

Titoli e attività bancaria: ponti e mura

TOMMASO PADOA-SCHIOPPA

1. Introduzione

Questo saggio si concentra sulle relazioni fra attività bancaria e attività in titoli. A partire dagli anni Trenta del XX secolo, tali relazioni sono state intese prevalentemente in termini di separazione (“mura”); è mia intenzione, invece, esaminare in che misura fra i due tipi di attività si sono stabilite delle connessioni (“ponti”).

La questione è interessante perché in anni recenti l'importanza dei mercati dei titoli è aumentata in tutti i paesi del mondo: un processo che ha messo in atto un numero di connessioni sempre maggiore fra attività bancarie e attività in titoli e ha avuto importanti effetti sull'esposizione al rischio dei singoli intermediari finanziari e del sistema finanziario nel suo complesso. A causa di questi mutamenti sono emersi nuovi problemi relativi alla definizione delle strategie di regolamentazione e vigilanza. In Europa questi sviluppi sono stati accentuati dall'introduzione dell'euro e le autorità responsabili vi hanno prestato particolare attenzione, come emerge dal lavoro del Comitato economico e finanziario e del Comitato dei saggi.

Per maggiore chiarezza, comincerò con il definire i concetti di attività bancaria e di attività di intermediazione mobiliare. Com'è noto, la conduzione dell'attività bancaria è consentita soltanto a un tipo particolare di intermediario finanziario: la banca. Pressoché in ogni sistema giuridico le banche sono definite come istituti che concedono prestiti e raccolgono depositi dal pubblico. Gli intermediari in titoli includono invece un'ampia gamma di istituti che non espletano la funzione fondamentale dell'attività bancaria, caratterizzata dalla raccolta di depositi e dalla concessione di prestiti, e non vendono prodot-

□ Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno (Germania).

ti assicurativi. Queste imprese possono essere, ma l'elenco non è esaustivo, fondi di investimento, società di intermediazione mobiliare, *brokers/dealers* e consulenti finanziari.

Mentre dal punto di vista concettuale la definizione dell'attività bancaria è comune a quasi tutte le legislazioni nazionali, fino agli anni più recenti vi sono state differenze più marcate nella gamma di attività finanziarie in cui alle banche era consentito impegnarsi. Negli Stati Uniti e in Giappone – che per molti decenni avevano imposto una rigida separazione fra attività bancarie e in titoli – una certa combinazione delle due attività è stata consentita a partire dalla fine dello scorso decennio; nell'Unione Europea invece la tradizione della “banca universale” ha permesso da molto tempo alle banche di svolgere attività di intermediazione mobiliare.

Nelle pagine che seguono, la sezione 2 esamina le modifiche strutturali subite dal sistema finanziario rilevanti per il tema che stiamo considerando; la sezione 3 considera a quali rischi siano esposte le singole istituzioni finanziarie e il sistema finanziario nel suo insieme per effetto dei “ponti” fra attività bancarie e attività in titoli recentemente costruiti attraverso lo sviluppo dei mercati; infine, la sezione 4 considera le principali implicazioni della commistione fra questi due tipi di attività dal punto di vista delle pratiche di regolamentazione e di vigilanza.

Prima di iniziare vorrei sottolineare – e più avanti giustificherò questa affermazione – che per quanto riguarda la possibilità di accedere a una rete di sicurezza pubblica io *non* ritengo desiderabile l'abbandono della distinzione fra intermediari finanziari bancari e non bancari. Inoltre, le mie osservazioni *non* dovrebbero essere interpretate come se implicassero che considerazioni relative alla stabilità finanziaria dovrebbero di norma influenzare le decisioni relative alla politica monetaria. La BCE ha come proprio obiettivo il mantenimento della stabilità dei prezzi e né il Trattato le permetterebbe di fare altrimenti, né essa desidera modificare tale proprio obiettivo.

2. I cambiamenti

Cominciamo considerando gli sviluppi del sistema finanziario. In seguito all'aumento della dimensione dei mercati dei titoli e alla loro

crescente complessità, si sono progressivamente verificati cambiamenti strutturali su scala globale. Cambiamenti profondi sono avvenuti anche nell'Europa continentale, ove la banca occupa una posizione dominante, in particolare attraverso l'impulso fornito dall'euro. Passerò in rassegna cinque cambiamenti che possono essere considerati particolarmente importanti: lo sviluppo dei mercati finanziari (*securitization*), l'istituzionalizzazione dell'investimento, l'emergere di strumenti finanziari complessi, la conglomerazione (*conglomeration*) e la concentrazione (*consolidation*).

Con il termine *securitization* si fa riferimento allo spostamento del sistema finanziario da una posizione in cui a dominare sono gli strumenti non negoziabili (i depositi e i prestiti bancari) a una in cui i titoli negoziabili hanno un peso maggiore. Dal lato della domanda, questo andamento è stato generato dal notevole aumento della ricchezza finanziaria detenuta dalle famiglie – che a sua volta è un effetto della maggiore ricchezza delle società in cui viviamo – e dallo sviluppo di risparmi volontari a lungo termine diretti a integrare le pensioni pubbliche. Dal lato dell'offerta, il ricorso crescente da parte delle imprese alla raccolta di fondi attraverso il collocamento di titoli sul mercato è stata posta in relazione all'obiettivo di ottenere tassi di interesse più competitivi e di diversificare la struttura del proprio debito.

La rapidità della crescita della *securitization* è particolarmente notevole in Europa, ove un tempo a dominare erano i depositi bancari e le pensioni pubbliche. Nell'area dell'euro la quota dei titoli (detenuti direttamente o indirettamente) sul totale delle attività delle famiglie è ora notevolmente al di sopra della quota dei depositi e la capitalizzazione di borsa delle società quotate supera ormai il 100% del Pil, mentre nel 1995 raggiungeva appena il 30%. Questo dato risente della variazione dei prezzi dei titoli, ma il numero delle società quotate è raddoppiato a partire dal 1995, a conferma dell'accresciuto ricorso all'emissione di azioni quale mezzo di finanziamento. Per quanto riguarda i mercati delle obbligazioni, sempre nell'area dell'euro, negli ultimi tre o quattro anni il tasso di crescita annuo delle emissioni da parte delle imprese non finanziarie è stato molto superiore al 20%. La dimensione complessiva del mercato dei titoli di debito – comprendendo anche le obbligazioni dello stato e bancarie, in precedenza dominanti – sta ormai raggiungendo il volume del credito bancario. Senza dubbio in Europa il ricorso al finanziamento mobiliare è ancora molto inferiore

rispetto a quanto accade negli Stati Uniti, ma la differenza si sta riducendo rapidamente. Questa evoluzione ha determinato un aumento sostanziale della domanda per i servizi di intermediazione mobiliare e ora alcune delle principali banche europee operano come intermediari mobiliari su scala globale, in concorrenza con banche di investimento di origini statunitensi.

In passato è esistita una sorta di muro di separazione – *de jure*, come nei paesi che hanno seguito il “modello Glass Steagall”, o *de facto*, come nell’Europa continentale – fra attività bancarie e attività in titoli. In effetti le banche normalmente incanalavano verso la maggior parte delle imprese fondi raccolti presso le famiglie con livelli di ricchezza bassi e medi, mentre solo le famiglie più ricche investivano in titoli, e lo facevano acquistando direttamente le azioni o le obbligazioni emesse soltanto da un numero ristretto di grandi imprese. Con il procedere della *securitization* il ricorso a strumenti mobiliari è ora diffuso anche fra le famiglie che si collocano nelle classi di ricchezza più basse e fra le imprese più piccole e con caratteristiche di rischio più elevate. Ad esempio, nell’area dell’euro, la quota degli emittenti titoli considerati ad alto rischio e con un *rating* inferiore ad “A” è cresciuto dal 10% nel 1998 al 25% nel 2000. Analogamente, nell’area dell’euro il numero di piccole società con elevate prospettive di crescita quotate sul mercato azionario è aumentato di dieci volte fra il 1998 e il 2000.

Il secondo grande trend, l’*istituzionalizzazione degli investimenti*, è caratterizzato dalla crescita degli acquisti di titoli attraverso veicoli collettivi, quali ad esempio i fondi comuni di investimento, i fondi pensione e le assicurazioni sulla vita. Piuttosto che fornire fondi direttamente attraverso il mercato finanziario, le famiglie investono attraverso strumenti collettivi di gestione del risparmio per ottenere i benefici connessi alla diversificazione, cioè aumentare i rendimenti attesi pur mantenendo il rischio a livelli accettabili. Le famiglie più ricche perseguono lo stesso obiettivo attraverso servizi individuali di gestione patrimoniale. La maggiore dimensione e sofisticazione dei mercati finanziari hanno anche reso l’investimento in strumenti collettivi relativamente più a buon mercato dell’acquisto diretto di titoli.

Anche questo processo si è svolto molto rapidamente in Europa. Nella maggior parte dei paesi dell’Europa continentale tutte le forme di investimento collettivo hanno registrato aumenti molto più rapidi

rispetto al possesso diretto di titoli. L'aumento più rilevante è stato registrato dal valore totale dei fondi comuni di investimento, che è aumentato di venticinque volte dall'inizio degli anni Novanta.

L'istituzionalizzazione dell'investimento ha reso compatibili l'accresciuto ricorso al mercato dei titoli e il mantenimento e l'ampliamento del ruolo degli intermediari finanziari. Nonostante l'aumentata concorrenza da parte di intermediari non bancari, l'importanza delle banche non si è ridotta. Questo è chiaramente visibile in Europa, dove le banche sono state in grado di sfruttare la loro diffusa rete di sportelli per raggiungere gli investitori finali e ottenere una posizione dominante nell'attività di gestione del risparmio, con una quota di mercato che in molti paesi raggiunge oltre l'80% del totale degli investimenti collettivi. Le principali banche europee hanno ridefinito le loro strategie, intravedendo maggiori margini di profitto e prospettive di crescita nei servizi di gestione del risparmio e di finanza aziendale che nell'attività bancaria tradizionale. Le nuove strategie si sono rivelate assai efficaci nel sostenere la redditività bancaria, grazie anche alla grande crescita sperimentata dal mercato dei titoli fino alla metà del 2000. Mentre nel 1996 le entrate non tradizionali erano una quota del reddito totale delle banche dell'Unione Europea inferiore al 30%, nel 2000 la stessa quota era salita al 52%. Per le più importanti fra le banche attive nel settore dei titoli, il mutamento del peso relativo delle tradizionali fonti di reddito si è spinto molto oltre questi valori; in alcuni casi la quota delle entrate non tradizionali ha raggiunto il 70% del reddito totale.

Nel complesso, per molte banche l'intermediazione mobiliare – esercitata direttamente o attraverso società controllate – ha acquisito maggiore importanza, stabilendo così un forte collegamento, un “ponte”, fra attività bancaria e attività in titoli.

Il terzo mutamento strutturale è dato dalla rapida crescita degli *strumenti finanziari complessi*, il cui fine è di scomporre, negoziare e trasferire i rischi. Anche se i dati disponibili mancano di sistematicità, si può affermare che il mercato globale degli strumenti complessi – che per una parte considerevole consiste di strumenti derivati *over the counter* (OTC) – ha raddoppiato la sua dimensione diverse volte in circa dieci anni. In origine questi strumenti sono stati sviluppati ai fini della gestione dei rischi di mercato, ma in seguito sono stati progressi-

vamente estesi anche al campo dei rischi di credito. Questa tendenza emerge chiaramente anche in Europa.

Fra gli strumenti creati per gestire i rischi di credito, vorrei richiamare in primo luogo la cartolarizzazione dei crediti, cioè la trasformazione di prestiti bancari in titoli negoziabili. Questa tecnica ormai non viene applicata soltanto ai tradizionali prestiti ipotecari, ma anche ai prestiti a imprese di media e piccola dimensione e al credito al consumo. Nei prodotti più recenti gli investitori non hanno più come controparte la banca che ha originariamente concesso i prestiti, che può così trasferire completamente i rischi di credito ad altre banche o ad altri intermediari finanziari, quali ad esempio le compagnie di assicurazione e i fondi di investimento. Un'altra importante categoria di strumenti impiegati per trasferire i rischi di credito sono i derivati creditizi. Per quanto questi strumenti abbiano ancora un mercato relativamente contenuto rispetto ad altri, più consolidati strumenti derivati, la loro espansione negli anni più recenti è stata molto notevole.

Lo sviluppo di strumenti finanziari complessi è in linea con l'idea – a suo tempo avanzata da Robert Merton – secondo cui l'esistenza di mercati mobiliari evoluti permette agli intermediari finanziari di riprodurre tutti i prodotti finanziari tradizionali. In questo senso, ai fini del collegamento fra attività bancaria e attività in titoli, emergono due aspetti importanti. Uno è che le banche stanno perdendo la loro posizione di monopolio nella gestione di strumenti che comportano rischi di credito, dal momento che questi ultimi possono essere negoziati e riallocati presso altri intermediari finanziari. L'altro è che la distinzione fra prestiti non negoziabili e titoli negoziabili tende ad attenuarsi.

Il quarto importante cambiamento è la *conglomerazione*. Questa può essere definita come conduzione all'interno di un unico intermediario o gruppo finanziario di almeno due attività che erano tradizionalmente distinte: l'attività bancaria, l'attività di gestione titoli e l'attività assicurativa. Tuttavia questa definizione generale si può tradurre in definizioni legali diverse. Ad esempio, nel caso dell'Unione Europea, poiché i requisiti di capitale per le banche e per gli intermediari in titoli sono già stati definiti in un quadro unitario all'interno della Direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (*Capital Adequacy Directive*), il progetto di direttiva sui conglomerati finanziari richiede anche un impegno nel settore assicurativo per identificare un conglomerato.

Negli Stati Uniti, invece, il concetto di conglomerato finanziario adottato dalla legge Gramm-Leach-Bliley del 1999 prevede l'esistenza di una holding finanziaria in grado di offrire (senza essere necessariamente tenuta a farlo) l'intera gamma di servizi finanziari.

Negli anni recenti, in Europa, la tendenza verso la conglomerazione è stata piuttosto forte. Nel corso degli ultimi cinque anni, nell'area dell'euro, le fusioni e le acquisizioni trasversali (*cross-sector*) sono state pari a circa il 30% del volume delle transazioni dell'industria finanziaria. Al fine di trarre vantaggio dallo sviluppo dei mercati dei titoli, le banche si sono integrate sempre più spesso con intermediari in titoli. Inoltre, fatto interessante, sono anche emersi nuovi tipi di strutture conglomerate, come ad esempio quelle che combinano attività bancarie e gestione di fondi pensione. Ma grazie all'impulso fornito dalle riforme dei sistemi pensionistici nazionali e dalle sinergie connesse alla distribuzione di prodotti finanziari diversi, anche la forma tradizionale di conglomerazione in gruppi bancari e assicurativi ha continuato a svilupparsi.

La possibilità di creare conglomerati consente agli intermediari finanziari di godere di una certa libertà nella scelta della struttura societaria che meglio si adatta alle proprie esigenze. Alcune banche, come nel caso del modello della banca universale, scelgono di sfruttare la propria licenza bancaria intraprendendo attività in titoli al proprio interno ed erigendo ove necessario adeguate barriere organizzative. Altre scelgono di condurre le attività in titoli attraverso una società controllata per fugare ogni sospetto sull'esistenza di un conflitto di interessi fra attività bancarie e mobiliari, un tema su cui tornerò in seguito. In altri casi ci si spinge ancora oltre sulla via della separazione, creando una holding e conducendo le attività in titoli attraverso una società affiliata sorella della banca. Se confrontate con l'alternativa di fornire direttamente servizi di gestione titoli, le ultime due forme organizzative mirano a convincere le controparti che fra attività bancarie e in titoli esistono ancora mura di separazione, anche se esse sono collegate da ponti interni al gruppo.

La quinta e ultima tendenza che intendo considerare è la *concentrazione*, che consiste nella creazione di intermediari finanziari grandi e complessi, che controllano consistenti quote di mercato. La concentrazione è l'esito di fusioni e acquisizioni condotte sia all'interno di un settore sia trasversali a più settori di attività finanziaria. Nei periodi

più recenti il ritmo a cui la concentrazione è avanzata è stato elevato. Poiché le economie di scala connesse alla negoziazione all'ingrosso, all'elaborazione delle informazioni di mercato e all'offerta di servizi a grandi società e clienti istituzionali sono aumentate, sia le banche sia altri intermediari finanziari sono stati costretti a espandere la propria dimensione in modo tale da poter competere con successo sui mercati dei titoli. Questi sviluppi sono stati documentati e analizzati in modo approfondito nel rapporto dei banchieri centrali del G10 coordinato da Roger Ferguson, vice presidente della Federal Reserve degli Stati Uniti.

In Europa l'avvento dell'euro ha stimolato una tendenza alla concentrazione particolarmente significativa perché in precedenza la segmentazione dei mercati dovuta all'esistenza di diverse valute rendeva impossibile sfruttare completamente le economie di scala. Il fatto che il 70% del valore di tutte le fusioni fra intermediari finanziari dell'area dell'euro avvenute nel corso degli ultimi dieci anni si sia concentrato negli ultimi tre anni illustra la forza dell'impatto che ha avuto l'euro. Nonostante molte di queste operazioni mantengano un carattere nazionale, le loro motivazioni spesso riflettono la necessità di operare con efficacia in mercati dei titoli più integrati. Inoltre, è aumentata anche la quota di fusioni che vanno oltre i confini nazionali.

La concentrazione di banche e intermediari in titoli in gruppi complessi ha condotto a una maggiore concentrazione delle attività di negoziazione all'ingrosso in singole componenti del gruppo, e anche questo è uno sviluppo che supera le tradizionali distinzioni fra prodotti bancari e mobiliari. Al contrario, nel settore finanziario al dettaglio il panorama del mercato è più diversificato, con piccole banche e società di intermediazione mobiliare impegnate a competere con i grandi intermediari finanziari.

Tutti e cinque i mutamenti strutturali che ho brevemente considerato segnalano l'esistenza di grandi ponti fra attività bancarie e in titoli, ponti che sono stati costruiti negli anni più recenti in aree fondamentali dell'attività finanziaria. Vorrei richiamare brevemente le caratteristiche di questi ponti. La *securitization* ha aumentato il ricorso ai mercati da parte di risparmiatori e imprese che in precedenza ricorrevano prevalentemente ai servizi bancari. L'istituzionalizzazione degli investimenti ha spostato il baricentro dell'attività bancaria al di là della tradizionale attività di raccolta e prestito. Strumenti complessi per

la negoziazione e il trasferimento dei rischi hanno ridotto il dominio delle banche nel credito. La conglomerazione ha portato alla costruzione di strutture societarie che legano insieme diversi servizi finanziari. Infine, la concentrazione ha portato alla costituzione di intermediari finanziari complessi e di grandi dimensioni, con posizioni di mercato considerevoli su diversi strumenti finanziari.

3. I rischi

Consideriamo ora le conseguenze di questi sviluppi in termini di rischi per i singoli intermediari finanziari e per il sistema finanziario nel suo insieme.

Per quanto riguarda i rischi delle singole banche, la loro partecipazione alle attività di intermediazione mobiliare – che deriva dagli sviluppi appena considerati – modifica i rischi cui esse sono esposte, aumentando l'importanza di alcuni e riducendo quella di altri. Sono aumentati i rischi di mercato e quelli connessi alla volatilità dei redditi, mentre i rischi creditizi e quelli connessi ai tassi di interesse (i tradizionali rischi bancari) possono essere diminuiti. I rischi di mercato possono emergere in modo particolare dalle attività di negoziazione in conto proprio che le banche svolgono a sostegno dei servizi di gestione del risparmio e di finanza aziendale. Per quanto riguarda i rischi connessi alla volatilità dei redditi, la recente riduzione dell'attività del mercato dei capitali li ha resi evidenti, determinando una significativa riduzione delle attività di intermediazione mobiliare di alcune grandi banche europee e dei relativi profitti.

Questo mutamento nei profili di rischio deve essere valutato congiuntamente con i benefici derivanti dall'aumentata diversificazione, con i guadagni derivanti dal miglioramento del rapporto tra banca e clientela e con le economie di scopo realizzabili nella produzione e nella distribuzione dei servizi finanziari. Ma piuttosto che tentare un bilancio dei rischi e dei benefici, vorrei mettere in evidenza le modifiche che ne sono derivate nei profili dei rischi bancari. Queste modifiche sono rilevanti per gli assetti di regolamentazione e di vigilanza e per la sana e prudente gestione delle banche.

L'accresciuta negoziazione di strumenti finanziari complessi svolge un ruolo particolare in quanto può modificare sostanzialmente il profilo dei rischi degli intermediari finanziari che operano su questi mercati. Da un lato, lo sviluppo di strumenti in grado di trasferire i rischi rappresenta un'evoluzione positiva, poiché permette un trasferimento dei rischi alle istituzioni che si trovano nella posizione migliore per gestirli. Dall'altro lato, questi strumenti permettono agli intermediari finanziari di assumere elevate esposizioni e di trasferirle rapidamente ad altri soggetti. A causa di questi aspetti, vengono a essere ridotte la trasparenza dei mercati e le informazioni disponibili sulle effettive esposizioni al rischio, e per le autorità di vigilanza può risultare più difficile valutare i rischi assunti dai singoli intermediari. Inoltre, la concentrazione dell'attività a livello globale nelle mani di un numero limitato di grandi intermediari, determinata dal processo di consolidamento del settore, può produrre significative concentrazioni del rischio, che potrebbero risultare particolarmente notevoli nel caso degli strumenti derivati OTC. Secondo alcune stime, quasi il 30% dell'attività complessiva relativa a questi contratti fa capo ai tre maggiori intermediari del settore.

La negoziazione di strumenti finanziari complessi aumenta l'importanza di un'adeguata gestione dei rischi da parte dei singoli intermediari. Non si dovrebbe dimenticare che la distinzione fra rischi creditizi e di mercato è, in termini economici, una distinzione quantitativa e non qualitativa. Con l'accresciuta negoziabilità dei rischi di credito la distinzione è divenuta ancora meno netta. Per ogni titolo o strumento derivato, la dimensione dell'esposizione ai rischi di mercato converge all'esposizione al rischio di credito, ovvero la perdita dell'intero capitale investito.

In effetti, alcuni intermediari finanziari hanno già iniziato a sviluppare approcci integrati alla gestione dei rischi creditizi e di mercato. Strumenti quantitativi vengono ormai applicati da molte banche anche all'area dei rischi di credito, anche per effetto dei mutamenti che stanno per essere introdotti nella regolamentazione sul capitale, che permetteranno alle banche di utilizzare sistemi interni di valutazione dei rischi.

Passiamo ora a esaminare le conseguenze che i mutamenti strutturali descritti in precedenza possono avere sulla stabilità finanziaria

complessiva. Si impone innanzitutto una riflessione sulla validità dell'ipotesi tradizionale secondo cui possibili crisi del sistema finanziario possono avere origine nel settore bancario, ma non nell'intermediazione mobiliare. Questa è l'ipotesi sottesa alle differenze fondamentali negli approcci alle politiche di regolamentazione e di vigilanza per le attività bancarie e per quelle in titoli: mentre nel caso delle politiche bancarie ci si concentra sul perseguimento della stabilità finanziaria, nel caso dei titoli ci si concentra sulla tutela dell'investitore. Questa diversa enfasi ha avuto come fondamento due principali argomentazioni.

In primo luogo, quando la dimensione del comparto mobiliare era contenuta, non si riteneva che da esso potessero originare pericoli per la stabilità finanziaria. Ma, come abbiamo visto, questo argomento ha perso gran parte della sua validità in sistemi finanziari altamente sviluppati come quelli di oggi.

Il secondo tipo di argomentazione poggia su una considerazione più fondamentale, secondo la quale se le attività in titoli non rappresentano una fonte potenziale di fragilità per il sistema finanziario come le attività bancarie, ciò non è dovuto alla loro ridotta dimensione, ma alla loro stessa natura. A mio avviso, la validità di questa argomentazione dovrebbe essere riconsiderata alla luce degli importanti cambiamenti strutturali descritti in precedenza. Il fatto che ampie crisi si siano verificate in sistemi finanziari in cui l'attività bancaria aveva un peso determinante – come nel caso della Scandinavia e dell'Asia – ha indotto molti osservatori (ad esempio alcuni economisti della Banca Mondiale) a sostenere che ci si dovrebbe affidare più ai mercati mobiliari che al sistema bancario. Tuttavia sono state espresse anche opinioni in senso opposto. Ad esempio, il rapporto Ferguson sulla concentrazione nei mercati finanziari ha sottolineato che l'esistenza di mercati dei titoli particolarmente sofisticati richiede intermediari e gruppi finanziari sempre più grandi. Se una di queste entità incontra seri problemi e il contagio si trasmette al sistema bancario, allora la stabilità del sistema finanziario può essere messa in pericolo. Anche alcuni accademici (ad esempio Franklin Allen) hanno considerato questo problema, ma il corpo principale della letteratura disponibile resta concentrato sull'elaborazione di teorie dell'attività bancaria sempre più raffinate o si dedica al tema del contagio nei mercati mondiali dei titoli.

Per esplorare i problemi di stabilità posti dalle attività in titoli occorrerebbe definire in modo più preciso il rischio sistemico. Questo concetto viene formulato in modi diversi. A mio parere, una sua corretta definizione non dovrebbe fare riferimento al fallimento di singole istituzioni, che dovrebbe essere sempre considerato un evento normale in qualunque industria. L'attenzione dovrebbe invece essere posta sulle conseguenze che si diffondono nell'intero sistema finanziario attraverso il contagio, impedendo lo svolgimento delle funzioni economiche fondamentali dell'intermediazione finanziaria: l'ordinata esecuzione dei pagamenti e l'allocazione dei fondi dai risparmi agli investimenti.

La proposizione secondo cui le attività in titoli non possono costituire una minaccia per la stabilità del sistema finanziario può essere, per fini espositivi, distinta in due parti, la prima riferita al rischio di corse agli sportelli e la seconda al rischio di contagio. La prima proposizione afferma che l'attività di intermediazione mobiliare, trattando attività e passività liquide e negoziabili, può essere considerata immune da corse agli sportelli e dalla perdita di liquidità, che sono invece inerenti all'attività bancaria.

Tuttavia, da parte degli investitori in titoli possono verificarsi, e hanno effettivamente avuto luogo, fenomeni simili alle corse agli sportelli, in cui gli investitori possono scatenare corse alla vendita dei loro titoli nel tentativo di accrescere la disponibilità di attività liquide e ridurre i rischi. Un comportamento di massa può mettersi in moto se gli investitori imitano quello degli altri, considerandoli meglio informati. Questo comportamento viene spesso ai piccoli investitori, meno informati; tuttavia l'evidenza empirica suggerisce che esso potrebbe caratterizzare anche investitori professionisti.

La corsa a vendere particolari titoli o a liquidare strumenti di gestione del risparmio può provocare ampie oscillazioni dei prezzi di mercato, ma non comporta necessariamente un rischio di fallimento per gli intermediari in titoli che operano in regime di separazione dell'attività in proprio da quella in conto terzi. Ciò accade per due ragioni. In primo luogo, se i fondi propri per mezzo dei quali questa attività viene condotta sono distinti da quelli dei clienti, i rischi sono sostenuti direttamente da questi ultimi. In secondo luogo, se il volume dei titoli negoziabili detenuti può essere ridotto seguendo passo per

passo le decisioni di vendita dei clienti investitori, gli intermediari finanziari possono evitare le perdite e i rischi di fallimento associati all'attività bancaria. Invece, le richieste di restituzione di depositi il cui valore è fisso devono essere soddisfatte attraverso la liquidazione di prestiti che non sono liquidi. Questa differente fragilità nei confronti delle corse alle vendite ha rappresentato un importante muro fra l'attività bancaria e l'attività in gestione titoli.

Tuttavia, l'evoluzione dei mercati suggerisce che l'attività di gestione titoli delle banche o di imprese finanziarie non bancarie potrebbe risultare sempre più esposta a deflussi di liquidità. Molti intermediari, siano essi investitori istituzionali, società di intermediazione mobiliare e altri enti regolamentati o non regolamentati e anche banche, possono impegnarsi in attività di negoziazione in conto proprio, assumendone completamente i rischi, e possono assumere posizioni su strumenti finanziari complessi. In caso di tensione sui mercati, queste posizioni possono dover essere cancellate o ridotte o rivelarsi illiquide. Inoltre, se per finanziare queste posizioni si fa ampio ricorso alla leva finanziaria, la vulnerabilità delle imprese impegnate in queste attività può risultare molto accresciuta, come è stato dimostrato da incidenti accaduti in passato.

La seconda parte della proposizione riguarda il contagio e afferma che questo rischio, anche quando vi sia una corsa alla vendita di titoli, sarebbe comunque confinato al settore bancario. Tuttavia, in aggiunta ai rischi connessi alla propria attività in titoli, le banche potrebbero essere colpite dal fallimento di altri intermediari in titoli attraverso due canali principali, che potrebbero mettere a repentaglio la stabilità del sistema finanziario, a causa della rilevanza sistemica del settore bancario.

In primo luogo, le banche potrebbero essere seriamente colpite attraverso l'esposizione creditizia diretta nei confronti di altri intermediari finanziari. Mentre importanti esposizioni creditizie si sono tradizionalmente sviluppate all'interno del sistema bancario, nei sistemi di compensazione e regolamento e tramite le operazioni interbancarie, l'accresciuta negoziazione di prodotti finanziari complessi ha determinato una concentrazione di esposizioni creditizie delle banche nei confronti degli intermediari in titoli. Nel caso di LTCM (Long Term Capital Management), ad esempio, questa esposizione fu deter-

minata dai derivati OTC e dalle attività di brokeraggio e di compensazione, oltre che da normali prestiti.

In secondo luogo, l'incidente di LTCM ha posto in luce un altro e forse più importante canale di contagio delle banche, che agisce tramite l'impatto sui prezzi e sulla liquidità del mercato. In mercati illiquidi, il fallimento di uno dei maggiori operatori sul mercato dei titoli – o anche soltanto una liquidazione disordinata delle sue posizioni – potrebbe deprimere gravemente i prezzi. Ciò potrebbe procurare ampie perdite ad altre imprese che abbiano una significativa concentrazione del rischio sullo stesso mercato, imprese che potrebbero anche rischiare l'insolvenza. Come si può dedurre dalle affermazioni fatte in quell'occasione dal governatore Greenspan e dal presidente McDonough, nel caso di LTCM le preoccupazioni per la stabilità finanziaria erano collegate più a questo canale di contagio che all'esposizione creditizia delle banche. Il largo uso della leva finanziaria ha consentito a LTCM di assumere posizioni molto elevate in termini nominali, aumentando così la dimensione potenziale dello shock trasmesso ai prezzi e alla liquidità di mercato.

In linea di principio, vi sono due ragioni per cui anche le imprese non finanziarie potrebbero essere una fonte di instabilità per le banche e per l'intero sistema finanziario nel caso di turbolenze del mercato finanziario. In primo luogo, anche le imprese non finanziarie potrebbero trovarsi a dover fronteggiare notevoli rischi di mercato. In secondo luogo, i valori delle loro garanzie potrebbero essere influenzati dai prezzi di mercato. Tuttavia, per le banche i rischi maggiori potrebbero essere generati da altri intermediari finanziari piuttosto che da imprese non finanziarie, perché gli intermediari finanziari possono operare con alti livelli di *leverage*, possono assumere esposizioni molto ampie sui mercati e di solito sono strettamente collegati alle banche.

Fino a questo momento ho considerato i rischi per la stabilità finanziaria in termini di possibili ripercussioni sul sistema bancario. Un'altra questione riguarda la possibilità che il fallimento di una società di investimento in titoli rappresenti in se stesso un pericolo per la stabilità finanziaria, anche in assenza di ripercussioni sul sistema bancario. A questa domanda tendo a dare una risposta negativa. Se consideriamo gli episodi di tensione finanziaria dell'ultimo decennio, possiamo riconoscere un tratto comune nel fatto che le difficoltà hanno assunto una dimensione sistemica solo quando è stato colpito anche il

settore bancario. Fenomeni di turbolenza sorti al di fuori del sistema bancario sono rimasti contenuti ogni volta che le banche sono state in grado di soddisfare le necessità di liquidità degli altri intermediari, lasciando che i soggetti insolventi affrontassero il proprio destino ed evitando allo stesso tempo il rischio di un collasso generale del mercato. Mi sembra quindi possibile sostenere che le crisi che non coinvolgono le banche o che non comportano una rottura del processo monetario – quelle che Anna Schwartz ha chiamato “pseudo crisi” – sono destinate ad avere scarsi effetti sulla stabilità finanziaria. Questo probabilmente rappresenta il più importante muro fra attività bancaria e attività in titoli.

Spesso è stato sostenuto che l’innovazione tecnologica e finanziaria, consentendo agli istituti non bancari di offrire prodotti equivalenti a quelli bancari tradizionali quali i servizi di prestito e di pagamento, tende a erodere la posizione speciale delle banche. Tuttavia, come ho già sottolineato, la peculiarità delle banche non dipende dall’impossibilità di scambiare sui mercati i loro strumenti o dall’unicità dei loro prodotti. Essa invece nasce dal ruolo delle banche nell’offerta congiunta di depositi e prestiti – che consente un accesso continuo alla liquidità – e dalla trasformazione delle scadenze, che muta passività a breve termine in attività a lungo termine. Queste funzioni essenziali della banca non possono essere facilmente scomposte in parti distinte perché, come ricerche recenti hanno ancora una volta messo in rilievo, l’accettazione dei depositi e la concessione di linee di credito possono essere viste come manifestazioni, distinte ma con forti sinergie, della stessa funzione di offerta di liquidità. Inoltre le banche si trovano in una posizione intermedia fra le banche centrali – la fonte ultima della liquidità – e il resto del sistema finanziario.

In sintesi, mi sembra che gli sviluppi che abbiamo osservato nell’attività in titoli abbiano quattro principali implicazioni in termini di rischio. In primo luogo, i singoli intermediari finanziari si devono confrontare con profili di rischio più fluidi e complessi, che richiedono una più attenta gestione. In secondo luogo, potenziali crolli del sistema finanziario potrebbero facilmente avere origine nelle attività in titoli, poiché queste ultime potrebbero generare effetti di *spill-over* capaci di mettere in pericolo la stabilità dei grandi istituti bancari. Tuttavia, ciò non significa sostenere che gli intermediari finanziari non

bancari abbiano acquisito essi stessi un rilievo sistemico, a prescindere dal coinvolgimento del sistema bancario. In effetti, il ruolo speciale delle banche quali fornitori di liquidità porta a concludere che l'estensione di una rete di sicurezza pubblica agli intermediari finanziari non bancari o ai mercati mobiliari non sia giustificata. In terzo luogo, l'integrazione dei mercati e l'internazionalizzazione delle istituzioni finanziarie comporta che le difficoltà finanziarie, se di entità rilevante, potrebbero assumere più facilmente una dimensione transnazionale, trasmettendosi attraverso le esposizioni creditizie, gli effetti sui prezzi delle attività finanziarie o le condizioni di liquidità. Da questo punto di vista, l'area dell'euro rappresenta un caso particolare, poiché consiste di un mercato monetario perfettamente integrato e di un mercato dei capitali sempre più unitario, che operano in una moneta comune. In quarto e ultimo luogo, nella misura in cui le evoluzioni dei mercati delineate in precedenza continueranno anche nel futuro, è probabile che gli effetti potenziali delle attività in titoli sulla stabilità del sistema finanziario tendano ad aumentare.

4. Regolamentazione

L'ultimo tema riguarda le implicazioni di quanto visto finora sulla struttura della regolamentazione e della vigilanza.

Vorrei innanzitutto descrivere brevemente la struttura originaria. Nel settore bancario la grande attenzione ai problemi della stabilità finanziaria ha avuto origine dalla posizione dominante delle banche nel sistema finanziario e dalla concentrazione in esse dei rischi finanziari. L'attenzione alla stabilità finanziaria divenne dominante all'inizio del secolo scorso, in particolare dopo la Grande Depressione; lo scopo era di garantire il trasferimento dei risparmi verso investimenti produttivi. Tuttavia, vi fu anche una forte preoccupazione sociale per la protezione dei depositanti meno consapevoli, che venivano solitamente chiamati (prima che si diffondesse il linguaggio politicamente corretto) "vedove e orfani". Non vi erano invece forti pressioni, né di tipo economico né di ordine sociale, nei confronti della protezione degli investimenti in titoli; questi venivano realizzati da un

numero relativamente contenuto di individui benestanti. La trasparenza dei mercati era considerata sufficiente a proteggere i loro interessi.

In effetti, le regolamentazioni dei mercati mobiliari – come ad esempio i requisiti di trasparenza e di registrazione imposti agli emittenti di titoli negoziabili negli Stati Uniti attraverso il Securities Act del 1933 e il Securities Exchange Act del 1934 – furono introdotte principalmente con lo scopo di proteggere gli investitori. L'ultima delle due leggi appena citate rendeva illegali anche molte forme di manipolazione dei prezzi di mercato, in particolare l'*insider trading*. Nell'Unione Europea molti importanti atti della legislazione comunitaria sono entrati in vigore dopo la metà degli anni Ottanta, quando è stata adottata la Direttiva sui prospetti informativi. Tuttavia, la regolamentazione europea delle attività in titoli appare ancora meno sviluppata della regolamentazione bancaria. Ciò spiega perché il completamento della struttura regolamentata per l'attività in titoli rappresenta uno dei principali obiettivi del Piano di azione per i servizi finanziari preparato dalla Commissione Europea.

La separazione istituzionale fra attività bancaria e attività di intermediazione mobiliare – ad esempio nella forma predisposta dal Glass-Steagall Act del 1933 – è stata una pietra angolare della regolamentazione nei paesi che hanno abbandonato il modello della banca universale. Questo tipo di regolamentazione è stato introdotto principalmente per limitare i rischi assunti e per prevenire possibili conflitti di interesse. Inoltre, regole di condotta sono state applicate agli intermediari in titoli con lo scopo di proteggere gli interessi degli investitori.

La distinzione fra gli obiettivi primari della regolamentazione delle attività bancarie e di quelle mobiliari è ancora valida. Ad esempio, le misure di vigilanza e di sorveglianza macroprudenziali orientate alla stabilità finanziaria sono molto più estese per le banche che per gli intermediari in titoli. Tuttavia, la costruzione di un ponte fra i due approcci ha avuto inizio. Regole prudenziali sono state esportate dalla regolamentazione bancaria a quella dell'attività in titoli; analogamente, regolamentazioni relative alla trasparenza dei mercati e alla parità di condizioni concorrenziali sono state importate dal settore dei titoli al settore bancario.

Gli standard prudenziali esportati dal settore bancario a quello mobiliare comprendono i requisiti di adeguatezza patrimoniale e la

vigilanza su base consolidata, anche al fine di contribuire al controllo dei rischi nei conglomerati finanziari. Questi standard sono spesso associati a qualche tipo di compensazione che protegga gli investitori in caso di fallimento di un intermediario in titoli. Tuttavia, la funzione del capitale come ammortizzatore per la copertura delle perdite potrebbe essere più limitato nel comparto mobiliare che nel settore bancario. Mentre nel settore bancario la funzione del patrimonio di vigilanza è di fornire copertura per le perdite attese, nel caso degli intermediari in titoli le perdite attese dovrebbero essere già incorporate nella valutazione continua degli attivi in applicazione di principi contabili che impongono il riferimento ai valori di mercato. Ma, proprio perché il patrimonio di vigilanza degli intermediari in titoli non copre le perdite attese, può accadere che le risorse destinate ad ammortizzare i rischi possano rivelarsi non adeguate in caso di notevoli turbolenze dei mercati.

Il permanere di una specificità dell'attività bancaria giustifica le differenze fra le strutture di regolamentazione bancaria e mobiliare. Quindi, una totale armonizzazione delle strutture prudenziali non appare appropriata ed è opportuno limitare l'accesso alla liquidità della banca centrale agli istituti bancari, che sono sottoposti a più rigorose misure di regolamentazione e di vigilanza. Un più stretto controllo nei confronti delle banche è reso necessario anche per controbilanciare il vantaggio concorrenziale e il potenziale rischio morale (*moral hazard*) che derivano dall'accesso delle banche a una rete di sicurezza pubblica.

All'opposto, importanti regolamentazioni che in origine caratterizzavano l'attività in titoli vengono sempre più spesso importati nel settore bancario. Ciò accade in particolare per le norme relative alla trasparenza, che hanno tradizionalmente rappresentato il campo principale della regolamentazione dell'attività in titoli. Queste norme vengono applicate ora anche nel settore bancario, poiché ormai è ampiamente riconosciuto che la disciplina imposta dai mercati attraverso un aumento della trasparenza ha anche l'effetto di incentivare le banche a comportarsi secondo principi di sana e prudente gestione. Ciò a sua volta accresce la stabilità del sistema finanziario.

La funzione disciplinante del mercato è pienamente riconosciuta nel Nuovo Accordo di Basilea attraverso l'inclusione di estesi obblighi informativi per le banche. L'attuazione di questo accordo costituirà un'importante opportunità soprattutto per l'Unione Europea, dove

occorre migliorare la frequenza e il contenuto delle informazioni pubblicate dalle banche. Tuttavia, la trasparenza, per quanto necessaria, non è una condizione sufficiente a garantire un'effettiva disciplina di mercato. Alcuni creditori possono ad esempio ritenere di essere protetti dalla rete di sicurezza pubblica e non avere pertanto incentivi adeguati per controllare, e se del caso correggere, i comportamenti degli amministratori bancari. Sotto questo aspetto, la decisione di escludere i maggiori creditori delle banche dagli schemi di assicurazione dei depositi ha contribuito, in molti paesi, a ridurre la distanza fra i due approcci alla regolamentazione.

Altri tentativi di importare elementi dal settore mobiliare a quello bancario sono, a mio avviso, molto meno opportuni. Mi riferisco, in particolare, alla proposta recentemente avanzata dagli enti preposti alla definizione di standard contabili internazionali, secondo la quale nel settore bancario la contabilità basata sui costi storici dovrebbe essere sostituita da una contabilità a valori correnti. Questa proposta deve essere considerata con occhio particolarmente critico – e in questo senso si è recentemente espressa la Banca Centrale Europea – soprattutto perché per un'ampia parte delle voci presenti nei bilanci di una banca non è possibile determinare in maniera sufficientemente accurata il valore corrente. Infatti per la maggior parte dei prestiti bancari non esistono mercati secondari, e le tecniche attualmente impiegate per determinare il valore dei prestiti sono afflitte da una molteplicità di problemi metodologici. Di conseguenza, con la contabilità a valori correnti i conti delle banche finirebbero per perdere in affidabilità, trasparenza e comparabilità.

Il processo attraverso il quale i due approcci alla regolamentazione sono venuti a influenzarsi reciprocamente ha contribuito a migliorarli entrambi e a metterli meglio in grado di fronteggiare le sfide che emergono dall'evoluzione dei mercati e dai collegamenti che sono stati costruiti fra le attività bancarie e mobiliari. Per quanto io non veda la necessità di riformulare completamente queste strutture regolamentari, vi sono due questioni che devono essere considerate attentamente.

La prima è la possibilità che sorgano conflitti di interesse quando un intermediario finanziario combina l'offerta di servizi finanziari a un'impresa con l'investimento di fondi di altri clienti in titoli emessi da quell'impresa. Durante la recente caduta dei titoli tecnologici, ad

esempio, alcuni intermediari sono stati accusati di aver investito i fondi dei propri clienti con lo scopo di sostenere il prezzo di titoli di importanti imprese clienti, la cui redditività si era ormai deteriorata. Certo, questa preoccupazione può essere ritenuta valida per tutti gli intermediari che combinano le due funzioni; ma essa acquista un rilievo particolare nel caso delle banche, poiché esse hanno ampia capacità di influenzare le scelte di acquisto di titoli da parte dei piccoli investitori e al tempo stesso forniscono servizi creditizi e di altro tipo alle imprese emittenti.

In Europa la preoccupazione per tale conflitto di interesse potrebbe divenire sempre più pressante per effetto della recente espansione degli investimenti in titoli da parte dei piccoli investitori e del crescente coinvolgimento delle banche nell'attività di intermediazione mobiliare. Comportamenti scorretti – effettivi o presunti – possono rappresentare un'importante fonte di rischio per gli intermediari finanziari, la cui attività si basa sul mantenimento di un'eccellente reputazione. Pur senza mettere in discussione le ragioni che hanno portato al loro superamento, non si dovrebbe dimenticare che in origine le regolamentazioni del tipo Glass-Steagall furono concepite per fornire una solida tutela nei confronti dei conflitti di interesse, preferendo una netta separazione fra attività bancaria e in titoli e al ricorso a barriere organizzative interne. Ora invece l'onere di contrastare i conflitti di interesse ricade interamente sulle regole di condotta, la cui efficacia deve essere valutata in modo continuo e rigoroso, sapendo che gli effetti della rimozione delle regolamentazioni del tipo Glass-Steagall potrebbero non essersi ancora manifestati appieno.

La seconda questione ha a che fare con l'esistenza di intermediari in titoli non sottoposti ad alcuna regolamentazione, il cui fallimento potrebbe generare gravi dissesti finanziari. Esempi di questo tipo di istituti sono organismi privati di investimento a elevato *leverage*, come gli *hedge funds*, che non sono soggetti neppure alle regole di trasparenza e di condotta. Dopo il caso LTCM alcune istituzioni internazionali hanno esaminato attentamente la necessità di regolamentare gli *hedge funds* e gli altri soggetti che operano con un'elevata leva finanziaria. Tuttavia, in considerazione della difficoltà di applicare regolamentazioni a queste entità si è finora preferito seguire un approccio indiretto, basato sul rafforzamento del controllo dei rischi da parte delle controparti bancarie per prevenire la possibilità di un contagio da parte degli *hedge funds*. In parallelo, si è tentato di promuovere una pres-

sione da parte dei mercati finanziari per ottenere dagli *hedge funds* una maggiore trasparenza. Questi tentativi non hanno però prodotto risultati significativi, soprattutto perché il principale vantaggio competitivo degli *hedge funds* sta nella segretezza delle loro strategie di investimento. Dopo una pausa che ha fatto seguito all'incidente LTCM, l'attività globale degli *hedge funds* ha ripreso a registrare elevati tassi di crescita. Pertanto, rimango convinto della necessità di continuare a seguire con attenzione i problemi posti da istituti che operano con un alto grado di *leverage*.

Dopo avere discusso le questioni di regolamentazione, vorrei considerare brevemente alcune implicazioni per la vigilanza prudenziale. In termini generali, lo sviluppo di ponti fra l'attività bancaria e l'attività in titoli fornisce serie ragioni per accrescere il controllo dei rischi che l'attività in titoli fa nascere nei singoli intermediari finanziari e nell'intero sistema finanziario.

Con riferimento ai singoli intermediari, l'analisi dei rischi condotta in precedenza pone in evidenza nuove sfide che, nell'area della vigilanza microprudenziale, nascono dalla maggiore rilevanza assunta dai rischi di mercato e di volatilità del reddito, dall'opacità e complessità delle posizioni di rischio assunte degli intermediari finanziari, dalle accresciute possibilità di trasferimento e concentrazione dei rischi, e dalla complicazione delle strutture societarie. L'efficacia dei controlli di vigilanza richiede una più stretta cooperazione a livello nazionale fra la supervisione delle attività bancarie e in titoli.

Per quanto riguarda la vigilanza macroprudenziale, la precedente discussione sui rischi per la stabilità finanziaria suggerisce di porre un'enfasi adeguata sul controllo delle attività in titoli in quanto potenziali fonti di dissesti. L'efficacia dei controlli macroprudenziali richiede un rafforzamento della cooperazione fra le funzioni di banca centrale e l'esercizio della vigilanza microprudenziale.

Senza dubbio vi sono forti sinergie fra vigilanza micro- e macroprudenziale. Da un lato, il controllo della stabilità sistemica beneficia della disponibilità di informazioni sugli operatori più importanti. Dall'altro lato, il controllo dei singoli intermediari finanziari trae vantaggio dalla vigilanza macroprudenziale, dall'osservazione dei sistemi di compensazione e di pagamento e dalla sorveglianza dei mercati.

La necessità di una più stretta cooperazione fra la vigilanza del settore bancario e di quello dei titoli (e anche del settore assicurativo)

si riflette sull'organizzazione dell'attività di vigilanza a livello nazionale. In linea di principio, il rafforzamento dei legami fra le tre funzioni di vigilanza può seguire tre approcci: il modello di una singola agenzia, il modello per finalità (cosiddetto approccio *twin peaks*, in quanto ruota attorno alla distinzione tra l'obiettivo di stabilità e quello di tutela degli investitori) e il modello di cooperazione formale attraverso strutture di coordinamento fra autorità di vigilanza specializzate. A mio parere, la valutazione dei diversi argomenti teorici a favore e contro le varie opzioni non porta automaticamente a identificare una soluzione ottimale. Le scelte istituzionali possono quindi essere determinate anche da considerazioni pratiche connesse alla tradizione storica e all'ambiente istituzionale di ciascun paese. In pratica, ciò che importa in questo contesto è che tutti e tre gli approcci possono conseguire risultati soddisfacenti se messi in atto in modo appropriato.

Data l'internazionalizzazione dei principali intermediari e la crescente integrazione dei mercati, la necessità di migliorare il controllo dei rischi per la stabilità finanziaria che derivano dalle attività in titoli si pone anche a livello sovranazionale. Ciò richiede un rafforzamento della cooperazione fra tutte le autorità coinvolte, al di là dei confini nazionali e settoriali. Effettivamente i mercati internazionali dei titoli sono stati recentemente interessati da importanti perturbazioni (quali la crisi finanziaria messicana e quella asiatica e la crisi russa del debito). Questi episodi hanno generato preoccupazione perché hanno evidenziato il rischio che le tensioni si diffondano da un paese all'altro e da un mercato all'altro. Fra le diverse risposte da parte delle autorità, deve essere sottolineata l'importanza del Financial Stability Forum, istituito nel 1999 con lo scopo di rafforzare la cooperazione intersettoriale a livello globale.

Per quanto riguarda l'Europa, l'importanza della cooperazione transfrontaliera fra le attività di vigilanza micro- e macroprudenziale è stata pienamente riconosciuta dalle autorità di politica economica. In primo luogo, il Comitato economico e finanziario dell'Unione Europea ha affermato la necessità di migliorare lo scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza e le banche centrali sui principali intermediari finanziari e sull'andamento dei mercati. In secondo luogo, il Comitato dei saggi ha proposto che le regole dell'Unione Europea in tema di attività in titoli si basino su un processo decisionale più efficace e flessibile e ha anche raccomandato l'istituzione di un meccanismo di cooperazione fra attività di vigilanza di livello micro- e macropru-

denziale, che consenta di valutare gli effetti della crescente integrazione dei mercati dei titoli sul rischio sistemico.

5. Conclusione

Scopo di questo articolo è di esaminare la relazione fra le attività bancarie e le attività in titoli alla luce di recenti sviluppi avvenuti nei mercati, prestando particolare attenzione al sistema finanziario dell'Unione Europea, ove l'importanza dei mercati dei titoli è aumentata in modo significativo. L'osservazione di diverse forme di collegamento che sono emerse fra le attività bancarie e le attività in titoli suggerisce la possibilità che dalle attività in titoli emergano nuovi e più rilevanti rischi per i singoli intermediari finanziari e per il sistema finanziario nel suo insieme. Tuttavia, ciò non dovrebbe farci ritenere che le imprese finanziarie non bancarie siano divenute di per se stesse fonti di rischio sistemico, anche in assenza di problemi nel sistema bancario. In realtà, il ruolo speciale delle banche nell'offerta di liquidità resta un elemento fondamentale della distinzione fra attività bancarie e attività in titoli.

Uno sviluppo interessante è la contemporanea migrazione verso il comparto mobiliare di norme prudenziali tipiche della regolamentazione bancaria e verso il settore bancario di norme di trasparenza proprie della regolamentazione mobiliare. Questo interscambio può essere considerato reciprocamente vantaggioso. Mentre l'attuale regolamentazione dell'intermediazione mobiliare può essere considerata generalmente adeguata anche dal punto di vista della stabilità, appare necessario tenerne costantemente sotto controllo l'efficacia.

Priorità dovrebbe essere data al rafforzamento della vigilanza macro- e microprudenziale sui rischi determinati dalle attività in titoli. Ciò richiede un rafforzamento della cooperazione fra diversi organi settoriali di vigilanza microprudenziale e, nell'ambito della vigilanza macroprudenziale, fra questi e le banche centrali. Il rafforzamento della cooperazione dovrebbe avere luogo sia a livello nazionale sia a livello internazionale.

Sulle banconote in euro vediamo l'immagine di ponti e finestre, che rappresentano la connessione e l'apertura fra popoli e paesi. L'immagine scelta per il titolo di questo articolo sulle relazioni fra attività

bancarie e di attività in titoli è quella di ponti e mura. Come abbiamo visto, fra le attività bancarie e le attività in titoli, che in precedenza erano separate da mura, esistono ora ponti sempre più robusti. Ma poiché alcune di quelle mura continuano a restare al loro posto, ho dovuto essere cauto e non ho potuto mutuare appieno l'immagine delle banconote in euro.

BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, F. e R. HERRING (2001), "Banking regulation versus securities market regulation", *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*, no. 01-29.
- ALLEN, F. e D. GALE (2000), "Financial contagion", *Journal of Political Economy*, vol. 108, pp. 1-33.
- BANCA CENTRALE EUROPEA (2001), "Comments on the 'Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items'", Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters, November.
- BANERJEE, A. (1992), "A simple model of herd behaviour", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, pp. 787-818.
- BORDO, M., B. MIZRACH e A. SCHWARTZ (1998), "Real versus pseudo-international systemic risk: some lessons from history", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, vol. 1, pp. 31-58.
- CALVO, G. e E. MENDOZA (1999), "Rational contagion and the globalisation of securities markets", *NBER Working Paper*, no. 7153.
- CLAESSENS S., T. GLAESSNER e D. KINGEBLIEL (2000), "Electronic finance: reshaping the financial landscape around the world", *World Bank Financial Sector Discussion Paper*, no. 4.
- DIAMOND, D. e P. DYBVIK (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 401-19.
- G-10 Study on Consolidation* (2001), co-ordinated by R. Ferguson, Vice-Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, January.
- KASHYAP A., R. RAJAN e J. STEIN (1999), "Banks as liquidity providers: an explanation for the co-existence of lending and deposit-taking", *NBER Working Paper*, no. 6962.
- MERTON, R. e Z. BODIE (1995), *A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment, the Global Financial System – A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Harvard.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1999a), "EMU and banking supervision", lezione tenuta alla the London School of Economics, febbraio.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1999b), "Licensing banks: still necessary?", G-30 William Taylor Memorial Lecture, Washington, September.