

## **Come difendere la globalizzazione e salvaguardare i sistemi bancari dal contagio?**

MARIO SARCINELLI\*

### **1. Introduzione**

Il tempo che viviamo testimonia di un forte ripiegamento delle aspettative, politiche ed economiche, nel mondo occidentale. Gli Stati Uniti si preparano a un'elezione presidenziale il prossimo novembre, dopo un periodo di contrapposizione quasi ideologica all'interno del Congresso tra la maggioranza repubblicana e la minoranza democratica nella Camera dei Rappresentanti. Il presidente Obama ha una netta difficoltà nel far avanzare non solo il suo programma, ma anche le sue scelte per le cariche che abbisognano dell'assenso del Senato. Il *Tea Party*, col suo radicalismo, ha condizionato l'atteggiamento politico del partito repubblicano, in particolare nel protratto braccio di ferro per l'aumento del limite del debito pubblico, e potrebbe determinare una svolta isolazionista del medesimo se la scelta del candidato alla Casa Bianca non dovesse cadere su persona disposta a rinverdire la tradizione pragmatica della politica americana.

Il Giappone non è più tornato alla ribalta dopo il "decennio perduto" degli anni '90. La sua popolazione è in rapido invecchiamento, il debito pubblico ha superato di oltre due volte il PIL, la bilancia commerciale comincia a mostrare dei disavanzi, mentre l'influenza della Cina si allarga sempre di più nell'area. Il terremoto che ha colpito la zona in cui sorge la centrale elettronucleare di Fukushima e il successivo maremoto (*tsunami*) hanno non soltanto comportato lutti, distruzioni e sconvolgimento per qualche tempo dei ritmi produttivi, ma soprattutto la necessità di ripensare la politica energetica del paese che si basa per un

---

\* Dexia Crediop. E-mail: mario.sarcinelli@tiscalinet.it. L'Autore ringrazia i due anonimi *referee* per i suggerimenti ricevuti e da lui accolti con gratitudine, nonché il prof. Guido M. Rey per la lettura di una precedente versione. Resta sempre l'unico responsabile di errori, omissioni e, soprattutto, opinioni.

30% sulla fonte nucleare che sarebbe dovuta crescere di altri dieci punti percentuali entro il 2017.

In Europa la spinta ideale si è inaridita e ha lasciato il passo alla ricerca di strumenti per alleviare la gestione dei debiti sovrani. La crisi finanziaria ha sconvolto l'equilibrio dei bilanci bancari in molti paesi; i salvataggi che ne sono conseguiti hanno fatto esplodere i debiti pubblici un po' dappertutto, ma soprattutto in Irlanda e in due delle tre penisole mediterranee. L'Italia è solo marginalmente intervenuta per iniettare fondi in alcune banche, ma il suo debito sovrano, già gonfio da decenni, si aggira nuovamente intorno al 120%, anche per effetto della caduta del prodotto nel 2009. La perdita di peso della Commissione nel governo dell'Unione, la reviviscenza del metodo intergovernativo e la coalizione virtuosa dei paesi nordici hanno imposto un regime di austerità volto a pareggiare il bilancio e a ridurre l'eccesso di debito rispetto al parametro del Trattato di Maastricht, nonostante i venti recessivi destinati perciò a rinforzarsi. Il pareggio del bilancio dovrà diventare un obbligo costituzionale e la riduzione del debito, già decisa da atti legislativi dell'Unione, dovrà essere reiterata in un altro trattato.

Il mondo occidentale ha il merito di avere perseguito la globalizzazione nella seconda metà del XX secolo, ma il rischio di un'involuzione protezionistica è sempre dietro l'angolo ogni volta che una recessione si prolunga. Allorquando la crescita diventa bassa e la disoccupazione alta, non mancano le invocazioni per una politica economica in grado di innalzare la prima e abbassare la seconda, rapidamente e senza costi per la pubblica amministrazione. Inoltre, gli eccessi generati da una presunta capacità dei mercati finanziari di autoregolarsi e l'eredità di una lunga crisi che dalla finanza è trascinata nell'economia reale hanno reso imperativo ricostruire un sistema di controlli non solo coerente, ma anche gestibile ed efficace per il settore finanziario. Non tanto nel disegno, ma soprattutto nell'attuazione v'è il rischio di una frammentazione su base geografica.

Dopo un'introduzione (§ 1), seguono analisi relative ai rischi per la globalizzazione (§ 2), alle cause della crisi (§ 3), alle cure del G20 (§ 4), alla teoria del controllo per mantenere livellato internazionalmente il campo della finanza (§ 5), all'approccio evolucionistico che respinge

l'eccessiva omogeneizzazione dei sistemi finanziari (§ 6), alla protezione dal contagio anche con segmentazioni funzionali (§ 7) con gli esempi della *Volcker rule* negli Stati Uniti (§ 7.1) e con le proposte della Independent Commission on Banking (ICB) nel Regno Unito (§ 7.2), al rischio sistemico derivante dalle *Systemically Important Financial Institutions* (SIFI, le istituzioni finanziarie considerate “importanti per la stabilità del sistema”) (§ 8) e dal sistema bancario ombra (§ 9); seguono le conclusioni (§ 10).

## 2. I rischi per la globalizzazione

La seconda globalizzazione, quella che in questo dopoguerra si è affermata dapprima gradualmente, quindi negli ultimi decenni con ritmi addirittura frenetici nel campo finanziario, ha avuto nella caduta del Muro di Berlino nel 1989 un momento di grande significato simbolico.<sup>1</sup> La storia, si affermò da parte di uno studioso americano,<sup>2</sup> era finita poiché un'unica superpotenza con i suoi valori e con le sue forze, anche armate, avrebbe assicurato la propria egemonia e fatto del XXI secolo, secondo eminenti personalità repubblicane, *the new American century*. Hanno fatto vacillare questa ipotesi già nel primo decennio del nuovo secolo qualche guerra di troppo (in Iraq, dove il ritiro delle truppe statunitensi non ha portato a stabilizzare i rapporti tra sciiti e sunniti, e in Afghanistan, dove le operazioni militari continuano senza una chiara prospettiva) e l'irrompere sulla scena economica internazionale di potenze come la Cina e l'India, seguite da Russia e Brasile (i BRIC, divenuti BRICS dopo la cooptazione del Sud Africa, decisa per estendere la rappresentatività geografica del gruppo). A far tramontare la prospettiva egemonica ci ha pensato la crisi internazionale, che da finanziaria è divenuta anche economica; scoppiata nel 2007 è oggi classificata come la più grave dopo la Grande Depressione degli anni '30, quella che seguì la caduta di Wall

---

<sup>1</sup> Molte delle considerazioni di questo paragrafo e del successivo sono già in Sarcinelli (2009a).

<sup>2</sup> Fukuyama (2006). La tesi iniziale venne esposta nel 1989, sviluppata poi nel volume edito nel 2002 dalla Free Press, New York.

Street nel 1929. La regia per trarci d'impaccio è stata affidata al G20, un gruppo già esistente, nel quale i paesi emergenti hanno un grande peso.<sup>3</sup>

Per effetto di questa crisi, che ha indotto precipitosamente alcuni<sup>4</sup> a riscontrarvi i caratteri di una depressione, che altri<sup>5</sup> hanno sinora escluso guardando correttamente all'andamento della produzione e dei prezzi, v'è da attendersi un'inversione di rotta nella globalizzazione? Nei rapporti economici il muro che fa veramente paura è il protezionismo; anche quando ufficialmente lo si nega, viene invocato per una molteplicità di ragioni e assume una varietà di forme, tra cui l'invito a comprare merci nazionali. Un'industria declinante cerca di ottenere dai pubblici poteri un aiuto esplicito, sotto forma di sussidio o di detassazione, o implicito, attraverso una preferenza, ad esempio nell'assegnazione delle commesse pubbliche. Una *lobby* ben organizzata tenta di convincere i legislatori, come pure i membri dell'amministrazione, a non intervenire sulla struttura del mercato, al fine di proteggere i profitti e i redditi di coloro che sono all'interno del gruppo.

Quando si è in recessione o addirittura si paventa una depressione, anche i lavoratori, temendo per il proprio posto di lavoro, invocano misure per la protezione del mercato interno; è proprio in questi periodi che le impostazioni liberali finiscono col cedere il passo a quelle protezionistiche, che non costano nulla o quasi all'erario, permettono di rafforzare i legami tra il potere politico e le forze economiche, apportano immediato sollievo alle categorie più colpite dall'andamento negativo del ciclo.<sup>6</sup> Ad esempio, sotto il presidente Hoover, vennero approvati dal Congresso nel 1929 il *Mexican Repatriation Act*, che rimase in vigore fino al 1937, e l'anno successivo lo *Smoot-Hawley Tariff Act*, dalla chiara impostazione protezionistica. Non solo negli Stati Uniti, ma in tutto il mondo si moltiplicarono le restrizioni quantitative al commercio estero, i *clearing* bilaterali, le svalutazioni competitive. L'ampio ricorso al protezionismo commerciale e valutario eresse muraglie che ebbero l'effetto, da un lato di peggiorare l'allocazione delle risorse e il benessere

---

<sup>3</sup> Si veda Sarcinelli (2009b).

<sup>4</sup> Eichengreen e O'Rourke (2009), aggiornato da ultimo il 10 marzo 2010.

<sup>5</sup> Si veda Ciocca (2009).

<sup>6</sup> Sull'argomento, si veda Sarcinelli (2009c).

dei cittadini, dall'altro di prolungare la crisi per tutti gli anni '30, che negli Stati Uniti addirittura ebbe una ricaduta nel 1937-38, per l'entrata in vigore dei contributi alla sicurezza sociale; solo la fornitura di armamenti al Regno Unito e ai suoi alleati e soprattutto il riarmo per rispondere all'aggressione giapponese a Pearl Harbour e partecipare alla seconda guerra mondiale permisero loro di uscire dalla crisi definitivamente.

### 3. La crisi e le sue cause

Se si vogliono mantenere i livelli di benessere che sono stati conquistati nel secondo dopoguerra e permettere ai paesi emergenti di continuare a svilupparsi per ridurre le grandi sacche di povertà che oggi convivono accanto ad aree ad alto reddito, come ad esempio in Cina e in India, il cammino della globalizzazione non dovrà essere interrotto, come accadde già allo scoppio della prima guerra mondiale. Perciò, le frontiere dovranno rimanere aperte: a livello globale, i traffici che nel 2010 si sono espansi – dopo la forte caduta dell'anno precedente – del 14,9%, nel 2011 sono cresciuti del 5,6% soltanto e la previsione per il 2012 è che saliranno di una frazione di punto. Intanto, il *Doha Round* rimane un progetto incompiuto, in attesa che si addivenga a più equilibrate concessioni tra i paesi avanzati e quelli emergenti o in via di sviluppo. Le ragioni della stasi nel commercio internazionale sono ovvie: l'Europa si sta avvitando in una recessione per effetto di una politica di risanamento dei conti pubblici, necessaria nell'Eurozona periferica (penisole meridionali e Irlanda), ma elevata a nuovo, più stringente paradigma per l'Unione Europea, da consacrare in un prossimo trattato internazionale, cui non aderiranno la Gran Bretagna e la Repubblica Ceca; gli Stati Uniti stanno sperimentando una crescita moderata che in un anno elettorale non crea molta occupazione, anche se a questo riguardo qualche miglioramento si è avuto di recente; la Cina, locomotiva del mondo negli ultimi tempi, sta rallentando la corsa (previsione ufficiale di crescita del 7,5% nel 2012) per tenere a freno una forte inflazione e un boom edilizio che rischiava di deflagrare, mentre si approssima un cambio di leadership al vertice. Eppure bisognerà tornare a crescere, come in Italia sta

affermando il governo Monti che si appresta a puntare su liberalizzazioni e alcune infrastrutture.

D'altro canto, l'ultima fase della globalizzazione ha proceduto al galoppo, senza che vi fosse o si tentasse un governo della medesima attraverso la cooperazione internazionale; se in passato a lamentarsi erano solo coloro che dalla globalizzazione venivano penalizzati,<sup>7</sup> oggi le critiche sono generalizzate per lo scoppio della crisi che da un limitato settore finanziario, quello dei *subprime loan* degli Stati Uniti, si è allargata a tutte le principali banche internazionali e ad interi sistemi finanziari (Islanda, Irlanda, ecc.). Inoltre, tale crisi si è riflessa sul settore reale attraverso la diminuzione o la stasi dei consumi, la flessione degli investimenti, l'aumento della disoccupazione, generando una "grande recessione", secondo Krugman,<sup>8</sup> o una "grande contrazione", come la qualificano Reinhart e Rogoff,<sup>9</sup> la prima dopo quella degli anni '30.

Per evitare che la crisi si approfondisca, si è avuta ed è ancora in atto la ricerca di rimedi attraverso una politica monetaria ultra-permissiva e una della spesa pubblica volta, da un lato, al salvataggio delle imprese bancarie e finanziarie e, dall'altra, a rafforzare gli ammortizzatori sociali e a rilanciare la domanda attraverso le opere pubbliche. Conseguentemente, i debiti sovrani si sono gonfiati oltre misura; le agenzie di *rating*, desiderose di riacquistare la credibilità perduta quando hanno riconosciuto la tripla A agli strumenti finanziari delle banche, strutturati con la loro collaborazione, hanno cominciato a declassare i debiti sovrani, come è accaduto agli Stati Uniti e più di recente alla Francia e all'Austria da parte di Standard and Poor's,<sup>10</sup> o a minacciarlo col *negative watch*; gli speculatori hanno attaccato i titoli dei paesi più deboli come l'Italia e la Spagna, seguiti in qualche misura dagli stessi risparmiatori che hanno volto le loro preferenze ai titoli tedeschi o alle offerte degli ospitali cantoni svizzeri.

Alle cure necessarie per uscire dalla crisi il più presto possibile, si sono accavallate a livello internazionale iniziative volte a mettere in piedi meccanismi di controllo: vi sono state riunioni di capi di Stato e di

---

<sup>7</sup> Stiglitz (2002).

<sup>8</sup> Krugman (2009).

<sup>9</sup> Reinhart e Rogoff (2009).

<sup>10</sup> Sarcinelli (2011a).

governo dell'Eurozona, del tutto inedite, del G20 a Washington (2008), a Londra e Pittsburg (2009), a Toronto e Seul (2010), da ultimo, a Cannes, dei loro ministri delle finanze accompagnati dai governatori delle banche centrali, nonché del vecchio G7-8 che si è riunito ultimamente a Deauville in Francia, nonché una miriade di rapporti di enti di ricerca, di autorità di sorveglianza, ecc.<sup>11</sup> Un ruolo particolare ha assunto il Financial Stability Board (FSB), debitamente strutturato, al quale è stato affidato il compito di sviluppare le indicazioni emerse dal G20 e di prepararne le riunioni in tema di riforma del sistema finanziario, con la collaborazione delle altre istituzioni ed entità internazionali, in particolare del Comitato di Basilea per la supervisione bancaria.<sup>12</sup>

La diagnosi ha correttamente posto in luce che il mondo finanziario è stato vittima della propria avidità di guadagno. Tra l'altro, questa si è manifestata per effetto:

- a) della tendenza a innovare ben al di là della capacità delle controparti di rendersi pienamente conto dei rischi insiti in complessi prodotti derivati, valutabili solo attraverso modelli e in condizioni di mercato non troppo perturbate;

---

<sup>11</sup> Sarcinelli (2009b). Per un elenco di rapporti e studi, si veda Sarcinelli (2009d).

<sup>12</sup> Sui lavori per riformare il sistema finanziario internazionale si vedano i §§ 3 e 4 di Sarcinelli (2010a). Per una critica molto acuta degli standard di capitale di Basilea, si veda Maserà (2012), il quale individua tre punti deboli nella metodologia seguita. In primo luogo, se in condizioni normali prevale il rischio esogeno e i comportamenti degli operatori seguono processi stocastici (*random walk*), al manifestarsi di tensioni il rischio diviene soprattutto endogeno per la convergenza delle attese e delle probabilità convenzionali (*states of belief*) accelerate dagli standard di Basilea che impongono o raccomandano a tutte le banche modelli analoghi di misurazione e copertura del rischio. Questa critica fondamentale agli standard di Basilea può essere vista come un'applicazione di quella di Lucas. Il secondo punto debole della costruzione di Basilea è quello di non tener conto del ruolo dei derivati che, favorendo l'arbitraggio regolamentare, incide sull'efficacia e sulla corretta applicazione degli standard di capitale. Infine, vi è un terzo punto debole, non ancora risolto, quello dei nessi tra i requisiti di capitale e di liquidità, questi ultimi tornati alla ribalta con Basilea III. Inoltre, sempre secondo Maserà, i modelli matematici su cui sono fondati gli schemi regolamentari sono basati su due ipotesi non corrette, quali l'esistenza di un singolo fattore di rischio globale e l'applicazione di uno stesso filtro di *risk weighting* (RW) al bilancio bancario, a prescindere dal modello di attività svolta (*wholesale, retail, commercial, investment, universal*) o dal tipo di economia reale finanziata, come sarebbe più appropriato secondo Haldane (2011), direttore esecutivo della Bank of England.

- b) di regolamentazioni che non hanno previsto, ad esempio, un rapporto massimo tra capitale e totale dell'attivo (o con gli altri mezzi di provvista) e che hanno spinto le banche a ridurre gli obblighi di capitale, vendendo sistematicamente *assets* a veicoli speciali che si finanziavano a breve sul mercato;
- c) del meccanismo di remunerazione di *managers* e *traders* i cui *bonus* erano parametrati agli utili, senza alcuna considerazione per il rischio che rimaneva a carico della banca, per non parlare di quello trasferito sì al suo esterno, ma che ha aggravato l'alea sistemica.

Anche le autorità monetarie non sono andate esenti da critiche, poiché la politica dei bassi tassi di interesse, sia nominali sia reali, per sostenere la domanda e per evitare che lo scoppio di precedenti bolle deprimesse a lungo le quotazioni, ha spinto nei paesi avanzati a ricercare più alti rendimenti, al lordo del rischio.

È stata questa una diagnosi effettuata completamente *ex post*.<sup>13</sup> Prima che la crisi finanziaria esplodesse, non mancarono coloro che la pronosticavano, però lungo linee del tutto diverse: si pensava che gli *hedge funds*, intermediari ad alta leva finanziaria e con modelli operativi scarsamente conosciuti, avrebbero potuto innescarla, a causa dell'assenza di vigilanza sugli stessi e del monitoraggio affidato alle sole banche che li finanziavano. Sul piano macroeconomico, si riteneva che il disavanzo sull'estero degli Stati Uniti un giorno o l'altro si sarebbe rivelato non finanziabile e quindi, da un lato, avrebbe indotto una caduta della domanda interna in quel paese e, dall'altro, una flessione drammatica del dollaro, l'unica moneta veramente internazionale.

La domanda quindi da porsi è se le cause di ordine finanziario più sopra richiamate abbiano carattere originario o non siano, piuttosto, il frutto dell'interazione con uno squilibrio ben più profondo e prolungato, quello tra la scarsità di risparmio negli Stati Uniti, in Australia, nel Regno Unito e in Spagna, e l'abbondanza in altre parti del mondo, tra cui la Cina, le altre economie emergenti del Sud-Est asiatico, gli esportatori di energia, quelli

---

<sup>13</sup> La letteratura per la crisi ancora in corso sta diventando sterminata; utili sintesi sono quelle di Lo (2012) e di Gorton e Metrick (2012).



di materie prime sino ad epoca recente, i paesi sviluppati come la Germania e il Giappone. È chiaro che per la grande dimensione dei flussi il settore finanziario è stato chiamato a svolgere un notevole lavoro di intermediazione e di allocazione, con la conseguenza che più il settore finanziario si dimostrava in grado, attraverso l'innovazione,<sup>14</sup> di accomodare lo squilibrio reale, più facile era per quest'ultimo crescere nella dimensione e prolungarsi nel tempo. Sebbene in fase di contrazione da qualche anno, il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti di \$470 miliardi nel 2010 si è raffrontato con l'avanzo del Giappone di \$195 miliardi e della Cina di \$305 miliardi.<sup>15</sup> Da notare è anche la direzione dei flussi che, contrariamente a quanto afferma la teoria, da tempo si dirigono dai paesi emergenti a quelli sviluppati.<sup>16</sup> Sino ad oggi non si sono avuti né un subitaneo blocco nel finanziamento del disavanzo esterno americano, né una precipitosa caduta del dollaro, che anzi negli ultimi tempi si è venuto rafforzando soprattutto a danno dell'euro, né tanto meno un'impennata nei tassi di interesse;<sup>17</sup> ciò però non esclude affatto che non si possa produrre in futuro, soprattutto se il livello del debito pubblico, nelle sue varie espressioni e quindi comprensive anche di quelli di Fannie Mae e Freddie Mac, dovesse essere considerato dai mercati eccessivo rispetto al PIL. Si può richiamare che Standard and Poor's ha già declassato il debito sovrano americano dal massimo a doppia A+.

#### **4. La crisi e le cure del G20**

Nel sito ufficiale del G20<sup>18</sup> si legge:

“Le azioni concertate e decisive del G20 [...] hanno permesso al mondo di gestire in modo efficace la crisi finanziaria ed economica; il G20 ha di già conseguito significativi e concreti risultati. [/] Primo, l'ambito della regolazione finanziaria è stato fortemente allargato, quella prudenziale e la

---

<sup>14</sup> Per alcune riflessioni sull'argomento, si veda Sarcinelli (2009e).

<sup>15</sup> Banca d'Italia (2011), p. 36.

<sup>16</sup> Sulle tematiche macroeconomiche ho tratto profitto da Fondo Monetario Internazionale (2009a), Portes (2009), Visco (2009).

<sup>17</sup> Si veda Amaral e Jacobson (2011).

<sup>18</sup> Si veda <http://www.g20.org/>.

supervisione sono state rafforzate. Vi è stato anche un grande progresso nel coordinare le politiche, grazie alla creazione di uno schema per una forte, sostenibile e bilanciata crescita, disegnato per rafforzare la cooperazione macroeconomica tra i membri del G20 e quindi per mitigare l'impatto della crisi. Infine, la *governance* globale è migliorata in modo sostanziale ed ha preso in considerazione il ruolo e i bisogni dei paesi emergenti e di quelli in via di sviluppo, in particolare attraverso le ambiziose riforme dei sistemi di governo del FMI e della Banca Mondiale. Sulla base di questi importanti progressi, il G20 ora [...] deve provare di poter coordinare le politiche economiche delle principali economie in modo continuativo. Affrontare altre questioni essenziali che sono cruciali per la stabilità globale, quali la riforma del sistema monetario internazionale e la volatilità dei prezzi dei prodotti primari”.

È indubbio che l'azione del G20, come già detto, si è dispiegata soprattutto nel campo della regolazione finanziaria, in particolare di quella prudenziale, e della supervisione con il concorso determinante del FSB,<sup>19</sup> anche importante, al fine di ottenere la collaborazione dei paesi emergenti in seno al Gruppo è stata l'intesa per una revisione delle quote a loro favore nel Fondo Monetario Internazionale (FMI) e nella Banca Mondiale, oltre che le proposte per l'aumento delle risorse a disposizione del Fondo e della liquidità internazionale attraverso l'emissione di diritti speciali di prelievo per l'equivalente di 250 miliardi di dollari. Più controversa sembra essere stata la coordinazione macroeconomica, poiché ciascun paese pare abbia deciso solo in funzione delle condizioni e degli obiettivi interni se e in qual misura attuare una politica di stimolo.<sup>20</sup> Infine, quanto alla coordinazione delle politiche economiche dei paesi maggiori, alla riforma del sistema monetario internazionale e alla riduzione della volatilità di prezzo dei prodotti primari, si tratta di argomenti presenti da molti decenni, sia pure di tempo in tempo con diversa priorità e intensità, nell'agenda della politica economica internazionale e che finora si sono rivelati ostici, indipendentemente dal *forum* nel quale sono stati trattati.

---

<sup>19</sup> Sui propositi e sui lavori per riformare il sistema finanziario si veda Sarcinelli (2010a).

<sup>20</sup> Sarcinelli (2011b). Per la vastità dei compiti auto-assegnatisi dal G20, si veda Sarcinelli (2010c).

In una delle mie brevi note sull'operato del G20<sup>21</sup> notavo che il Financial Stability Board aveva ricevuto il mandato di ridefinire l'architettura per un mondo finanziario più sicuro, estendendo la regolamentazione e la supervisione ad aree che ne erano esenti ed evitando ogni segmentazione. Nelle parole di Mario Draghi, governatore della Banca d'Italia e del FSB, quest'opera si realizza rafforzando gli standard di capitale e di liquidità delle banche, riducendo l'azzardo morale posto da istituzioni finanziarie sistemicamente importanti, strutturando i mercati per i derivati OTC (*over the counter*), potenziando gli incentivi e la trasparenza. A mio avviso, si tratta di un'opera ciclopica e soprattutto a copertura mondiale; per gli aspetti più sensibili, infatti, dovrà essere attuata in ogni paese o territorio, per evitare il fiorire di *off shore centres* – che il G20 intende disciplinare – e soprattutto di arbitraggi regolamentari. D'altra parte, senza uniformità nelle regole e sorveglianza nell'applicazione, diventa elevato il rischio che, per l'impossibilità di governarla, la globalizzazione si frantumi nuovamente.

Affermatasi nella seconda metà del secolo XX, la globalizzazione è stata, nella sua dimensione finanziaria, il frutto della deregolamentazione e della liberalizzazione con le quali i vincoli strutturali e le segmentazioni che erano stati posti negli anni '30 vennero progressivamente attenuati e quindi eliminati. A mo' di esempio, basta citare il *Glass-Steagall Act* sulla separazione negli Stati Uniti delle *investment banks* dalle *commercial banks*; dopo essere stato più volte annacquato, nel 1999 il *Gramm-Leach-Bliley Act* ne sancì la definitiva abrogazione. La dottrina politico-economica dominante non solo riteneva inaccettabili i vincoli ereditati da un passato accusato di dirigismo, se non di socialismo, ma soprattutto era convinta che mercati finanziari più concorrenziali e più innovativi fossero non solo di beneficio per i prenditori di fondi, con vantaggio per gli investimenti e per la crescita, ma anche in grado di trovare spontaneamente il proprio equilibrio; perciò, la regolamentazione non andava estesa, ad esempio, agli *hedge funds* e agli *equity funds* e doveva essere gestita, nei confronti delle istituzioni finanziarie che da tempo vi sono soggette come

---

<sup>21</sup> Sarcinelli (2010b).

le banche e le assicurazioni, con *soft touch* e soprattutto con orientamento ai principi piuttosto che a regole dettagliate (*better regulation*).

Purtroppo, questo mondo ideale, teoricamente fondato sulle aspettative razionali, negli anni 2000 non si è materializzato, ma ha visto il formarsi e lo scoppio di bolle (ad esempio, *dot.com*, *subprime loans*), che la politica monetaria, in particolare negli Stati Uniti, ha lasciato gonfiare, attendendo che scoppiassero per curarne gli effetti inondando il mercato di liquidità; era questo il *Greenspan put* di cui gli operatori erano pienamente consapevoli. Quando le bolle, afflosciandosi, hanno minacciato la stabilità del sistema finanziario e/o la recessione produttiva è intervenuta anche la politica fiscale, come è accaduto non solo negli Stati Uniti ma anche in Europa con programmi di stimolo all'economia e soprattutto con interventi di ricapitalizzazione e/o di salvataggio delle banche. La regolamentazione e soprattutto la supervisione che sembravano dover essere relegate in soffitta o, almeno, a un ruolo minore sono state rivitalizzate dal G20 e per esso dal FSB.

Dal piano delle proposte di politica economica internazionale si è già passati a quello legislativo. Negli Stati Uniti è stato approvato il *Dodd-Frank Act* che ha istituito un consiglio per la supervisione dei servizi finanziari, presieduto dal segretario al Tesoro,<sup>22</sup> e che ha addirittura aumentato il già ampio numero (oltre 100) degli enti con competenze di supervisione. Il *Dodd-Frank Act* abbisogna ancora di molti atti di regolamentazione per entrare pienamente in funzione,<sup>23</sup> sicché è difficile dire se il quadro regolatorio alla fine sarà pienamente rispondente a quello che sta emergendo, ad esempio, in Europa, ma è stato già notato che importanti differenze nell'approccio americano richiederanno una più

---

<sup>22</sup> Il FSOC (*Financial Services Oversight Council*) è composto dai capi di otto autorità di regolazione, più un esperto nel campo assicurativo nominato dal presidente degli Stati Uniti; l'attività di indagine è affidata all'OFR (*Office of Financial Research*), appositamente costituito.

<sup>23</sup> Lo studio legale americano Davis Polk & Wardwell pubblica ogni mese un "Dodd-Frank Act Progress Report". Al compimento del primo anno dall'approvazione della legge ne ha rilasciato uno con maggiori dati il 22 luglio 2011; si veda Davis Polk (2011a). Per il *complexity risk* derivante dall'ampiezza della regolamentazione e soprattutto dalla molteplicità dei regolatori, si veda Petrou (2011).

forte coordinazione.<sup>24</sup> La mia sensazione,<sup>25</sup> basata sull'autorevole opinione di un *partner* di Cleary Gottlieb, già avvocato generale della SEC,<sup>26</sup> è che la legislazione americana alla fine non sarà del tutto in linea con le raccomandazioni del G20/FSB.

Nell'Unione Europea sono state costituite dal gennaio 2011, oltre al Consiglio per il rischio sistemico (ESRB), le tre ESA (*European Supervisory Authorities*) per le banche (EBA), per i mercati dei titoli (ESMA) e per le assicurazioni e i fondi pensione (EIOPA); inoltre, si sta procedendo con la revisione della regolamentazione prudenziale per le banche (CRD 2 e 3) e con l'introduzione della legislazione per Basilea III (CRD 4); per le assicurazioni è in corso l'aggiornamento di *Solvency II* e l'avvio di *Omnibus II*; per i conglomerati finanziari si sta operando per rivederne la direttiva (FCD). Nel Regno Unito ci si prepara a rafforzare i poteri della Banca d'Inghilterra, a istituire un comitato per la politica finanziaria (FPC) all'interno della banca centrale e a far sorgere dalle ceneri della *Financial Services Authority* (FSA) due autorità: una di regolazione prudenziale (PRA) come entità indipendente ma inserita nella *Old Lady* e un'altra responsabile per la *business conduct* e la regolamentazione dei mercati (FCA).

## 5. Il piano livellato e la teoria del controllo

Il dilemma di fronte al quale ci si trova è che per salvare la globalizzazione finanziaria, fenomeno che investe ogni area geografica, essa non può fare a meno della regolamentazione-supervisione, ma quest'ultima per la molteplicità degli ordinamenti giuridici, parecchi dei quali hanno più livelli, e per la specializzazione tra mercati, istituzioni e prodotti, finisce col dare luogo a un numero molto elevato di autorità in grado di impartire istruzioni, verificarne l'applicazione, irrogare sanzioni e gestire l'esclusione dal mercato dei soggetti non più in grado o non più

---

<sup>24</sup> Mayer (2010). Per una comparazione delle riforme in corso nell'UE e negli USA si veda Masera (2010).

<sup>25</sup> Sarcinelli (2011c).

<sup>26</sup> Green (2011).

meritevoli di operare. Come esempio, si può citare che, nel recente passato, una banca europea con grandi ambizioni, che dalla crisi scoppiata nel 2008 è uscita malconca, ha visto riuniti intorno al tavolo del collegio dei supervisori non meno di 54 autorità; per quanto impegnativo, il compito di un tale collegio è, comunque, focalizzato sul gruppo e sui problemi che l'affliggono.

A livello mondiale possono essere sufficienti la leadership del G20, la capacità tecnica del FSB, la persuasione morale (o *soft law*) del Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) e degli altri enti incaricati di redigere gli standard per la regolazione e la supervisione finanziaria? Non si avranno interpretazioni diverse, tempistiche differenti e tolleranze diseguali per comportamenti o addirittura violazioni fondamentalmente simili? Chi si incaricherà di ricondurre a una parvenza di unità sistemi che, pur ispirati agli stessi archetipi, si modificano nella realtà di un singolo ordinamento per volontà del legislatore, per decisione del regolatore, per ignavia del supervisore? Soprattutto, come si potrà assicurare che l'occasionale divergenza, invece di ampliarsi e consolidarsi, dia luogo a nuova convergenza? Sempre per esempio, è possibile citare che di recente l'Associazione Bancaria Italiana (ABI)<sup>27</sup> ha eccepito che, con riferimento ai mutui residenziali concessi da istituzioni che adottano lo stesso modello avanzato (*internal-rating based* – IRB), le banche italiane o spagnole sono svantaggiate rispetto alle consorelle francesi o svedesi. Nell'Unione Europea, però, non mancano autorità e corti alle quali ricorrere per mettere riparo a difformità o a violazioni di norme che mettono a repentaglio il mercato unico, l'agognato *level playing field*; in ultima analisi, si hanno gli strumenti per far sì che il campo conservi nel tempo i caratteri necessari. A livello mondiale, come sarà possibile mantenerlo accettabilmente uniforme, tenendo presente che anche piccoli scarti nei costi e/o nei rendimenti, se persistenti, sono in grado di determinare forti migrazioni di capitale, movimenti nei cambi, rilocalizzazioni delle produzioni?

Che l'insieme delle regolazioni-supervisioni in materia finanziaria a livello globale costituisca un sistema dal comportamento dinamico non v'è dubbio. È possibile applicare a tale sistema la teoria del controllo, una

---

<sup>27</sup> Associazione Bancaria Italiana (2011).

branca interdisciplinare di ingegneria e di matematica, come comunemente si pratica per qualsiasi sistema fisico? La sicurezza di un sistema richiede che si sia capaci di individuare ed evitare situazioni pericolose, pur continuando ad adoperarsi per conseguire gli obiettivi di performance. La teoria classica del controllo fa affidamento principalmente sulla retroazione (*feedback*) e talvolta anche sull'utilizzazione, piuttosto limitata, dei "sistemi esperti" che si basano sul ragionamento associativo (*associational-reasoning*) per segnalare le situazioni che comportano minacce e innescare, se del caso, le procedure standard per il ripristino. Il bisogno di ragionare con un modello che riesca a controllare situazioni nuove e con dati incompleti è ampiamente riconosciuto, ma il tema è scarsamente approfondito, in particolare con riferimento al controllo in quanto tale, secondo De Coste.<sup>28</sup> Questi ha proposto agli inizi degli anni '90 una teoria qualitativa del controllo di sicurezza che, *prima facie*, potrebbe avere una qualche rilevanza per il tema che qui interessa; essa si prefigge la finalità di rendere esplicite le intuizioni che gli esseri umani usano quando si focalizzano sul compito di evitare situazioni pericolose. Il problema è da De Coste suddiviso tra quello di *quando* preoccuparsi e quello di *come* controllare. Intuitivamente – continua De Coste – della necessità del controllo ci si preoccupa soltanto se la probabilità del pericolo aumenta, assumendo ovviamente che lo stato iniziale sia considerato sicuro. Inoltre, differenti stili di controllo, compreso quello di guadagnare tempo, sembrano appropriati in situazioni diverse.

Sebbene anche questo approccio qualitativo sia stato sviluppato per i sistemi fisici, il ricorso alle intuizioni umane e la scissione del quando preoccuparsi dal come controllare permettono di intravedere una possibile applicazione anche al tema della sicurezza, intesa come mantenimento dell'uniformità, delle regolazioni-supervisioni in materia finanziaria a livello globale. Se *quando* preoccuparsi è relativamente semplice nel caso la regolamentazione in un dato ordinamento si allontani in modo non marginale dallo schema internazionalmente previsto, più difficile è quello della supervisione non esercitata in maniera

---

<sup>28</sup> De Coste (1991). Questa ricerca fu finanziata dalla NASA Langley con il contratto NASA-NAG-11023.

responsabile; per essa non resta spesso che affidarsi all'intuizione. Senza dimenticare che il FMI ha dichiarato che la crisi di cui ancora soffriamo non è stata frutto della mancanza di regolamentazione, ma di una supervisione non esercitata in modo indipendente;<sup>29</sup> in verità, almeno per il rischio sistemico la regolamentazione era carente. Effettuare un controllo continuativo per accertarsi se gli scostamenti dagli standard internazionali costituiscono un *vulnus* non tollerabile richiederà notevoli risorse e normalmente interverrà quando i mercati avranno già scoperto e tratto vantaggio dalla falla. Molto più arduo appare *come* controllare; in un mondo in cui la sovranità, in tempo di pace, è ancora un principio che non soffre eccezioni se non nel campo dei diritti umani e dei delitti contro l'umanità, non vi sono che le pressioni diplomatiche, spesso esercitate attraverso le *peer review* tecniche. In conclusione, pensare di avere un sistema finanziario a livello globale sufficientemente armonizzato nella disciplina regolatoria e nella supervisione della stessa nel medio-lungo termine a me sembra piuttosto azzardato, se non utopico.

## 6. L'approccio evolucionistico alla finanza

Ammettiamo pure che si riesca in questa impresa, da me definita "ciclopica", di realizzare e mantenere in misura sostanziale un unico regime di regolazione-supervisione a livello mondiale, possiamo ritenere che ciò sia nell'interesse di lungo periodo dell'evoluzione della struttura finanziaria? La risposta a questa domanda richiede un'esplorazione di processi ben noti a biologi e genetisti, la cui terminologia è spesso usata in modo generico da giornalisti, finanziari ed economisti. Lo stesso Darwin<sup>30</sup> ebbe a rilevare che il capitalismo vittoriano poneva in luce la lotta per l'esistenza, nonché la permanenza in vita delle varianti favorevoli e la sparizione di quelle svantaggiate. Con riferimento esplicito all'industria – ma il ragionamento è pienamente estendibile alla finanza – Schumpeter ebbe a scrivere:

---

<sup>29</sup> Fondo Monetario Internazionale (2009b).

<sup>30</sup> Darwin (1859).



“L’apertura di nuovi mercati, esteri o nazionali, e lo sviluppo organizzativo dalla bottega artigiana e dalla fabbrica ad imprese quali la US Steel illustrano lo stesso processo di mutazione industriale – se posso usare il termine biologico – che incessantemente rivoluziona la struttura economica dall’interno, senza posa distruggendo il vecchio, senza posa creando il nuovo. Questo processo di Creativa Distruzione è la caratteristica essenziale del capitalismo”.<sup>31</sup>

Secondo Ferguson,<sup>32</sup> storico e convinto sostenitore della teoria evolucionistica per la finanza, quest’ultima ha in comune con l’evoluzione biologica almeno sei caratteristiche:

- a) i “geni”, cioè quelle prassi operative che svolgono le stesse funzioni dei geni in biologia, cioè incorporano informazioni da conservare nella memoria organizzativa;
- b) il potenziale per “mutazioni” spontanee, che in economia e in finanza sono da ascrivere all’innovazione, non soltanto tecnologica,
- c) la competizione per procurarsi le risorse tra individui di una stessa specie, che quindi ne determinano le probabilità di vita e di moltiplicazione, nonché la sopravvivenza delle sue prassi operative;
- d) un meccanismo per la selezione naturale attraverso l’allocazione da parte del mercato delle risorse umane e di capitale, con la conseguenza della sparizione di chi risulta meno efficiente (sopravvivenza differenziata);
- e) la capacità di speciazione che arricchisce la biodiversità attraverso la creazione di nuovi tipi o specie di istituzioni finanziarie;
- f) la possibilità di estinzione definitiva della specie.

La storia finanziaria, perciò, continua Ferguson, è il risultato della mutazione istituzionale e della selezione naturale attraverso il mercato; quest’ultima, però, è la principale determinante.

Tuttavia, non bisogna credere che il modello fornito dall’evoluzione biologica sia completamente estendibile alla finanza; ad esempio, quando

---

<sup>31</sup> Schumpeter (1943), p. 84.

<sup>32</sup> Ferguson (2008).

nel mondo animale un organismo ne mangia un altro, ciò permette la sua sopravvivenza, ma non ne determina la mutazione, mentre nell'ambito finanziario un'operazione di *merger and acquisition* (acquisizioni e fusioni, M&A) può ingenerare direttamente quest'ultima.

Già Hilferding<sup>33</sup> nel 1919 prevedeva un inarrestabile movimento verso una maggior concentrazione nella proprietà del capitale finanziario: l'emergere dei conglomerati nei più recenti decenni è parso dare una qualche riprova di quella tesi, ma la loro vitalità si è dimostrata piuttosto bassa. Infatti, le economie di scala e di scopo, spesso invocate nei processi di aggregazione, difficilmente sono le forze motrici della storia finanziaria; quest'ultima, invece, è maggiormente determinata dai processi di speciazione i quali creano nuovi tipi di imprese e/o di servizi finanziari e al tempo stesso ne fanno scomparire quelli meno vitali la cui offerta non è in grado di adattarsi, la cui domanda tende a scomparire. Con riferimento ai prodotti della finanza, basti pensare all'esplosione dei derivati che si è avuta negli anni 2000, molti dei quali probabilmente non sopravvivranno o, almeno, non saranno più venduti, ad esempio, a operatori sprovveduti. Contribuiscono all'evoluzione finanziaria anche le mutazioni che spesso sono dovute a shock geopolitici o a crisi finanziarie; mentre i primi sono esogeni, le seconde sono endogene al sistema finanziario. Anche la crisi ancora in corso comporterà un processo di selezione naturale, attraverso fusioni e acquisizioni; sembra probabile che poche e grandi entità occuperanno posizioni dominanti nel settore degli "investimenti alternativi", come pure nel *private equity* e nel *venture capital*. Tuttavia, in base alla teoria evolutiva, al termine della crisi nuove forme organizzative e nuovi tipi di prodotti verranno alla ribalta finanziaria.

La mutazione istituzionale è l'altra grande forza che plasma la storia della finanza e che di fatto la distingue in modo particolare dall'evoluzione biologica; in quest'ultima essa è frutto principalmente del caso e della necessità, nella prima avviene in una cornice regolatoria che ha una sua logica. Al contrario di subitanee alterazioni nell'ambiente macroeconomico, simili a quelle che hanno luogo in natura, i cambiamenti nella

---

<sup>33</sup> Hilferding (1919).

regolazione hanno elementi di endogenità, poiché chi la gestisce ha conoscenza di come funziona il settore privato. Le innovazioni regolamentari sono assimilabili ai cambiamenti climatici sull'evoluzione biologica, rendendo non più convenienti operazioni e affari che nel precedente regime si erano dimostrati molto fruttuosi. La principale preoccupazione dei regolatori è la stabilità del sistema finanziario, ma questa sino a oggi ha comportato l'azzardo morale del *too big to fail*, che non solo scarica sui contribuenti i costi del salvataggio, ma non permette al meccanismo evolutivo di potersi dispiegare pienamente poiché non elimina gli intermediari *unfit to live*, secondo l'espressione di Schumpeter.<sup>34</sup> La maggior parte delle crisi genera flussi di nuove regole nel tentativo di stabilizzare il sistema finanziario e proteggere i consumatori, ma queste non devono mai giungere a proteggere l'intera struttura e per un periodo molto lungo. Ciò accadde negli anni '90 in Giappone quando furono a lungo sostenute istituzioni bancarie insolventi e mantenuti nei loro libri crediti in palese sofferenza, con la conseguenza che il paese, sia pure in modo altalenante, ha sofferto di una recessione senza fine. Allo stesso tempo, una riforma della regolazione che scoraggi la creazione di nuove istituzioni finanziarie, come pure di nuovi servizi e nuovi prodotti, è deleteria nel lungo periodo per lo sviluppo di un'economia.

Ferguson, infine, cerca di mettere in guardia i regolatori dal cadere nella trappola di credere che vi sia un sistema finanziario ideale verso il quale tutti i paesi stanno convergendo e che i regolatori devono promuovere. Una recente letteratura, di cui un portabandiera è La Porta,<sup>35</sup> sui rapporti tra diritto e finanza ha cercato di dimostrare che esiste un modello superiore retto dalla *common law* che, offrendo ai creditori una più elevata protezione, ha portato l'intermediazione finanziaria a espandersi. I dati sulla protezione del creditore in differenti sistemi legali e in tempi diversi non sembrano confermare univocamente questa tesi, ma soprattutto le ricerche di Cameron<sup>36</sup> indicano che v'è stata una forte

---

<sup>34</sup> Schumpeter (1934).

<sup>35</sup> Si veda ad esempio La Porta *et al.* (1998).

<sup>36</sup> Cameron (1972).

diversità nel modo in cui i sistemi finanziari delle economie nazionali si sono evoluti. La conclusione di Ferguson<sup>37</sup> è:

“Se la teoria evolucionistica ha un’ovvia lezione per i regolatori, essa può ben essere che la diversità è desiderabile in finanza come in natura. Dovesse il mondo intero convergere verso un unico modello [*template*] – sia esso predisposto a Washington, a Basilea o a Pechino – il sistema internazionale sarebbe considerevolmente più vulnerabile ed esposto ad un’estinzione di massa di quanto non lo sia oggi”.

Se si accetta questa conclusione, l’ambizione del G20, del FSB, del BCBS, ecc. di unificare la regolazione e la supervisione finanziaria estendendola a tutto l’orbe terraqueo per il lungo termine si troverebbe tra la Scilla dell’impossibilità e la Cariddi della vulnerabilità all’estinzione di massa.

## **7. La protezione dal contagio e la segmentazione funzionale**

Preservare la globalizzazione in senso spaziale è certamente un interesse della comunità internazionale, ma si può dire lo stesso della globalizzazione in senso funzionale, quella che ha permesso l’affermarsi della banca universale, della sua progressiva trasformazione in un conglomerato finanziario, di un sistema bancario ombra senza monitoraggio e senza vincoli? Anche la grande libertà nell’organizzare e nel diversificare l’attività che la globalizzazione finanziaria ha assicurato al banchiere è un valore che merita attenta considerazione, ma che non può assurgere a dogma; esso va temperato con l’obiettivo di una stabilità che eviti ai consumatori-risparmiatori traumi troppo forti e shock all’economia reale troppo intensi. Se si vuole che l’economia di mercato prosperi, la regolamentazione e la supervisione finanziaria possono rallentare i processi di naturale selezione, ma non possono abolirli. Soprattutto, non possono pretendere di ingessare la struttura finanziaria e di sovraccaricarla di obblighi di capitale, tasse e oneri amministrativi che finirebbero con lo scaricarsi sul costo del credito e con l’abbassare

---

<sup>37</sup> Ferguson (2009), pubblicato per la prima volta *online* il 27 maggio 2010. Citazione da p. 454.

presumibilmente il tasso di crescita dell'economia nel lungo periodo. Per assicurare la stabilità di quella o quelle parti del sistema finanziario che più interessano, a mio avviso, è opportuno accettare alcuni vincoli strutturali.<sup>38</sup>

Personalmente, mi sono già dichiarato a favore di forme di segmentazione,<sup>39</sup> anche se per le mie ormai insufficienti conoscenze non solo dei più avanzati sistemi finanziari, ma anche di quello italiano mi astenni in due precedenti articoli<sup>40</sup> di indicare le linee di confine che sentivo necessarie, ma che non ero in grado di tracciare; tuttavia, nel secondo mi sono spinto a riaffermare la validità della separazione funzionale tra banca di deposito o commerciale e banca di investimento.<sup>41</sup> In ambedue i lavori da ultimo citati espressi apprezzamento per la *Volcker rule* che, nonostante l'appoggio del presidente Obama, venne introdotta dal Congresso nel *Dodd-Frank Act* in una versione alquanto annacquata, nonché per le parole del governatore della Banca d'Inghilterra, Mervyn King, sull'errata convinzione che le crisi dovute a eccessiva trasformazione delle scadenze appartenessero al passato. Infatti, nel Regno Unito la Independent Commission on Banking, presieduta da sir John Vickers, si è pronunciata nel suo rapporto finale,<sup>42</sup> come già aveva anticipato in quello interinale, per un sistema bancario basato su depositi e prestiti a favore di famiglie e piccole imprese, separato (*ring-fenced*) dal resto del mondo finanziario.

Mentre la *ratio* sottesa alla regolamentazione di Basilea è quella di irrobustire, soprattutto attraverso i requisiti di capitale ma non solo, le singole componenti del sistema bancario, la ragione fondamentale che giustifica la segmentazione è quella di evitare o ridurre il contagio, contribuendo così:

---

<sup>38</sup> A questa stessa conclusione a me sembra che giunga Tonveronachi (2010) quando, criticando operatori, regolamentatori e supervisori per la loro pretesa di poter misurare rischi specifici e sistemici e di poter coprire efficacemente e a costi contenuti almeno i primi, richiede che vi sia un cambio radicale di rotta, cioè un contenimento dei rischi *ex ante*, anche con ricorso a disconnessioni (cioè, nel mio lessico, a segmentazioni) più ampie di quelle limitate al settore finanziario.

<sup>39</sup> In questo senso già Sarcinelli (2009b).

<sup>40</sup> Ad esempio, Sarcinelli (2010).

<sup>41</sup> Sarcinelli (2010c), p. 315, nota 20.

<sup>42</sup> Independent Commission on Banking (2011).

- a) a stabilizzare il sistema bancario;
- a<sub>1</sub>) nel segmento più ristretto, quello che assicura il funzionamento del sistema dei pagamenti, a tal fine limitando ai soli depositi coperti da assicurazione la garanzia pubblica a tutela dei risparmiatori;
- a<sub>2</sub>) nonché in quello del finanziamento delle famiglie e delle piccole e medie imprese che non ricorrono al mercato per indebitarsi;
- b) a evitare o almeno a diminuire l'azzardo morale che deriva dall'implicita assicurazione di salvataggio di cui hanno goduto di fatto le istituzioni finanziarie *too important to fail* (troppo importanti per fallire, TITF), perché troppo grandi e/o sistemicamente rilevanti;
- c) a monitorare ed eventualmente disciplinare il sistema bancario ombra nel quale sembra annidarsi e svilupparsi con maggiore facilità il rischio sistemico.

A mio avviso, evitare il contagio per preservare ciò che socialmente appare degno di maggior tutela o limitare i danni di un evento dannoso per l'incolumità personale, per la salute pubblica o per il patrimonio naturale rientra nei doveri di chiunque abbia responsabilità politiche. La sicurezza di una nave nel caso di una falla nel fasciame è affidata anche all'obbligo per il cantiere di costruirla con sezioni stagne. In una grande foresta la difesa contro l'incendio che può divorarla spetta all'autorità dei parchi, che può preconstituirla, almeno in parte, con corridoi liberi da vegetazione. Per prevenire il contagio della peste fu introdotta nel XIV secolo la quarantena, cui ancor oggi si ricorre in caso di epidemie. E gli esempi positivi potrebbero moltiplicarsi a dismisura. Non mancano, però, anche quelli negativi: la fobia di un contagio, di solito immaginario, è spesso all'origine di discriminazioni razziali, sessuali, religiose, ecc.

Tornando al nostro tema, la separazione di un sistema bancario protetto e ben delimitato rispetto al resto dell'attività bancaria e finanziaria assume due configurazioni, indicate in precedenza *sub* a<sub>1</sub> e a<sub>2</sub>. Nella prima, più restrittiva, la banca si limita a ricevere depositi che investe in attività a bassissimo rischio, a breve scadenza e quindi altamente liquide, sicché la sua utilità sociale consiste nella sola gestione

del sistema dei pagamenti (*narrow banking*).<sup>43</sup> Nella seconda (*utility banking*), invece, sono presenti le caratteristiche che normalmente sono associate a una banca, quella di ricevere depositi ed estendere crediti,<sup>44</sup> ma questi ultimi sono limitati a una clientela al dettaglio e a debitori ipotecari<sup>45</sup> in una versione. In un'altra variante, invece, la banca raccoglie sia depositi assicurati e per di più garantiti nell'attivo bancario da titoli di alta qualità, sia depositi privi di assicurazione con i quali può finanziare il settore privato.<sup>46</sup> Ovviamente, solo le banche propriamente dette in questi schemi sono soggette ad autorizzazione e a supervisione, mentre il resto dell'attività finanziaria è svolto da società indipendenti che reperiscono i mezzi sul mercato dei capitali, emettendo azioni e/o obbligazioni. Certamente, sia dal punto di vista dell'utilità sociale, sia da quello dell'efficienza aziendale, un sistema bancario più semplice, più controllabile in tempi normali e più gestibile in fasi di caduta di alcune sue componenti avrebbe dei vantaggi. Dall'altro lato, la complessità e l'interconnessione create dalla banca universale e soprattutto dal conglomerato finanziario hanno generato probabilmente non solo degli extra-costi ma anche dei benefici di diversificazione, oltre a offrire occasione di pingui remunerazioni per i loro manager. Le citate proposte sono state avanzate ben prima della crisi sostanzialmente da accademici e sono ben note; l'averle riprese ne permette la comparazione con le idee che sono state portate avanti dal FSB, imperniate principalmente sul rafforzamento dei quozienti di capitale, sul miglioramento della qualità del *Tier 1*, sulla riscoperta dei coefficienti di liquidità e del rapporto di leva, e con le iniziative degli Stati Uniti (*Volcker rule*) e del Regno Unito (*ring-fenced retail banking*). È tempo di rivolgere la nostra attenzione a questi due tentativi di stabilire diaframmi contro il contagio.<sup>47</sup>

---

<sup>43</sup> Fattori di questa soluzione sono Litan (1987), Pierce (1991).

<sup>44</sup> L'offerta di liquidità su richiesta sia dell'affidato sia del depositante, a patto che le domande dai due lati del bilancio non siano troppo correlate, è la vera essenza dell'attività bancaria. Si veda Kashyap *et al.* (2002).

<sup>45</sup> Si vedano Bryan (1991) e Kay (2009).

<sup>46</sup> Si veda Kashyap *et al.* (2002).

<sup>47</sup> Per una panoramica anche di altri aspetti regolatori e in particolare di Basilea III, si veda Brogi (2111).

### 7.1. La Volcker rule

La *Volcker rule* inserita nel *Dodd-Frank Act* scinde alcune attività di *investment banking* dal *commercial banking*. La motivazione per questa separazione istituzionale è la crescente rilevanza dei conflitti di interesse e dell'assunzione di rischio che si generano quando alle banche è permesso di combinare attività di prestito, di garanzia nell'emissione di titoli e di *market-making* con la negoziazione e l'investimento per conto proprio (*proprietary trading and investment on their own account*). Il rischio sistemico derivante dal coinvolgimento delle banche commerciali nei mercati dei titoli e nell'acquisizione di *hedge and investment funds* era stato denunciato da più voci; qui è sufficiente richiamare quella del Gruppo dei Trenta che aveva indicato come le inattese, ampie perdite dovute alla negoziazione per conto proprio, l'esposizione creditizia per prodotti strutturati e verso gli *hedge funds* avessero accresciuto il rischio per le altre divisioni operative delle banche e per il sistema nel suo complesso.<sup>48</sup> Un'analisi statistica di 79 SIFI europee, americane e asiatiche che includono banche commerciali, di investimento e universali, ha prodotto soltanto un *qualified support* per un'associazione tra attività di *trading*, volatilità dei risultati (*returns*) e una crescente correlazione con il ciclo economico,<sup>49</sup> il che richiede ulteriori indagini.

Per conformarsi alla regolamentazione, per la quale le proposte sono state pubblicate,<sup>50</sup> le banche americane avranno tempo sino al luglio 2014, ma la Fed potrà concedere il rinvio di un anno sino a tre volte su richiesta della banca. La regola come approvata dal *Dodd-Frank Act* proibisce alle banche commerciali un minor numero di attività di quante non ne impediva il *Glass-Steagall Act*; allo stesso tempo, il numero delle eccezioni ammesse dalla *Volcker rule* è anche significativamente inferiore a quello previsto dal *Glass-Steagall Act*. Ciononostante, distinguere le transazioni per conto proprio (proibite) da quelle permesse (ad esempio, perché relative al *market-making*) non sarà facile, poiché le esenzioni dipendono correttamente dall'intenzione con cui le transazioni

---

<sup>48</sup> Group of Thirty (2009).

<sup>49</sup> Chow e Surti (2011).

<sup>50</sup> Davis Polk (2011b).



sono effettuate, ma non vi sono regole pratiche per farne la cernita. Per giunta, se le operazioni di *hedging* avvengono al livello del portafoglio invece che della singola transazione, distinguere ciò che è ammesso da ciò che è proibito diventa molto più difficile. Addirittura, il Consiglio responsabile per il rischio sistemico (Financial System Oversight Council – FSOC) ha riconosciuto l'importanza del problema e ha proposto di sviluppare metriche basate su informazioni finanziarie “granulari” per aiutare i supervisori a sceverare le transazioni proibite da quelle permesse; ovviamente, ciascuna metrica ha una sua *ratio*, ma anche inevitabili limitazioni.<sup>51</sup> Metodologie di identificazione basate soltanto su regole potrebbero rivelarsi troppo rozze e quindi portare a decisioni inefficienti, oppure prestarsi a manipolazioni, ad esempio con spostamenti tra *banking* e *trading book*. Infine, l'applicazione della regola potrà comportare costi non previsti e distorsioni competitive, ad esempio per le imprese produttive per le quali il *trading* dei loro titoli da parte della banca per il conto proprio aveva l'effetto di accrescerne la liquidità sul mercato e quindi abbassarne il costo del capitale.

La conclusione dei ricercatori<sup>52</sup> del FMI, che hanno studiato il tema e a cui sono debitore di molte delle osservazioni precedenti sulla *Volcker rule* e di quelle successive sulla ICB, è la seguente:

“Bandire il *trading* per il proprio conto è probabile che amplifichi lo spostamento del rischio al sistema bancario ombra (che comprende, tra l'altro, *hedge funds*, *mutual funds* ed entità con finalità speciali). Ciò accrescerebbe l'accumulazione di rischio sistemico che non è monitorato e che potrebbe manifestarsi rapidamente e inaspettatamente durante tempi di acute difficoltà finanziarie, con effetti di tracimazione [*spillover*] negativi sull'economia reale simili a quelli di una crisi bancaria”.

Probabilmente, un ritorno all'antico, cioè una reviviscenza del *Glass-Steagall Act* che riuscì a eliminare dalla scena americana agli inizi degli anni '30 la banca universale, sarebbe stata la soluzione migliore; quand'anche fosse stata possibile,<sup>53</sup> essa avrebbe comportato il plateale

<sup>51</sup> Financial Stability Oversight Council (2011).

<sup>52</sup> Chow e Surti (2011), p. 22.

<sup>53</sup> Sostiene Kregel (2010) che un ritorno al *Glass-Steagall Act* presenta un *conundrum*: da un lato le fonti che attualmente hanno il costo più basso per il finanziamento a breve sono inestricabilmente collegate all'attività sui mercati dei titoli, dall'altro l'innovazione che

riconoscimento che la deregolamentazione del settore finanziario non è sempre stata positiva e avrebbe dovuto superare la resistenza degli interessi che si riconoscono nella grande finanza e che sono riusciti ad ammorbidire e a complicare l'iniziale proposta di Volcker, ufficialmente sponsorizzata dal presidente Obama e appoggiata da Bill Donaldson, ex capo della SEC.<sup>54</sup>

### 7.2. *Le proposte dell'Independent Commission on Banking*

Nel Regno Unito la difesa contro il contagio che le attività bancarie ritenute essenziali, quelle al dettaglio, possono ricevere dall'*investment banking* è stata incentrata dall'Independent Commission on Banking sulla separazione (*ring-fencing*) della prima rispetto alla seconda, ma senza giungere tra le due alla piena divisione istituzionale.<sup>55</sup> Ciò significa che le due attività possono continuare a esistere all'interno di una banca universale, salvandone perciò i benefici derivanti dalla diversificazione, ma quella al dettaglio deve essere svolta da una sussidiaria protetta da un "recinto" che separa le operazioni ammissibili all'interno, suddivise tra esclusive, permesse e strumentali, da quelle effettuabili soltanto all'esterno. Ogni banca dedicata al *retail*, perciò obbligatoriamente inclusa in un "recinto", deve essere un'entità legalmente separata all'interno del gruppo cui appartiene; la sua separatezza deve avere carattere funzionale e non meramente legale e operativo, il che significa che il management e il consiglio di amministrazione devono essere

---

fosse interdotta alle banche regolamentate non potrebbe essere proibita alle istituzioni che non lo sono. Bisognerebbe trovare – egli aggiunge – una fonte di reddito alternativa per le banche; al termine, però, della disamina di possibili strade ammette che non sono percorribili. E il *conundrum* resta irrisolto. Sempre Kregel (2011) s'interroga se quanto previsto dalla *Volcker rule* e dal *Lincoln Amendment* in tema di derivati nel *Dodd-Frank Act* sarebbe efficace nel limitare il tipo di attività speculative che hanno caratterizzato la recente crisi; la sua conclusione è negativa, in particolare con riferimento ai *credit default swap* (CDS).

<sup>54</sup> Sarcinelli (2010a), p. 19.

<sup>55</sup> Le proposte della ICB in tema di stabilità finanziaria e di concorrenza sono state approvate dal Cancelliere dello Scacchiere e trasmesse al Parlamento. Si veda Treasury (2011).

operativamente indipendenti e che il capitale della banca va calcolato su base individuale.

Poiché anche la sussidiaria che opera nel recinto fa parte di un gruppo e ha necessità di effettuare, in contropartita con altre entità del medesimo, operazioni che servano, per esempio, a coprire i suoi rischi di credito, di mercato e di liquidità, vi devono essere regole al riguardo, con riferimento non solo alle transazioni intra-gruppo ammissibili, ai loro limiti (ad esempio, un eccesso di fondi del gruppo può riversarsi sull'affiliata *ring-fenced*, ma i flussi contrari non sono pienamente liberi), ai prezzi basati sul rischio ma anche ai livelli minimi di capitale della sussidiaria "recintata". Infatti, i coefficienti prudenziali di capitale, il rapporto di leva e la capacità di assorbimento primario delle perdite (incluse cioè le *bail-in bonds*) aumentano tutti in funzione delle attività ponderate per il rischio (RWA).

Sebbene la banca "recintata" trovi la garanzia della propria esistenza finalizzata al servizio *retail* nell'essere legalmente, operativamente e funzionalmente separata dal gruppo di appartenenza, ciò costituisce una condizione necessaria, non sempre sufficiente. Un problema può sorgere nella gestione dei rischi e con le esposizioni all'interno del gruppo se quest'ultimo cade in difficoltà; si richiedono, perciò, sotto questo profilo, regole prudenziali e soprattutto vigilanza per assicurare soluzioni di emergenza alla banca "protetta"; secondariamente, non è chiaro come possa gestire i propri rischi una banca "recintata" che non faccia parte di un gruppo se non rivolgendosi a un qualsiasi operatore di mercato e quindi scaricando interamente sulla supervisione l'onere di verificare che sta compiendo un'operazione di copertura, e non una di tipo speculativo; infine, poiché la copertura dei rischi per la banca "protetta" può avvenire solo in contropartita del gruppo, l'esposizione intra-gruppo della prima può superare il livello desiderabile. Ancora, come nel caso della *Volcker rule*, la cernita delle operazioni ammesse da quelle proibite può rivelarsi difficile, poiché la banca "protetta" deve mantenere un portafoglio di titoli, impegnarsi in operazioni di prestito garantite, essere controparte in contratti per prodotti derivati; comunque, *prima facie*, le difficoltà dovrebbero essere minori nel caso inglese rispetto a quello americano, poiché nel primo non sono presenti operazioni di *market-making*, di

garanzia nell'emissione di titoli e di sponsorizzazione nelle attività di cartolarizzazione (*securitisation*).

Un'ultima problematica con riguardo al *ring-fencing* della banca dedicata alle operazioni al dettaglio riguarda la possibilità che ve ne sia una per ogni giurisdizione in cui il gruppo desidera operare con la clientela minuta; ciò non è richiesto dalla ICB la quale nel suo rapporto finale si è espressa a favore di un "recinto" che può allargarsi a tutta l'area economica europea. Tuttavia, non solo l'esperienza di gruppi operativi anche nel settore al dettaglio è per la costituzione di un'affiliata per ogni giurisdizione,<sup>56</sup> ma questa tendenza risulterà rafforzata dal fatto che le autorità islandesi, nel fallimento delle loro tre banche, non hanno protetto alla stessa maniera i depositanti stranieri rispetto a quelli nazionali.

## 8. Il rischio sistemico e le *Systemically Important Financial Institutions*

Nello sforzo riformatore in corso da parte del FSB, grande attenzione è dedicata alle *Systemically Important Financial Institutions* (SIFI), alcune delle quali per la loro rilevanza a livello globale sono designate G-SIFI. Secondo il FSB,<sup>57</sup>

"le SIFI sono istituzioni finanziarie che in caso di difficoltà o di rovinosa caduta, a causa della loro dimensione, complessità e interconnessione sistemica, causerebbero un significativo sconvolgimento del più ampio sistema finanziario e dell'attività economica. Per evitare siffatta conseguenza, le autorità non hanno avuto altra scelta – troppo frequentemente – che quella di impedirne il fallimento e mantenerle solvibili attraverso l'uso di fondi pubblici. Come sottolineato dalla crisi in corso, ciò ha deleterie conseguenze per gli incentivi privati e per le pubbliche finanze".

L'introduzione da parte dei manager del convincimento che il gruppo o la banca ricopre un ruolo nel sistema tale da indurre il governo

---

<sup>56</sup> Sull'argomento si veda Fiechter *et al.* (2011).

<sup>57</sup> Financial Stability Board (2011d), p. 1. Si vedano anche Financial Stability Board (2011a; 2011b); Basel Committee of Banking Supervisors (2011). Un'impostazione simile seguono Ötker-Robe *et al.* (2011).

comunque a salvarlo comporta un'eccessiva assunzione di rischi e quindi un sistematico azzardo morale. Per evitare il contagio che metterebbe a repentaglio non solo gran parte del sistema finanziario, ma avrebbe effetti recessivi anche per l'economia reale, sinora si è proceduto al salvataggio, il quale ha pesato sulle pubbliche finanze aggravando a dismisura nel corso di questa crisi il peso dei debiti pubblici di molti paesi; con la conferma ancora una volta delle aspettative dei manager bancari, il salvataggio di oggi pone le basi per la crisi di domani e così via. Per affrontare il problema delle SIFI (da alcuni designate anche con l'acronimo TITF, già citato; con riferimento alle sole banche sono usati anche gli acronimi SIB e G-SIB) il FSB ha enunciato un insieme di politiche a raggiera ma integrate che si possono così sintetizzare:

- a) formulazione di un nuovo standard internazionale, che costituisca un punto di riferimento per i regimi nazionali di dissoluzione bancaria con esplicitazione di responsabilità, strumenti e poteri che permettano di liquidare un'impresa finanziaria in modo ordinato e senza oneri per il contribuente;
- b) requisiti per valutazioni di sopravvivenza (*resolvability*) e per la programmazione del recupero o della dissoluzione delle G-SIFI e per lo sviluppo di accordi di cooperazione transfrontalieri specifici per ciascuna istituzione;
- c) addizionale capacità di assorbimento delle perdite con capitale ordinario per le G-SIFI, graduata in funzione dell'impatto dovuto a una loro caduta e commisurata dall'1 al 2,5% delle attività ponderate per il rischio (e con uno scaglione "vuoto" del 3,5% per scoraggiare ulteriore *systemicness*) che andranno in vigore progressivamente tra il 2016 e il 2019;
- d) più intensa ed efficace supervisione di tutte le SIFI.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> Non va dimenticato che la regolazione e la supervisione da sole non sono in grado di imporre la stabilità finanziaria, ma è necessario che il mercato sia strumentale nell'assicurare la disciplina, anche perché il ricorso agli attivi ponderati per il rischio esercita un'azione volta sì a ridurre la presenza di quelli più rischiosi, ma anche ad aggirare la regolamentazione, ad esempio attraverso le cartolarizzazioni. L'introduzione di un rapporto di leva basato sulle attività totali non ponderate per il rischio aiuta ad allineare l'attivo di bilancio delle banche con le loro principali funzioni

Inoltre, agli inizi del 2012 sono previsti più forti standard internazionali per le infrastrutture fondamentali del mercato finanziario così da ridurre i rischi di contagio se e quando un'impresa finanziaria fallisce.

Per la diversità delle linee di *business*, degli obiettivi dei gruppi multinazionali e del grado di sviluppo dei vari paesi, le strutture possono essere le più variegata e non riconducibili a un unico modello. Perciò, a me sembra irrealistico immaginare di poter sviluppare uno standard internazionale da cui poter derivare legislazioni coerenti in tema di dissoluzione delle SIFI, pur prescindendo dalle diverse interpretazioni che le autorità amministrative e quelle giudiziarie potranno darne nell'applicazione delle norme nazionali. Per non parlare dello sforzo richiesto alle autorità di supervisione per mantenere sotto costante controllo una realtà operativa e organizzativa altamente dinamica. Poiché una considerazione fondamentale per i responsabili della politica bancaria concerne o dovrebbe concernere il *trade-off* tra efficienza complessiva (dell'intermediario, del prestatore di fondi, delle strutture di vigilanza, ecc.) e stabilità finanziaria anche nel caso delle SIFI e in particolare delle G-SIFI, viene da chiedersi perché si insista nella ricerca di soluzioni complesse, dagli alti costi di manutenzione, e non si ricorra a forme di segmentazione che forse ridurranno la capacità del *chief executive officer* (CEO) di lucrare bonus stratosferici e di gestire imperi su cui non tramonta mai il sole, ma che difficilmente rimarranno efficienti a causa della complessità. Joe Stiglitz,<sup>59</sup> riprendendo un'affermazione di Mervyn King, governatore della Banca d'Inghilterra, che aveva invocato restrizioni ai tipi di attività che le mega-banche possono svolgere, ha sostenuto:

“Anche se si riuscisse a individuare perfettamente le strutture di incentivazione – il che non è nelle carte – le banche rappresentano ancora un grosso rischio. Più grandi le banche e maggiore l'assunzione di rischi ad esse permessa, più forte è la minaccia alle nostre economie e alle nostre società. [/] Queste non sono questioni [su cui scegliere] bianco o nero: più

---

economiche e a massimizzare l'efficienza nell'allocazione del capitale; sull'argomento si veda Slovik (2011).

<sup>59</sup> Stiglitz (2009), p. 1.

limitiamo la dimensione, più rilassati possiamo essere su [...] altri aspetti della regolazione”.

Misure strutturali per limitare il raggio di azione delle SIFI, purtroppo, non hanno ricevuto nessun sostegno a livello internazionale; la presa di posizione di Mervyn King fu criticata dall'allora primo ministro britannico Gordon Brown. Speriamo soltanto che non ci si debba pentire in futuro di aver mancato un'occasione.

## 9. Il rischio sistemico e il sistema bancario ombra

Seguendo il FSB, il sistema bancario ombra (*shadow banking system*) può essere identificato con quei processi di intermediazione creditizia che coinvolgono entità e attività al di fuori del sistema bancario tradizionalmente inteso.<sup>60</sup> Una stima della sua crescita e della sua dimensione, da prendere ovviamente con grande cautela, è che dai 27 trilioni di dollari nel 2002 si sia passati ai 60 trilioni nel 2007, rimanendo all'incirca a questo livello nel 2010. Dagli inizi della recente crisi si è sempre più spesso fatto riferimento a un sistema ombra, cioè a un insieme di entità e di strutture che offrono credito in modo diretto oppure attraverso una “catena” la quale trasforma scadenze o liquidità e sviluppa un rapporto di leva, al pari del sistema bancario regolare. Le fonti di finanziamento sono i mercati attraverso operazioni di pronti contro termine (*repos*) e cambiali finanziarie assistite da garanzia reale (*asset-backed commercial paper* – ABCP). I timori che si nutrono con riferimento a queste strutture non regolamentate e quindi in gran parte ignote è che, da un lato, servano per l'arbitraggio regolatorio (*regulatory arbitrage*), dall'altro che siano un ricettacolo di rischio sistemico in grado di gonfiarsi e mettere in pericolo il sistema bancario ufficiale. Il rischio sistemico richiede, oltre ad organi come il FSOC negli USA e lo ESRB nell'UE, una regolamentazione macroprudenziale, in termini generali delineata ma a corto di sperimentazione,

---

<sup>60</sup> Financial Stability Board (2011c).

da accompagnare a quella microprudenziale, da tempo esercitata su banche e altri intermediari.<sup>61</sup>

Uno studio particolarmente penetrante e volto a suggerire anche la regolamentazione di importanti componenti del sistema ombra è quello di Gorton e Metrick (2010) i quali hanno prima di tutto cercato di spiegare le ragioni della forte crescita del sistema ombra. Un impulso – affermano – è venuto dal lato dell’offerta, dove una serie di innovazioni e di cambiamenti nella regolamentazione hanno ridotto il vantaggio competitivo offerto dalle banche e dai depositi presso queste ultime. Anche il lato della domanda non è stato da meno, poiché la richiesta di garanzie reali (*collateral*) nelle transazioni finanziarie ha dato un forte impulso alla cartolarizzazione e all’uso dei pronti contro termine come strumento simile alla moneta. Ambedue queste forze si sono sviluppate sulla base di decisioni giudiziarie e di regole di vigilanza che hanno permesso per entrambi i citati strumenti un trattamento speciale nell’ambito della legge fallimentare. Come mai il sistema ombra è collassato nel corso della crisi? Ebbene, esso ha seguito il copione che ha generato in passato il panico e la corsa ai depositi: l’improvvisa perdita di fiducia in attività ritenute sino a quel momento sicure e liquide. È stata, questa, la sorte dei *money market mutual funds* (MMMF), delle cartolarizzazioni, dei pronti contro termine.

Poiché le innovazioni che hanno favorito il sistema ombra rispondono a genuine esigenze, è impensabile di vietarle, sicché non resta che regolarle. Sempre secondo Gorton e Metrick, la storia ha dimostrato che vi sono due metodi per ridurre la probabilità di un *run* in un sistema finanziario. In base all’esperienza americana, il primo consiste nella provvista di garanzie reali o “collateralizzazione” standardizzata, introdotta negli Stati Uniti dopo il panico del 1837, quando alcuni stati scelsero il *free banking*, stabilendo, però, che le banconote dovevano essere garantite da titoli dello stato; successivamente lo stesso schema fu seguito per le banconote nazionali, garantite da titoli del Tesoro federale. Il secondo metodo è quello dell’assicurazione pubblica, anch’essa tentata senza grande successo al livello degli stati prima della Guerra Civile e

---

<sup>61</sup> Borio (2011).



ancora negli anni '20, ma che si è rivelata un successo con la copertura dei depositi bancari da parte della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

I nostri autori preferiscono la “collateralizzazione” all’assicurazione per la superiorità degli incentivi che la prima comporta sulla seconda. Per stabilizzare il sistema ombra, in verità per portarlo alla luce del sole, essi prevedono la costituzione di una nuova categoria di banche (*narrow funding banks* – NFB), soggette a obblighi, limitazioni e facilitazioni come le altre, ma con diritto a essere le uniche cessionarie di *asset-backed securities* (ABS), da finanziare con proprie passività sotto forma di *medium-term notes* (MTM).<sup>62</sup> Ai regolatori bancari è affidato il compito di disegnare e monitorare i criteri per la formazione dei portafogli delle NFB; al tempo stesso, spetta loro la responsabilità di stabilire, per le operazioni di pronti contro termine effettuate dalle banche commerciali e dalle NFB, quale garanzia reale è accettabile e quale scarto minimo (*minimum haircut*) è da applicare. Altre istituzioni, purché autorizzate, possono fare questo stesso tipo di operazioni, ma la regolazione dovrà renderle più costose di quelle effettuate in contropartita delle banche. Con le NFB, in definitiva, si creano segmentazioni di mercato e intermediari specializzati.

In definitiva, cartolarizzazioni e operazioni di pronti contro termine devono essere regolate dal settore pubblico poiché costituiscono nuovi tipi di intermediazione bancaria e poiché non sembra esservi alcuna soluzione nell’ambito del settore privato. Presentando la stessa vulnerabilità di altre forme di moneta privata, creata dalle banche e soggetta al *bank run*, sono una grossa fonte di rischio sistemico. Per i fondi comuni di mercato monetario o MMMF non viene avanzata alcuna raccomandazione regolatoria, ritenendo che le attività nel loro portafoglio che presentavano criticità al momento della crisi (ad esempio, ABCP e

---

<sup>62</sup> Chow e Surti (2011, p. 12) fanno presente che le NFB vanno incontro a un rischio di concentrazione che può renderle vulnerabili in caso di crisi, nonostante la possibilità di ricorso alla Fed, e che restano da affrontare e risolvere gli incentivi perversi creati dal modello *originate-to-distribute* anche per le NFB.

carta emessa da SIV, cioè *structured investment vehicles*) sono destinate a sparire con le riforme proposte.

Dal suo canto, il FSB ha invitato le autorità dei singoli paesi a focalizzarsi sulle attività di intermediazione creditizia che potenzialmente pongono rischi sistemici e a concentrarsi in particolare su quelle che comportano i quattro principali fattori di rischio: a) trasformazione di scadenze; b) trasformazione di liquidità; c) imperfetto trasferimento del rischio di credito; d) leva finanziaria. Quanto al proprio programma di lavoro nel campo, il FSB ha lanciato ricerche in cinque direzioni per valutare la necessità di ulteriore azione regolatoria con riferimento: I) alle interazioni delle banche con le entità del sistema ombra; II) ai fondi di mercato monetario (MMF); III) alle altre entità presenti nel sistema ombra; IV) alla cartolarizzazione; V) al prestito titoli e alle operazioni di pronti contro termine. Come si nota facilmente, dei cinque filoni di ricerca tre sono quelli individuati da Gorton e Metrick.

## 10. Conclusioni

Al termine di questo lungo *excursus* in vari campi, con l'obiettivo, però, sempre puntato sulla dinamica della regolazione e della supervisione, si deve concludere che l'uscita da una crisi finanziaria comporta necessariamente un inasprimento e soprattutto un allargamento dell'area regolata; quando si palesa un colossale fallimento del mercato è inevitabile fare ricorso allo Stato e ... viceversa! In verità, quando l'ultima crisi si è manifestata in tutta la sua virulenza, la regolazione era ben presente; faceva difetto, come ha rilevato il FMI,<sup>63</sup> con ogni probabilità la supervisione. Tuttavia, l'esistenza di un sistema bancario ombra e il riconoscimento che in esso può annidarsi un rischio sistemico destabilizzante rende evidente che l'ambito della regolazione era insufficiente. D'altra parte, come Merton Miller<sup>64</sup> rilevò molti anni or

---

<sup>63</sup> Fondo Monetario Internazionale (2009b).

<sup>64</sup> Miller (1986).

sono, la regolamentazione e la tassazione sono le principali determinanti dell'innovazione finanziaria.

Il dilemma che si pone è se il legislatore-regolatore deve “inseguire” continuamente con le proprie normative oppure può permettersi di lasciare al mercato l'opzione di ampliare gli spazi liberi da interferenze pubbliche. Soprattutto nel mondo anglosassone un atteggiamento di *laissez faire, laissez passer* è prevalso a cavallo del millennio. Oggi, dopo la crisi finanziaria annunciata nel 2007, conclamata nel 2008, estesa al settore reale nel 2009 e ancora in corso in Europa sotto forma di crisi dei debiti sovrani, la tendenza è a estendere la copertura regolatoria. Ciò che lascia perplessi è che le tecniche con le quali si procede sono ben diverse da quelle utilizzate durante la Grande Crisi, quando le riforme introdussero una regolamentazione di tipo strutturale.

Dagli anni '70 del secolo scorso si è proceduto a smantellare progressivamente le paratie erette negli anni '30 e a dare crescente rilievo alla vigilanza prudenziale basata fondamentalmente su coefficienti di capitale, cui si aggiungeranno quelli di liquidità e un rapporto di leva negli anni prossimi; essa si è rivelata altamente pro-ciclica, anche per effetto dei più recenti criteri contabili che rifiutano il costo storico. Tuttavia, la globalizzazione in senso spaziale, divenuta anche funzionale per un eccesso di fiducia nel libero mercato e nella sua capacità di autoregolarsi, richiede un approccio non solo coerente, ma possibilmente esteso a tutto il mondo per costruire o preservare un *level playing field*. Nel tempo, sarà possibile evitare che l'influenza delle *lobbies* locali sui regolatori e sui parlamentari e la libertà d'interpretazione dei giudici non portino a una frammentazione della *universal soft law* che si sta faticosamente cercando di costruire per il settore bancario e finanziario? Se ciò accadrà, come ritengo probabile, il *regulatory arbitrage* diventerà inevitabile e il rischio sistemico si anniderà in tanti anfratti. Secondo me, sarebbe più opportuno concentrare l'attenzione sul problema del contagio poiché le crisi non sono evitabili, anche se si spera di riuscire a ridurne frequenza e intensità attraverso la regolazione e la supervisione; il vaccino che immunizzi dalle crisi non credo che sarà mai trovato. Sono le parti del sistema bancario più meritevoli di tutela quelle che vanno tenute al riparo dal contagio; perciò, a mio avviso, è necessario introdurre delle

segmentazioni funzionali, ad esempio secondo le linee della *Volcker rule* negli Stati Uniti o le proposte della ICB nel Regno Unito.

## BIBLIOGRAFIA

- AMARAL P. e JACOBSON M. (2011), “Why some European Countries and not the US?”, *Economic Trends*, Federal Reserve Bank of Cleveland, disponibile alla URL <http://www.clevelandfed.org/research/trends/2011/1211/01gropro.cfm>.
- ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA (2011), “Comparabilità tra banche europee delle attività ponderate per il rischio (RWAs)”, documento interno, 25 novembre.
- BANCA D’ITALIA (2011), *Relazione annuale per il 2010*, Banca d’Italia, Roma.
- BASEL COMMITTEE OF BANKING SUPERVISORS (2011), “Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement”, ottobre, BCBS, Basilea.
- BORIO C. (2011), “Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward”, *BIS Working Papers*, n. 354, settembre, Monetary and Economic Department, Basilea.
- BROGI M. (2011), “Adeguatezza patrimoniale, corporate governance e organizzazione a sostegno del rapporto banca-impresa”, *Bancaria*, n. 11, pp. 38-54.
- BRYAN L. (1991), “Core Banking”, *McKinsey Quarterly*, n. 1, pp. 61-74.
- CAMERON R. (a cura di) (1972), “Banking and Economic Development”, in (*id.*), *Some Lessons of History*, Oxford University Press, Londra.
- CHOW J.T.S. e SURTI J. (2011), “Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It?”, *IMF Working Paper*, n. 236, International Monetary Fund, Washington (DC).
- CIOCCA P. (2009), “1929 e 2009: due crisi commensurabili?”, disponibile alla URL <http://www.apertacontrada.it/2009/02/06/1929-e-2009>.
- DARWIN C. (1859), *On the Origin of Species by Means of Natural Resources*, Murray (prima ed.), Londra.
- DAVIS POLK (2011a), “Dodd-Frank Progress Report” (One-Year Anniversary Report), 22 luglio, disponibile alla URL [http://www.davispolk.com/files/uploads/FIG/072211\\_Dodd\\_Frank\\_Progress\\_Report.pdf](http://www.davispolk.com/files/uploads/FIG/072211_Dodd_Frank_Progress_Report.pdf).
- (2011b), “Volcker Rule Proposed Regulations: Proprietary Trading – Hedge/PE Funds”, 12 ottobre, disponibile alla URL [www.volckerrule.com](http://www.volckerrule.com).
- DE COSTE D. (1991), “Toward a Qualitative Theory of Safety Control – When and How to Panic Intelligently”, The Institute for the Learning Sciences, Northwestern University, Evanston (IL).
- EICHENGREEN B. e O’ROURKE K.H. (2009), “A Tale of Two Depressions”, disponibile alla URL <http://voxeu.org/index.php?q=node/3421>.
- FERGUSON N. (2008), *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Allen Lane/Penguin, Londra.
- (2009), “An Evolutionary Approach to Financial History”, *Cold Spring Harbor*

- Symposia on Quantitative Biology*, vol. 74, pp. 449-454.
- FIECHTER J., ÖTKER-ROBE I., ILYINA A., HSU M., SANTOS A. e SURTI J. (2011), "Subsidiaries or Branches: Does one Size Fit All?" *IMF Staff Discussion Note*, International Monetary Fund, Washington (DC).
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2011a), "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions", Financial Stability Board, Basilea.
- (2011b), "Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision", Financial Stability Board, Basilea.
- (2011c), "Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation", Financial Stability Board, Basilea.
- (2011d), "Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions", Financial Stability Board, Basilea.
- FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL (2011), "Study and Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading and Certain Relationships with Hedge Funds and Private Equity", gennaio, Washington (DC), disponibile alla URL <http://www.treasury.gov/>.
- FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE (2009a), "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy", *Paper prepared by the Research Dept., in consultation with the Fiscal Affairs and Capital Markets Depts. and approved by Olivier Blanchard*, 19 febbraio, Washington (DC).
- (2009b), *Global Financial Stability Report – Navigating the Financial Challenges Ahead*, ottobre, disponibile alla URL <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/>.
- FUKUYAMA F. (2006), *The End of History and the Last Man*, Simon & Schuster, New York.
- GALATI G. e MOESSNER R. (2011), "Macroprudential Policy – a Literature Revised", *BIS Working Papers*, n. 337, febbraio, Monetary and Economic Department, Basilea.
- GORTON G. e METRICK A. (2010), "Regulating the Shadow Banking System", disponibile alla URL [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1676947](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676947).
- (2012), "Getting up to Speed on the Financial Crisis: A one Weekend Reader's Guide", *Journal of Economic Literature*, vol. 50 n. 1, pp. 128-150.
- GREEN E.F. (2011), "Dodd-Frank and the Future of Financial Regulation", *Harvard Business Law Review Online*, pp. 79-80, disponibile alla URL <http://hblr.org/>.
- GROUP OF THIRTY (2009), "Financial Reform: a Framework for Financial Stability", Washington (DC), disponibile alla URL <http://www.group30.org/pubs>.
- HALDANE A.G. (2011), "Capital Discipline", relazione all'American Economic Association Meeting, 9 gennaio, Denver (CO).
- HILFERDING R. ([1919] 2006), *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*, Routledge and Kegan Paul, Londra.
- INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING (2011), *Final Report*, disponibile alla URL <http://bankingcommission.independent.gov.uk>.
- KASHYAP A.K., RAJAN R. e STEIN J.C. (2002), "Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking", *The Journal of Finance*, vol. 57 n. 1, pp. 33-73.
- KAY J. (2009), "Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation", disponibile alla URL <http://www.johnkay.com/wp-content/uploads/2009/12/JK-Narrow-Banking.pdf>.
- KREGEL J. (2010), "Can a Return to Glass-Steagall Provide Financial Stability in the US financial system?", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 252, pp. 39-76.
- (2011), "Will Restricting Proprietary Trading and Stricter Derivatives Regulation Make the US Financial System more Stable?", *PSL Quarterly Review*, vol. 64 n. 258, pp. 227-

247.

- KRUGMAN P. (2009), "The Great Recession Versus the Great Depression", *Conscience of a Liberal*, 20 marzo.
- LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R.W. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- LITAN R. (1987), "What Should Banks do?", The Brookings Institution, Washington (DC).
- LO A.W. (2012), "Reading About the Financial Crisis: A Twenty-One Book Review", *Journal of Economic Literature*, vol. 50 n. 1, pp. 151-178.
- MASERA R. (2010), "Reforming Financial Systems after the Crisis: A Comparison of EU and USA", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 255, pp. 299-362.
- (2012), "Gli standard di capitale di Basilea: soluzione o concausa dei problemi di instabilità?", relazione di base predisposta per una audizione alla commissione finanza della Camera dei Deputati sul tema di Basilea III, 1 febbraio.
- MAYER T. (2010), "US Financial Market Reform: The Economics of the Dodd-Frank Act", *EU Monitor*, n. 77, Financial Market Special, Deutsche Bank Research, 28 settembre, pp. 1-23.
- MILLER M.H. (1986), "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21 n. 4, pp. 459-471.
- ÖTKER-ROBE I., NARAIN A., ILYINA A. e SURTI J. (2011), "The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve", *IMF Staff Discussion Note*, maggio, International Monetary Fund, Washington (DC).
- PETROU K.S. (2011), "A New Framework for Systemic Financial Regulation: Simple, Transparent, Enforceable and Accountable Rules to Reforms Financial Markets", Federal Financial Analytics, Inc., novembre, Washington (DC).
- PIERCE J. (1991), *The Future of Banking*, Yale University Press, New Haven (CT).
- PORTES R. (2009), "Global Imbalances", in Dewatripoint M., Freixas X., Portes R. (a cura di), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, CEPR, Londra, pp. 19-26.
- REINHART C.M. e ROGOFF K.S. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton (NJ).
- SARCINELLI M. (2009a), "Globalizzazione, squilibri nelle bilance dei pagamenti e sistema monetario internazionale", *AREL, la rivista*, n. 2, pp. 151-157.
- (2009b), "UEM ed Euro: i successi del passato e le sfide del futuro", *Studi sull'integrazione europea*, n. 2, anno IV, pp. 341-359.
- (2009c), "E adesso salviamo la globalizzazione", intervista rilasciata a Orazio Carabini, *Il Sole-24 Ore*, 20 giugno, n. 168, p. 6.
- (2009d), "Uscire dalla crisi: la via 'reale', la via finanziaria", *Bancaria*, anno 65, settembre 2009, n. 9, pp. 6-16, ripubblicato in Amari G. (a cura di) (2010), *In difesa dello Stato, al servizio del Paese*, Ediesse, Roma, pp. 483-496.
- (2009e), "Innovazione finanziaria: opportunità e criticità", *Bancaria*, anno 65, luglio-agosto, n. 7-8, pp. 69-72.
- (2010a), "Passata e futura regolamentazione per prevenire una crisi finanziaria sistemica", *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 249, pp. 7-33; traduzione inglese: "Past and Future Regulation to Prevent a Systemic Financial Crisis", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 253 pp. 103-129.
- (2010b), "La faticosa ricostruzione della finanza mondiale", *AffarInternazionali - Newsletter*, n. 140, 21 luglio.

- (2010c), “Il ruolo del G20 dopo il vertice di Seul”, *AffarInternazionali – Newsletter*, n. 152, 26 novembre.
- (2010d), “Europa 2020, nuovo governo economico e ri-regolamentazione finanziaria: incentivi o vincoli alla crescita?”, *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 252, pp. 291-324.
- (2011a), “Sono le agenzie di *rating* e altri osservatori internazionali portatori di verità?”, *AREL, la rivista*, n. 2, pp. 133-139.
- (2011b) “Lo stretto sentiero tra G20 e G2”, *AffarInternazionali – Newsletter*, n. 184, 2 settembre.
- (2011c), “Nubi all’orizzonte della finanza americana”, *Affarinternazionali – Newsletter*, n. 191, 22 ottobre.
- SCHUMPETER J.A. (1934), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge (MA).
- (1943), *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper and Row, New York.
- SLOVIK P. (2011), “Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges”, *OECD Economics Department Working Paper*, n. 916, 12 dicembre, Parigi, disponibile alla URL <http://www.oecd.org/eco/workingpapers>.
- STIGLITZ J.E. (2002), *Globalization and its Discontents*, W.W. Norton & Company, New York.
- (2009), “Too Big to Live”, 7 dicembre, disponibile alla URL <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz119/English>.
- TONVERONACHI M. (2010), “Cominciamo a parlare della prossima crisi”, *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 249, pp. 35-50.
- TREASURY HM (2011), “The Government Response to the Independent Commission on Banking”, Cm 8252, The Stationery Office Limited, dicembre, Londra, disponibile alla URL <http://www.official-documents.gov.uk/>.
- VISCO I. (2009), “The Global Crisis: The Role of Policies and the International Monetary System”, in *Macroeconomic Causes of the Crisis: Key Lessons*, Session 2: “Did the international monetary system contribute to the crisis?”, *G20 Workshop on the Global Economy*, Mumbai, 24-26 maggio, pp. 1-24.