercati finanziari: è di aiuto un nuovo ordine finanziario?”, *Moneta e Credito*, n. 224, dicembre.
- SHILLER R.J. (2003), *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, Princeton University Press, Princeton.
- SHILLER R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.
- SHILLER R.J., AKERLOF G.A. (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.

- THE ECONOMIST* (2009), “Death warmed up”, October 1st, retrievable on line at www.economist.com/businessfinance/.
- TUCKER P. (2009), “Restoring Confidence – Moving Forward,” speech to the British Bankers’ Association Annual International Banking Conference, London, June 30.
- VOLCKER P. (2010), “How to Reform Our Financial System”, *New York Times*, January 31, retrievable on line at www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31volcker.html.
- VOLCKER P. (2009), “Le banche devono fare solo le banche”, intervista di Claudio Gatti, *Il Sole-24 Ore*, 10 settembre, p. 10.