

VII. I rischi e le opportunità: verso un sistema finanziario a prova di crisi

Nel quarto trimestre 2008, nonostante la coraggiosa azione di contrasto condotta per oltre un anno dai responsabili delle politiche, la crisi finanziaria si è intensificata al punto da investire l'economia reale. Le banche centrali avevano sì fornito finanziamenti a breve per facilitare i necessari aggiustamenti nel sistema bancario, ma ciò da solo non può bastare ad arginare le perdite. E quella che era stata affrontata come una crisi di liquidità si è confermata essere una crisi di solvibilità. Il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre ha provocato una corsa al ritiro di fondi sul mercato dei crediti interbancari, un'impennata dei rendimenti obbligazionari e una caduta a livello internazionale della fiducia dei consumatori e delle imprese. Il conseguente crollo della spesa per beni di consumo durevoli nelle economie industriali si è velocemente trasmesso all'area emergente attraverso una brusca contrazione dell'interscambio e un'inversione dei flussi di capitali. Il propagarsi della recessione su scala mondiale ha retroagito sui mercati finanziari, trascinando verso il basso i corsi delle azioni e delle obbligazioni, con la sola eccezione dei titoli di debito di qualità primaria.

I drammatici sviluppi degli ultimi tre mesi e mezzo del 2008 hanno costretto le autorità monetarie, fiscali e di regolamentazione a dare battaglia su un nuovo fronte – contrastando le minacce all'economia reale – e ad ampliare il campo di azione per ristabilire la solidità del sistema finanziario. In buona parte dei paesi industriali le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali ai minimi storici e successivamente allentato ancor più le condizioni finanziarie impiegando i loro bilanci in modo non convenzionale. Nel frattempo, le autorità fiscali si sono adoperate per apprestare programmi di stimolo senza precedenti e – insieme alle autorità di regolamentazione e di vigilanza – hanno fornito risorse destinate a risanare i bilanci delle istituzioni finanziarie.

Il risultato di tutto ciò è stata una combinazione inevitabilmente disordinata di rimedi urgenti per contenere la crisi e bozze di riforma di ampio respiro volte a creare le premesse per una crescita sostenibile. Ma fra i massicci interventi a breve termine si annidano due enormi pericoli per la ripresa nel lungo periodo. Primo, le misure ufficiali adottate finora potrebbero non bastare a ristabilire la solidità del sistema bancario. Secondo, l'assenza di strategie articolate di uscita dai programmi di sostegno monetario, fiscale e finanziario rischia di ostacolare anziché promuovere i necessari aggiustamenti macroeconomici.

Un sistema finanziario solido non è soltanto condizione essenziale per una crescita reale stabile di lungo periodo, ma costituisce altresì un prerequisito per l'efficacia delle politiche espansive che mirano a ricondurre l'economia su quel sentiero. Fintantoché il sistema di intermediazione non riprenderà a funzionare – convogliando ordinatamente le risorse dai risparmiatori agli

investitori e allocando il rischio ai soggetti che hanno la volontà e la capacità di assumerlo – l’ingente stimolo fiscale potrebbe facilmente rivelarsi inefficace, così come avvenne in Giappone un decennio fa. Ne conseguirebbe un massiccio accumulo di debito pubblico senza il ritorno a una crescita robusta. È pertanto di fondamentale importanza che i governi perseverino nell’azione di risanamento del sistema finanziario. La tentazione potrebbe infatti essere quella di fermarsi anzitempo. A un certo punto, forse presto, l’economia reale darà segni di un ritorno alla normalità. Ciò farà nascere la speranza che la rinnovata crescita economica porti a termine l’opera di risanamento dei bilanci bancari. Tuttavia, fintantoché gli intermediari finanziari rimarranno deboli, qualsiasi miglioramento dell’economia reale è destinato a essere temporaneo.

Per fronteggiare la minaccia che la miriade di interventi fiscali, monetari e regolamentari pone alla crescita, le autorità devono trovare modi convincenti per liquidare le misure messe in atto e ridurre, fra l’altro, l’ormai vasto coinvolgimento dello Stato nel sistema finanziario. Laddove sono subentrate agli intermediari privati, le banche centrali dovranno prima o poi abbandonare questo ruolo. E l’espansione della spesa pubblica che può essersi resa necessaria per limitare a breve termine il calo dell’occupazione e della produzione rischia, se eccessiva, di arrecare più danni che benefici. È essenziale che le autorità fiscali dimostrino oggi che la tendenza dei loro bilanci è compatibile con la sostenibilità di lungo periodo¹.

Al di là delle sfide immediate – assistere le istituzioni e i mercati finanziari nel ritrovare la salute, arrestare la recessione e riequilibrare il ruolo dello Stato nell’economia – si pone l’arduo compito di modificare a un tempo l’assetto delle politiche e l’architettura del sistema finanziario. La molteplicità delle cause della crisi descritte nel Capitolo I richiede evidentemente un ampio ventaglio di soluzioni. Sarà necessario correggere le politiche macroeconomiche che hanno condotto ai persistenti squilibri delle bilance correnti e al basso livello dei tassi di interesse. Inoltre, i prezzi delle attività e l’espansione del credito dovranno essere più direttamente integrati nel quadro di riferimento della politica monetaria. La vasta gamma dei fattori microeconomici che hanno contribuito alla crisi – distorsione degli incentivi, inadeguatezze della *governance*, carenze nella gestione dei rischi e debolezze dei sistemi regolamentari – esige cambiamenti altrettanto vasti nell’insieme di regole entro cui operano i mercati.

Nonostante le loro incontestate virtù, i mercati hanno fallito sotto alcuni aspetti fondamentali. È ormai chiaro che l’accresciuta dimensione e complessità del sistema finanziario rende necessario un insieme più articolato di regole per garantirne il corretto funzionamento². Assicurare che il sistema finanziario decentrato operi in modo sicuro ed efficiente non significa

¹ Cfr. H. Hannoun, “Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?”, discorso tenuto in occasione della 44^a conferenza dei Governatori SEACEN, Kuala Lumpur, 7 febbraio 2009.

² Come rilevato da John McMillan, gli incentivi individuali e l’autoregolamentazione hanno i loro limiti. L’esistenza di un’economia sommersa dimostra che i mercati possono autorganizzarsi, ma solo se le transazioni restano semplici e di dimensioni contenute. Al di là di questo ambito, diventano necessari regole e regolatori. È qui che interviene lo Stato per tutelare i diritti di proprietà e assicurare che le persone tengano fede ai loro impegni. Cfr. J. McMillan, *Reinventing the bazaar: a natural history of markets*, W. W. Norton, 2002.

semplicemente una *maggior*e regolamentazione e un *maggior*e accentramento, ma piuttosto una *miglior*e regolamentazione e una *miglior*e vigilanza che inducano il settore privato a rafforzare gli incentivi, la gestione del rischio e il governo societario. Inoltre, la crisi ha rivelato la presenza di rischi sistemici connessi alle principali componenti del sistema finanziario: strumenti, mercati e intermediari. Se si sapranno individuare, misurare e mitigare i rischi sistemici insiti in tutte e tre le componenti, sarà possibile istituire un perimetro regolamentare robusto, con molteplici strati di protezione contro le crisi future.

Rischi a breve termine e strategie di uscita: risanamento finanziario, politica di bilancio e politica monetaria

Gli interventi di politica fiscale e monetaria posti in essere su scala mondiale per contrastare la crisi non hanno precedenti in termini né di intensità né di portata. Lo stimolo fiscale si sta espandendo a ritmo sostenuto per effetto della spesa addizionale decisa dai paesi del G20, che quest'anno raggiungerà in media il 2% del PIL, sommandosi agli effetti degli stabilizzatori automatici già operanti. In prima linea si collocano gli Stati Uniti, dove tra il 2008 e il 2009 il disavanzo federale dovrebbe ampliarsi di oltre l'8% del PIL.

Nel contempo, le autorità monetarie nell'area dell'euro, in Giappone, nel Regno Unito e negli Stati Uniti stanno impiegando strumenti convenzionali e non, abbassando i tassi ufficiali a livelli prossimi o pari a zero ed espandendo rapidamente i loro bilanci. Come indicato nel Capitolo VI, nel corso degli ultimi due anni il totale del bilancio consolidato dell'Eurosistema è aumentato da €1,2 a 1,8 trilioni; quello della Bank of England è più che raddoppiato, a oltre £200 miliardi, senza contare gli ulteriori forti incrementi previsti nei prossimi mesi; infine, il bilancio della Federal Reserve, che a metà 2008 ammontava a \$900 miliardi, potrebbe superare i \$3 trilioni nel corso del 2009.

Le autorità fiscali, gli organi di regolamentazione e le banche centrali hanno unito le proprie forze nel difficile compito di risanare il sistema finanziario. Come si è detto nel Capitolo VI, malgrado i progressi compiuti, l'opera non è ancora ultimata. Ulteriori ritardi in questo ambito rischiano di indebolire l'azione condotta sugli altri fronti. La politica di bilancio e la politica monetaria sono sicuramente meno efficaci quando l'intermediazione finanziaria è compromessa. E fintantoché gli intermediari finanziari internazionali si mostreranno riluttanti a finanziare l'attività economica nei paesi emergenti, sono a rischio le prospettive di crescita e di sviluppo in quello che è stato il motore primo dell'espansione mondiale nell'ultimo decennio.

L'azione senza precedenti di contrasto alla crisi comporta rischi sostanziali. Enumerarli può servire ad accrescere la consapevolezza delle insidie che attendono le autorità nei mesi e negli anni a venire sulla strada della stabilizzazione del sistema economico e finanziario globale.

Rischi legati al risanamento finanziario: i salvataggi

I programmi di salvataggio finanziario – apprestamento di garanzie, trasferimenti di attività, ricapitalizzazioni, vere e proprie nazionalizzazioni – presentano problemi sotto il profilo sia dell'efficacia sia delle strategie di uscita.

Le passate crisi bancarie insegnano che un precoce riconoscimento delle perdite, congiunto a una pronta e ampia azione di intervento e di ristrutturazione, è condizione essenziale per una rapida ripresa (riquadro VI.B). Prima che possa essere ristabilita una normale attività creditizia, è necessario che gli impieghi deteriorati siano rimossi e le banche ricapitalizzate, il tutto in maniera trasparente. Nell'attuale crisi, invece, questo processo è stato lento, con la conseguenza che nei mercati è prevalsa l'incertezza circa l'entità e la distribuzione delle perdite, nonché i tempi della loro imputazione a bilancio. Tale incertezza non ha fatto altro che rinnovare i dubbi e frustrare gli sforzi delle autorità per ripristinare la fiducia nel sistema finanziario.

Al di là dell'esigenza di una più energica azione delle autorità volta a ripulire i bilanci delle banche insolventi, gli intermediari stessi dovranno modificare i propri modelli di finanziamento man mano che le entità fuori bilancio vengono consolidate nei bilanci, la cartolarizzazione diviene più difficile e la raccolta all'ingrosso più costosa. Al termine di questo processo essi avranno probabilmente dimensioni minori e un più basso grado di leva, e i loro proprietari dovranno quasi certamente imparare a convivere con tassi di remunerazione inferiori.

Non avendo risolto il problema fondamentale del risanamento delle banche, i sussidi e le acquisizioni di capitale bancario da parte dello Stato hanno imposto un onere ai conti pubblici e distorto al tempo stesso le condizioni concorrenziali a livello sia nazionale sia internazionale. Queste distorsioni hanno penalizzato istituti bancari sani e ben gestiti e altri mutuatari meritevoli di credito facendoli apparire rischiosi rispetto alle banche sovvenzionate o controllate dallo Stato. In definitiva, la riluttanza delle autorità a ripulire rapidamente i bilanci delle banche, molte delle quali sono oggi in larga parte di proprietà pubblica, potrebbe senz'altro ritardare la ripresa.

Le banche devono riprendere l'attività creditizia, ma devono altresì operare un aggiustamento divenendo più piccole, più semplici e più sicure. Anche sotto questo aspetto, persino nei casi in cui sono stati essenziali, i pacchetti di salvataggio pubblico attuati finora paiono ostacolare più che favorire il necessario aggiustamento. Aiutando le banche a ottenere capitale di prestito e di rischio, i piani di salvataggio permettono ai manager di sottrarsi alle difficili scelte necessarie a ridurre sia le dimensioni dei bilanci (con un abbassamento del grado di leva) sia la quantità di rischio assunto (con la ricomposizione delle attività). Inoltre, agevolando la vendita di banche dissestate ad altri istituti, come è spesso avvenuto in occasione di precedenti crisi, l'azione del governo crea società finanziarie così grandi e complesse che persino i loro amministratori possono non avere una chiara cognizione dell'esposizione al rischio. Malgrado le preoccupazioni che desta quasi universalmente la mera esistenza di intermediari "troppo grandi per fallire", gli interventi governativi a breve termine stanno rafforzando la concentrazione nel settore finanziario e aumentando così il rischio sistemico.

Chiaramente, la scelta di un'appropriata strategia di uscita dai vari schemi di salvataggio dipende anzitutto dalla forma di sostegno offerta. Le clausole di revoca automatica dei provvedimenti che rafforzano la tutela dei depositi e le garanzie a fronte di emissioni obbligazionarie sono in grado di

assicurare che queste misure prima o poi si esauriscano. Le condizioni spesso punitive imposte dai governi incentivano inoltre le banche a rimborsare sollecitamente le iniezioni di capitale ricevute. Il caso più difficile è quello delle banche nazionalizzate o quasi nazionalizzate: quandanche fossero risanate e vendute rapidamente, i governi potrebbero ritrovarsi a detenere attività deteriorate ancora per diverso tempo.

In sintesi, è essenziale che le autorità agiscano con prontezza e decisione nel risanare il sistema finanziario. Occorre che siano chiari sia la determinazione a portare a termine l'opera, sia le condizioni e i tempi del loro disimpegno. Così come le banche centrali devono consentire ai mercati finanziari di recuperare il proprio ruolo, i governi devono compiere passi decisivi per restituire le istituzioni alla proprietà e al controllo privati. E tutto ciò va fatto nell'ottica del ritorno a un sistema di sana concorrenza.

Se da un lato il disimpegno dei governi è essenziale, dall'altro vi è il rischio che le autorità non portino a compimento l'opera riparatrice. Anche in presenza di quelli che potrebbero sembrare i primi segnali di una ripresa dell'economia reale, esse devono perseverare finché quest'opera non sarà completata. Nel rivitalizzare il sistema finanziario il pericolo non è tanto quello di fare troppo, quanto quello di fermarsi troppo presto.

Rischi legati al risanamento finanziario: la regolamentazione bancaria

Nel perseguire l'obiettivo a medio termine di riforma della regolamentazione bancaria, le autorità si stanno adoperando per migliorare la gestione del patrimonio di vigilanza e della liquidità, introdurre parametri più semplici di leva finanziaria e perfezionare la valutazione dei rischi più complessi. Al di là di tutto ciò, esse devono affrontare la minaccia che la crisi rappresenta per l'attività bancaria internazionale.

Nella valutazione delle istituzioni finanziarie gli investitori sono divenuti estremamente avversi al rischio e pretendono sia una maggiore base patrimoniale sia una più elevata quota di capitale primario (in rapporto alle attività totali e alle attività ponderate per il rischio) rispetto ai requisiti prudenziali minimi.

Come si è visto nel Capitolo VI, il perseguimento della stabilità a breve termine ha sollevato alcune delicate questioni di *moral hazard*. Limitando le perdite dei detentori del capitale e delle passività delle grandi banche, nonché la remunerazione di dirigenti e *trader*, i pacchetti di salvataggio riducono l'incentivo degli operatori interni ed esterni all'istituzione a monitorare in futuro l'assunzione di rischio.

Nell'ambito della valutazione del rischio, le autorità potrebbero complicare il problema nel momento stesso in cui stanno cercando di risolverlo. In altre parole, come si è appena notato, i pacchetti di salvataggio stanno aumentando la concentrazione e il rischio sistemico nel settore finanziario laddove le riforme del quadro regolamentare mirano a rendere questo rischio più gestibile. Fortunatamente le autorità di molti paesi ne sono consapevoli e sono già alla ricerca di soluzioni. Il fatto è che al crescere della complessità degli intermediari finanziari crescono ancor più le esigenze della gestione del rischio. Oggigiorno un grande gruppo finanziario integrato possiede centinaia

di filiazioni che operano quasi autonomamente; nessuno è pertanto in grado di comprendere quale sia l'operato di tutte le sue componenti e ancor meno come queste possano interagire in risposta a un evento rilevante. In casi simili, gestire il rischio a livello di intera organizzazione sembrerebbe cosa impossibile. Inoltre, talune banche non sono soltanto troppo grandi per fallire ma, intrattenendo importanti rapporti con numerose altre istituzioni, sono altresì troppo interconnesse per fallire. Le autorità dovrebbero insistere affinché gli intermediari rimangano comprensibili sia per quanti li dirigono sia per quanti li regolamentano e supervisionano. In futuro, un'impresa finanziaria troppo grande o troppo interconnessa per fallire dovrà anche essere troppo grande per esistere.

Collegato all'aspetto della complessità è quello della nazionalità. Le banche internazionali operano in decine di paesi (sul suo sito web Citigroup ne elenca esattamente 100). L'esistenza di intermediari globali migliora l'efficienza del sistema finanziario riducendo l'esigenza di una prossimità fisica fra prestatori e prenditori, e facilitando così lo scambio di beni e servizi e i flussi transfrontalieri di capitali. Tuttavia, dopo aver visto come durante la crisi le banche a capitale estero abbiano decurtato l'attività, i governi dei paesi ospitanti potrebbero essere meno entusiasti ad accogliere operatori stranieri nel proprio territorio. Ciò potrebbe senz'altro indurre le autorità di vigilanza di questi paesi a proteggere maggiormente il proprio sistema finanziario dalla possibilità di un disimpegno precipitoso delle banche estere. Rendendo meno agevole il flusso transfrontaliero dei capitali, il protezionismo finanziario deprimerebbe lo scambio di beni e servizi e frenerebbe quindi la crescita e lo sviluppo.

In breve, guardando al futuro le autorità dovranno temperare la stabilità con l'efficienza. Ridurre il *moral hazard*, mantenere le istituzioni piccole e semplici, ridimensionare la loro operatività internazionale, tutto ciò andrà a scapito delle economie di scala e di gamma. In definitiva, un sistema finanziario più sicuro e più stabile potrebbe senz'altro essere meno efficiente. Pertanto, è di cruciale importanza che i responsabili delle politiche si adoperino per dare forma a un sistema quanto più efficiente possibile, dato il massimo livello tollerabile di rischio da essi prescelto.

Rischi legati alla politica di bilancio

Passando a considerare la politica di bilancio, nel breve periodo l'efficacia dei programmi di stimolo è indebolita non soltanto dalla disfunzione del sistema finanziario ma anche dal fatto che la necessità di misure espansive e la capacità di realizzarle differiscono a seconda dei paesi. A più lungo termine, inoltre, la dimensione stessa dei pacchetti di spesa fa sorgere rischi sul piano delle strategie di uscita e della sostenibilità.

La necessità di espansione fiscale di un paese è in parte condizionata dalla quantità di stimolo effettivo che può essere impartito dato un certo livello di espansione. L'efficacia – ossia l'effetto sulla crescita e sull'occupazione risultante da un'espansione fiscale pari, ad esempio, all'1% del PIL – varia da paese a paese per almeno due ragioni: la diversa struttura economica e la diversa composizione dei pacchetti in termini di imposte, spesa e sussidi.

La capacità di espansione fiscale di un paese può essere misurata dal livello preesistente del debito in rapporto al PIL. Prima della crisi, nella maggior parte delle principali economie industriali (Francia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti) tale rapporto si situava al 60-70%. In altre, come Italia e Giappone, il debito superava il PIL, e sembrerebbe quindi che queste economie dispongano di un margine di manovra assai minore. Come già osservato nel Capitolo VI, in gran parte dei casi queste differenze non sembrano aver finora influito sulla capacità di indebitamento dei paesi. Tuttavia, con il procedere dei programmi di espansione fiscale, i costi del finanziamento potrebbero ben presto aumentare.

La politica di bilancio corre il serio rischio di essere troppo espansiva persino in quelle economie che dispongono di maggiore margine di manovra. Un motivo fondamentale è che i programmi con migliori probabilità di risultare altamente efficaci e poco rischiosi sono quelli *tempestivi, mirati e temporanei*, attribuiti notoriamente rari dell'azione fiscale nelle democrazie rappresentative. L'iter legislativo e i problemi logistici che comporta l'esborso di enormi somme di denaro mal si conciliano con la tempestività. I programmi mirati sono i più idonei ad accrescere la spesa aggregata, ma la loro attrattiva politica è minore rispetto a misure che avvantaggiano indifferentemente il maggior numero di persone. Infine, poiché è molto più facile ridurre le tasse e aumentare la spesa che non il contrario, l'espansione fiscale tende a diventare permanente e a dilatare i disavanzi nel lungo periodo.

Gli ampi programmi di stimolo fiscale comportano anche rischi a medio termine, di cui i responsabili delle politiche dovrebbero preoccuparsi fin d'ora. Da un lato, vi è il pericolo che la capacità di indebitamento dei governi si esaurisca prima che sia ultimata la costosa opera di risanamento del sistema finanziario. Dall'altro, vi è la possibilità concreta che i programmi sospingano verso l'alto i tassi di interesse reali e le aspettative di inflazione. Questi rischi possono apparire modesti oggi – la crisi sta accrescendo il risparmio e deprimendo gli investimenti privati, ed è presente un notevole eccesso di capacità produttiva – ma sono destinati ad accentuarsi non appena le condizioni si saranno normalizzate. La conseguenza potrebbe essere un brusco rialzo dei tassi di interesse congiunto ad ampi movimenti dei tassi di cambio.

I disavanzi di bilancio possono sospingere verso l'alto i tassi di interesse reali in maniera analoga al fenomeno classico dello spiazzamento, per cui un aumento della spesa pubblica in beni e servizi si traduce in minori investimenti privati. L'esperienza degli ultimi decenni indica che un incremento permanente di 10 punti percentuali del rapporto debito pubblico/PIL a livello mondiale tende a innalzare il tasso di interesse reale di quasi 0,4 punti nel lungo periodo³.

Del pari, i disavanzi di bilancio possono sospingere verso l'alto anche le aspettative di inflazione. Sebbene i governi raramente si rifiutino di rimborsare i propri debiti⁴, essi possono alleggerirne l'onere modificando le condizioni di

³ Cfr. C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton e J. Lee, "The case for global fiscal stimulus", *IMF Staff Position Note*, n. SPN/09/03, marzo 2009, www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf.

⁴ Cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", *NBER Working Papers*, n. 13882, marzo 2008, www.nber.org/papers/w13882.

rimborso oppure, come avvenuto all'indomani della seconda guerra mondiale, architettando un'inflazione che non era prevista⁵. Gli obbligazionisti sono ben consapevoli di tutto ciò, per cui anche solo un accenno di miglioramento dell'economia reale potrebbe far salire i tassi di interesse nominali, accentuando fortemente l'inclinazione della curva dei rendimenti e soffocando sul nascere la ripresa. Il repentino aumento dei tassi a lungo termine potrebbe accompagnarsi a una riallocazione dei portafogli internazionali e accrescere così la volatilità dei cambi.

Vi è un altro canale attraverso il quale i programmi di stimolo fiscale possono far salire i tassi di interesse nominali a lungo termine. Come rilevato nel Capitolo VI, un protratto ristagno dell'economia reale potrebbe destare dubbi sulla capacità delle politiche di bilancio di facilitare la ripresa e generare l'aspettativa che i disavanzi rimangano ampi per molti anni ancora. In tali circostanze, gli investitori e le istituzioni potrebbero non gradire affatto la prospettiva di detenere debito sovrano a lungo termine. I tassi di interesse comincerebbero allora a salire, e con essi i costi di finanziamento. Per ricondurre la politica di bilancio su un sentiero sostenibile nel lungo periodo si renderebbero necessari tagli della spesa e aumenti delle imposte in tempi brevi. L'ampliamento già osservato degli spread sovrani e le recenti minacce di declassamento dei rating creditizi di alcune economie industriali indicano che il rischio di un rapido rialzo dei tassi di interesse nominali a lungo termine è significativo.

Sebbene i programmi di stimolo fiscale siano essenziali al fine di smorzare l'impatto della recessione globale e di favorire la transizione verso la ripresa, è quindi di cruciale importanza che i governi concepiscano le misure di stimolo in modo coerente con la sostenibilità di lungo periodo. Ciò significa che nell'azione tesa a rilanciare l'attività reale e i flussi creditizi, le autorità devono predisporre: 1) meccanismi credibili di autoliquidazione dei programmi; 2) un aggiustamento dell'economia verso un maggiore risparmio e un minore debito complessivo.

Per ciò che concerne i meccanismi di autoliquidazione, è relativamente semplice elaborare un programma che si esaurisca in maniera automatica allorché l'occupazione ritorna sui livelli tendenziali. Più difficile è renderlo credibile: le promesse eminentemente politiche fatte oggi possono infatti essere facilmente disattese domani. Nondimeno, ove possibile, i programmi posti in atto devono essere sostenibili e, qualora non lo siano, l'impegno a liquidarli deve essere strutturato in modo tale che risulti difficile sottrarli.

Quanto all'aggiustamento, non va dimenticato che l'accumulazione di debito nei bilanci delle famiglie e delle istituzioni finanziarie ha avuto un ruolo centrale nella crisi. Affinché l'economia ritorni su un sentiero di crescita stabile, occorre che diminuisca l'ammontare dell'indebitamento, il che implica un maggiore risparmio delle famiglie e un minore grado di leva del settore finanziario. Le politiche di bilancio dirette a incoraggiare i consumi e il ricorso

⁵ Per un approfondimento, cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "The forgotten history of domestic debt", *NBER Working Papers*, n. 13946, aprile 2008, www.nber.org/papers/w13946.

al credito rischiano ovviamente di ostacolare questo difficile ma necessario aggiustamento.

Rischi legati alla politica monetaria

Non è esagerato affermare che i banchieri centrali stanno operando ben al di fuori della loro "zona di comfort". L'eccezionale portata della riduzione dei tassi e dell'espansione dei bilanci (Capitolo VI) comportano una miriade di rischi economici. Da un lato, questi interventi potrebbero non bastare a ricondurre l'economia sulla via della ripresa; dall'altro, potrebbe essere difficile per le banche centrali revocare tempestivamente gli interventi per evitare un rialzo dell'inflazione nel momento in cui la crescita e l'occupazione riprendono a salire.

È opinione concorde che le banche centrali, di fronte ai gravi danni subiti da banche e mercati, non avessero altra scelta che assumersi nel breve periodo gran parte dell'intermediazione finanziaria all'ingrosso. Ma i loro bilanci, che tecnicamente non sono soggetti a vincoli di espansione, potrebbero raggiungere i limiti del praticabile e dell'auspicabile prima che siano soddisfatte le necessità dell'economia.

Una volta che si materializzerà la ripresa, come potranno fare le banche centrali per cominciare a inasprire i tassi di interesse e a liquidare gli estesi interventi monetari? Al riguardo, le questioni di ordine tecnico sono meno complesse di quelle politiche. In termini operativi la dilatazione dei bilanci delle banche centrali non è necessariamente di intralcio alla ripresa della crescita. Al momento opportuno le banche centrali potranno irrigidire le condizioni finanziarie innalzando il tasso di riferimento o emettendo titoli di debito per assorbire l'eccesso di liquidità senza dismettere attività difficilmente vendibili⁶. Pertanto, sebbene sia assai probabile che la detenzione di attività illiquide mantenga per qualche tempo invariate le dimensioni dei bilanci, le condizioni finanziarie potranno essere inasprite in modo da consentire alle autorità monetarie di rientrare elegantemente dall'allentamento non convenzionale.

La scelta dei tempi e dei modi, tuttavia, sarà probabilmente difficile. La storia insegna che nel moderare un'espansione le autorità monetarie – soggette a costante scrutinio politico – hanno la tendenza a muoversi in ritardo, inasprendo le condizioni finanziarie solo lentamente, nel timore che la loro manovra sia prematura o troppo severa. Poiché nell'attuale frangente l'azione espansiva delle banche centrali è stata dettata da una crisi quasi catastrofica, è probabile che il timore di invertire la rotta troppo presto sia particolarmente forte, accrescendo così il rischio di un inasprimento tardivo. La grande e giustificabile preoccupazione è che, prima di poter essere neutralizzato, lo straordinario allentamento della politica monetaria si ripercuota

⁶ Per quanto riguarda la prima opzione, i meccanismi di deposito in base ai quali le banche commerciali ricevono un interesse sulle riserve eccedenti facilitano un pronto innalzamento dei tassi. Quanto alla seconda opzione, un approccio equivalente sarebbe l'emissione di debito sovrano da parte delle autorità di governo e il deposito del ricavato presso la banca centrale. Questo approccio presuppone il coordinamento tra le due istanze perché implica il riconoscimento del legame esistente fra la gestione del bilancio della banca centrale e quella del debito pubblico.

sulla crescita degli aggregati monetari e creditizi più ampi. Il conseguente aumento dei prezzi genererebbe aspettative inflazionistiche e forse anche una nuova bolla dei prezzi, creando le premesse del prossimo ciclo *boom-bust* finanziario.

Infine, è essenziale che le banche centrali abbandonino il loro ruolo di intermediari di ultima istanza. Assumendo una larga fetta di intermediazione da istituzioni e mercati moribondi, le banche centrali hanno creato il rischio che il settore privato non sia più capace di riprendere questa attività in modo rapido e ordinato o di riavviarla sotto nuova forma. È necessario che ricomincino a operare non solo i mercati della *commercial paper* e forme semplici di cartolarizzazione, ma anche i *market-maker* e gli arbitraggisti. Qualsiasi iniziativa presa dalle autorità per sostituirsi temporaneamente agli operatori privati dovrà sempre avere come obiettivo finale il ritorno di questi ultimi alla funzione che loro compete.

Sul fronte politico, le banche centrali hanno avvertito la necessità di muoversi rapidamente ben oltre la loro tradizionale sfera di influenza e non hanno quindi potuto vagliare in modo approfondito le implicazioni della loro azione in termini di *governance*. Di conseguenza, nel lungo periodo le loro mosse comportano rilevanti rischi politici.

Uno di questi rischi origina dal fatto che le autorità monetarie hanno sostenuto determinati settori e mutuatari a scapito di altri, creando disparità concorrenziali in alcune aree. Tradizionalmente, le banche centrali operano in mercati di grande spessore sforzandosi di rimanere imparziali e di non creare distorsioni di prezzo. Tuttavia, nell'attuale contesto quella che è comunemente nota come "asset neutrality" è semplicemente impossibile.

Un altro rischio a lungo termine è che gli straordinari programmi di acquisizione di prestiti e attività adottati dalle banche centrali abbiano reso incerta la tradizionale distinzione tra politica monetaria e politica di bilancio, e quindi fra l'operato delle banche centrali e quello dei governi. Alcuni degli interventi non convenzionali di politica monetaria più rischiosi potrebbero finire per generare pesanti perdite che dovranno essere sopportate dalla collettività. Ciò potrebbe scatenare pericolose reazioni contro la struttura istituzionale della banca centrale, in cui funzionari designati operano in autonomia dal governo eletto.

Linee direttrici dell'azione: perseveranza e sostenibilità

In sintesi, gli organi di regolamentazione finanziaria, le autorità fiscali e le banche centrali sono confrontati a rischi enormi. Per evitare l'aggravarsi e il protrarsi della crisi, essi devono agire prontamente e guardarsi dal porre in atto politiche che ostacolino l'aggiustamento o creino distorsioni addizionali nei flussi finanziari. I governi saranno tentati di sovvenzionare settori che dovrebbero al contrario ridimensionarsi, ma si dovrà lasciare che chi ha perso paghi. Saranno tentati di incoraggiare le banche a prestare a coloro che dovrebbero indebitarsi meno, ma non è possibile ridurre il debito indebitandosi. Infine, saranno tentati di chiudere un occhio di fronte a istituzioni insolventi consentendo loro di continuare a operare ma, come insegna la dura esperienza del passato, le banche dissestate vanno chiuse o risanate al più

presto. In tutti questi casi, le autorità di governo devono rendersi conto che insistendo per soluzioni rapide, anche se politicamente controverse, agiscono nell'interesse della collettività.

Costruire un sistema finanziario più stabile

Così come nei reparti di terapia intensiva i medici sono impegnati a salvare vite umane e altrove si occupano della salute a più lungo termine dei pazienti, così oggi le autorità si adoperano per affrontare l'emergenza della crisi attuale, cercando al tempo stesso di creare un sistema finanziario più stabile, che riduca sia la probabilità sia la gravità di crisi future.

Costruire un sistema finanziario perfetto, a prova di crisi – ossia capace di mantenere il normale stato di funzionamento anche nell'eventualità di disfunzioni – non è possibile. Vi si oppongono due ostacoli: l'innovazione, indispensabile al progresso, e i limiti della comprensione umana, specie per quanto riguarda la complessità di un universo finanziario decentrato. Nondimeno, migliorando le politiche macroeconomiche, la regolamentazione e la sua applicazione, nonché gli assetti di *governance* e la gestione del rischio nel settore privato, dovrebbe essere possibile ottenere una struttura più resistente. Un solido quadro di riferimento per la stabilità finanziaria deve contemplare sia politiche macroeconomiche destinate a contrastare le bolle dei prezzi delle attività e i cicli del credito, sia politiche macroprudenziali in cui le autorità di regolamentazione e di vigilanza adottano una prospettiva sistemica.

Per creare un quadro di riferimento che renda il sistema finanziario più stabile e meno soggetto a collassi è essenziale che siano individuate le fonti di debolezza sistemica, cioè quegli elementi che, qualora danneggiati, possono far crollare l'intero sistema. Se il processo di riforma saprà individuare e mitigare i rischi sistemici, fornendo al tempo stesso agli operatori l'incentivo a comportarsi responsabilmente, allora il sistema nel suo insieme risulterà meno soggetto a disfunzioni e più resistente anche di fronte ai problemi maggiori.

Un quadro di riferimento per affrontare il rischio sistemico nel settore finanziario

La base di partenza per costruire un quadro di ampio respiro che salvaguardi la stabilità finanziaria consiste nell'individuare le fonti di rischio sistemico in ciascuno dei tre elementi essenziali del sistema: gli *strumenti*, compresi crediti, titoli di debito e di capitale e prodotti derivati; i *mercati*, dalle contrattazioni bilaterali *over-the-counter* (OTC) alle borse organizzate; gli *intermediari*, incluse banche, società mobiliari, compagnie di assicurazione e fondi pensione. Tutti e tre gli elementi – strumenti, mercati e intermediari – possono dare origine a rischi sistemici che occorre mitigare affinché il sistema finanziario sia reso immune da collassi, senza dimenticare che affrontare le fonti di rischio in uno solo di questi ambiti non garantisce la sicurezza negli altri. Rendendo tutti e tre gli elementi del sistema finanziario più stabili e resistenti agli eventi sistemici si attenuerebbe inoltre il problema della porosità del perimetro

regolamentare. A nessuno di questi elementi dovrebbe essere consentito di sottrarsi a un'adeguata regolamentazione.

Per assicurare la stabilità finanziaria è necessario affrontare le esternalità, ossia i costi che, attraverso il suo operato, un'istituzione impone agli altri ma non sostiene essa stessa. Due esternalità sono cruciali per il rischio sistemico: la prima è rappresentata dal fallimento congiunto di più istituzioni dovuto alle loro *esposizioni comuni* in un dato momento, ossia alle esposizioni causate da shock esterni al sistema finanziario oppure dai collegamenti tra intermediari. Gli shock possono assumere varie forme, come quella delle strette creditizie o di liquidità e delle loro interazioni, mentre i collegamenti originano dalla complessa rete di transazioni giornaliere. La seconda esternalità è quella che viene ormai chiamata *prociclicità*, ossia il fatto che le dinamiche del sistema finanziario e dell'economia reale tendono a rafforzarsi vicendevolmente accentuando le oscillazioni del ciclo e minando la stabilità reciproca. Se opportunamente concepita, ciascuna componente del quadro di riferimento – relativa a strumenti, mercati, intermediari – può contrastare questi fattori di instabilità.

Dopo aver individuato le fonti di rischio sistemico, il passo successivo consiste nel creare i meccanismi istituzionali atti a rafforzare la sicurezza. Al riguardo, occorrerà che le politiche combinino divieti espliciti, che dovrebbero rimanere rari, con disposizioni che modulino il costo delle operazioni in funzione del rischio sistemico che creano. La trattazione che segue indica varie linee di azione tese a ridurre i rischi sistemici derivanti dagli strumenti, dai mercati e dagli intermediari, senza dimenticare che questi tre elementi fondamentali del sistema finanziario sono inestricabilmente legati (Capitolo III). Non esiste ad esempio una chiara dicotomia tra intermediazione bancaria e intermediazione basata sul mercato, e gli strumenti finanziari sono presenti sia nei mercati sia nelle poste di bilancio (e fuori bilancio) delle istituzioni. Pertanto, le misure qui proposte sono da considerarsi interconnesse.

Migliorare la sicurezza degli strumenti finanziari

L'opacità, la complessità e la quantità stessa di alcuni strumenti possono generare rischi sistemici. L'esempio più recente è quello dei vari prodotti strutturati, fra cui i titoli basati sulla cartolarizzazione di mutui *subprime*, difficili da capire, valutare e vendere. L'esistenza di strumenti complessi e opachi è una chiara fonte di rischio sistemico. Il primo evidente problema è che la valutazione della loro rischiosità è destinata a essere poco affidabile. E una valutazione imprecisa non solo complica la gestione del rischio presso le singole istituzioni, ma rende ancor più arduo il già difficile compito di stimare le esposizioni comuni. Come possono le autorità (o chiunque altro) determinare se una concentrazione di posizioni o una serie di rapporti di controparte implichi il rischio sistemico di fallimenti congiunti quando non sono neppure in condizione di comprendere gli strumenti finanziari stessi?

Il secondo rischio sistemico derivante da questi strumenti è che possono esacerbare la prociclicità. I boom coincidono tipicamente con periodi di innovazione finanziaria. In tempi favorevoli le imprese e gli individui si lanciano fiduciosi nella sperimentazione; creano strumenti nuovi e non collaudati, difficili da comprendere e valutare. Gli acquirenti di questi prodotti finanziari

all'avanguardia possono però essere indotti nell'errore di credere che innovazione e originalità siano sinonimi di sicurezza, anche perché i venditori hanno poco interesse a convincerli del contrario. Il risultato è che durante la fase di boom una fiorente innovazione finanziaria tenderà a creare rischi latenti e sottovalutati. Tuttavia, allorché emergono le prime tensioni e il boom comincia a esaurirsi, i rischi prima non percepiti si concretizzano aggravando il processo contrattivo appena iniziato. L'innovazione finanziaria, di per sé un innegabile fattore di progresso, diventa in tal modo fonte di prociclicità e di rischio sistemico.

Per contemperare negli strumenti finanziari l'innovazione con la sicurezza è necessario lasciare spazio al progresso, limitando al tempo stesso il pericolo che gli strumenti di nuova creazione possano indebolire il sistema nel suo insieme. Ciò può essere realizzato imponendo una qualche forma di registrazione dei prodotti che limiti l'accesso degli investitori in funzione del grado di sicurezza. Analogamente al sistema che disciplina la vendita dei farmaci, i titoli più sicuri, al pari dei medicinali non soggetti a prescrizione, sarebbero acquistabili da chiunque; verrebbero poi gli strumenti finanziari accessibili solo a coloro che detengono un'autorizzazione, come i farmaci venduti su ricetta; a un livello inferiore vi sarebbero gli strumenti disponibili solo in quantità limitata a istituzioni e individui preselezionati, come i farmaci nei protocolli sperimentali; infine, al livello più basso, si troverebbero i titoli considerati illegali. L'assegnazione di un nuovo strumento a una data categoria di sicurezza, o il passaggio di uno strumento esistente a una categoria più alta, avverrebbe solo dopo il superamento di determinati test, in analogia alla sperimentazione clinica. I test combinerebbero l'emissione di quantità limitate dello strumento nel mondo reale con simulazioni del suo comportamento in situazioni di grave stress.

Un siffatto sistema di registrazione e certificazione crea trasparenza e accresce la sicurezza. Tuttavia, come avviene per le case farmaceutiche, occorre un meccanismo in base al quale gli emittenti siano tenuti a rendere conto della qualità dei titoli che vendono. Ciò comporterebbe una loro maggiore responsabilizzazione nella valutazione del rischio insito nei prodotti offerti.

Migliorare la sicurezza dei mercati finanziari

La crisi ha mostrato che i mercati possono non autocorreggersi, mettendo a repentaglio l'intero sistema finanziario. Il principale rischio sistemico di un mercato finanziario è l'illiquidità, ossia il collasso di un mercato in cui improvvisamente appare un gran numero di venditori e scompaiono i compratori. Oltre ad aver generato illiquidità, la crisi ha riconfermato gli insegnamenti tratti dal dissesto di Long-Term Capital Management nel 1998: 1) la capacità di comprare e vendere rischio accresce sicuramente l'efficienza, ma quando la posizione detenuta da una singola istituzione raggiunge una certa soglia, possono crearsi esposizioni comuni tali da mettere in pericolo il sistema; 2) quando le transazioni sono bilaterali, come nei mercati OTC, l'inadempienza di un soggetto o di un'istituzione può, per effetto dei collegamenti fra imprese e mercati diversi, provocare inadempienze multiple.

I mercati finanziari possono inoltre contribuire alla prociclicità del sistema nel suo insieme. Di norma, i contraenti nelle transazioni OTC su strumenti derivati richiedono garanzie collaterali per ridurre il rischio di controparte. Tuttavia, la mancanza di trasparenza riguardo alle esposizioni può acuire i timori di ordine generale e amplificare l'attività ciclica in due modi. Primo, durante i periodi di stress il più elevato livello di rischio conduce naturalmente ad accrescere le richieste di garanzie, rendendo più difficile il finanziamento delle posizioni esistenti. Secondo, la maggiore incertezza indotta dalla crisi tende a esercitare pressioni sui mercati dei titoli stanziati in garanzia nelle operazioni OTC, aumentando le probabilità di un contagio fra mercati. Il risultato è un'accentuata prociclicità, per cui una fase contrattiva si traduce in un aumento dei margini di garanzia e una diminuzione della liquidità del mercato, costringendo il sistema finanziario a un generale ridimensionamento dell'attività, con ovvie conseguenze sull'economia reale.

Un modo per affrontare almeno in parte i rischi sistemici originati dai mercati finanziari OTC consiste nel sostituire le contrattazioni bilaterali con un sistema imperniato su una controparte centrale (CC). La CC è un'entità che si interpone tra le parti di una transazione, agendo da compratore per ogni venditore e da venditore per ogni compratore. Sebbene la CC appaia perfettamente coperta – ha comprato esattamente quanto ha venduto – essa resta comunque esposta al rischio che una delle parti non adempia alle obbligazioni di pagamento. Per neutralizzare questo rischio la CC richiede a ciascun partecipante di costituire un deposito di garanzia il cui saldo è determinato dal valore dei rispettivi contratti in essere. Quanto più volatile è il mercato, tanto maggiore è il margine di garanzia richiesto e tanto più onerosa diventa la detenzione di posizioni. Accentrando tutte le transazioni su una piattaforma o una serie di piattaforme, è inoltre semplice per la CC raccogliere e disseminare informazioni che possono essere impiegate dagli operatori e dalle autorità per monitorare la concentrazione delle esposizioni individuali e le connessioni che esse creano. In tal modo, la CC è in grado sia di ridurre il rischio di esposizioni comuni sia di attenuare la volatilità del mercato.

In aggiunta, le CC possono mitigare la prociclicità che nasce dalla tendenza delle singole controparti a pretendere margini di garanzia maggiori nei periodi di stress finanziario. Come ha palesato la crisi finanziaria, un'accresciuta volatilità dei prezzi, unita a incertezze circa il merito di credito delle controparti, induce a richiedere margini più elevati. Il reperimento dei fondi necessari a soddisfare tale richiesta può obbligare gli operatori a vendere attività nel momento meno propizio. Nel caso di una CC, i margini di garanzia sarebbero fissati a livello centrale e non dalle controparti, cosicché essi non aumenterebbero necessariamente in periodi di tensione dei mercati. Questa caratteristica offre quantomeno la possibilità di moderare l'aumento dei margini in modo tale da ridurre la prociclicità⁷.

⁷ È importante notare che una CC è simile a una compagnia di assicurazione e può fallire. Di conseguenza, qualora si produca un evento sistemico, essa dovrà fare affidamento in ultima istanza sulle autorità pubbliche. Prudenza vuole che la CC sia pertanto assoggettata a una qualche forma di supervisione che potrebbe limitarne le dimensioni e la concentrazione delle esposizioni. Come si dirà più avanti, ciò implica che le istituzioni con esposizioni in strumenti derivati debbano detenere capitale a fronte di tali esposizioni.

Per poter essere trattato nell'ambito di una CC, uno strumento deve rispondere a certi requisiti di standardizzazione e documentazione, e devono essere disponibili quotazioni affidabili che consentano il regolare aggiustamento dei margini in funzione del suo valore di mercato. Poiché molti strumenti derivati attualmente negoziati sul mercato OTC soddisfano tali criteri o potrebbero facilmente soddisfarli con alcune modifiche, queste condizioni non sembrano costituire un vero ostacolo.

Il passo successivo nell'organizzazione del mercato consisterebbe nell'abbinare alla CC una borsa centrale organizzata che funga da piattaforma di negoziazione. Il principale vantaggio di questo assetto organizzativo sarebbe quello di assicurare la trasparenza di prezzo con un minor ricorso ai *market-maker*. In questo modo, il mercato risulterebbe più stabile, come del resto indica il fatto che le borse sono le strutture di mercato con le maggiori probabilità di continuare a operare in situazioni di crisi. Tuttavia, anche le borse hanno i loro limiti. La trasparenza di prezzo riduce l'incentivo degli operatori a impegnare capitale nell'attività di *market-making*, e ciò può rendere più difficile la negoziazione di grandi quantitativi. Proprio questo problema ha portato alla creazione di sedi o piattaforme di contrattazione in titoli all'ingrosso con un ridotto livello di trasparenza.

In sintesi, al fine di ridurre sia le esposizioni comuni sia la prociclicità che mettono a repentaglio la stabilità finanziaria occorre un significativo ridimensionamento delle contrattazioni OTC che prevalgono da anni in alcuni segmenti di mercato. La scelta della sede di contrattazione più appropriata dipenderà dai rischi sistemici che comporta ciascuno strumento, e in definitiva spetterà comunque ai singoli operatori. Tuttavia, indicando che talune strutture istituzionali sono più sicure di altre, le autorità forniranno una serie di avvertimenti; e innalzando i costi connessi con l'utilizzo di quei mercati che hanno mostrato di favorire l'accumulo di rischio sistemico, esse contribuiranno a rafforzare la stabilità finanziaria.

Migliorare la sicurezza degli intermediari finanziari: il quadro macroprudenziale

Per definizione, la vigilanza microprudenziale si focalizza sui rischi a livello di singolo intermediario e non affronta le esternalità rappresentate dalle esposizioni comuni e dalla prociclicità. Da vari anni i lavori condotti presso la BRI hanno sottolineato l'esigenza che le autorità di regolamentazione e vigilanza adottino politiche macroprudenziali finalizzate al controllo dei rischi a livello di sistema. Ciò implica che gli strumenti prudenziali – requisiti patrimoniali, criteri di accantonamento, indici di leva finanziaria e simili – vengano calibrati in modo da contenere da un lato le esposizioni comuni e le insolvenze congiunte, e dall'altro la prociclicità⁸.

Esposizioni comuni

La crisi attuale ha mostrato come le esposizioni comuni comportino il pericolo di inadempienze simultanee di un grande numero di istituzioni.

⁸ In questa trattazione non viene fatta una netta distinzione tra accantonamenti e capitale in quanto entrambi sono destinati ad assorbire le perdite. Gli accantonamenti sono costituiti a fronte delle perdite *previste*, mentre il capitale è detenuto a fronte delle perdite *impreviste*.

L'interdipendenza delle istituzioni finanziarie può risultare sia dalla detenzione di portafogli simili sia da esposizioni di controparte interconnesse (dovute ad esempio agli scambi reciproci). Di conseguenza, il rischio per il sistema finanziario nel suo insieme è basato non solo sulla somma dei rischi presenti nelle singole istituzioni ma anche sul grado di correlazione tra i bilanci di queste ultime: quanto maggiore è la correlazione tanto più elevato dovrebbe essere il rischio sistemico. In altri termini, un settore finanziario con un numero limitato di grandi istituzioni non è necessariamente più rischioso di un settore comprendente molte piccole istituzioni con bilanci simili. In entrambi i casi il problema è che la base di capitale detenuta dalle singole istituzioni, rispecchiando soltanto i rischi cui queste sono esposte e non quelli che esse addossano al sistema nel suo complesso, è probabilmente troppo bassa⁹. Le proposte per mitigare i rischi dovuti alle esposizioni comuni sono incentrate sull'applicazione di un *coefficiente patrimoniale sistemico* (CPS) concepito in modo da determinare all'interno del sistema una distribuzione di capitale che rifletta meglio il rischio sistemico derivante dall'inadempienza di singole istituzioni¹⁰.

Per attuare uno schema di questo tipo è necessario disporre di una misura del rischio sistemico totale e del contributo marginale di ciascuna istituzione. Su queste basi il requisito patrimoniale minimo di una data istituzione può essere fissato in funzione della rilevanza sistemica dell'istituzione stessa. Gli strumenti statistici per il calcolo del CPS sono ancora in uno stadio iniziale di sviluppo. L'analisi condotta presso la BRI ha messo a punto un procedimento per stimare il contributo marginale individuale al rischio sistemico, essenziale all'applicazione del CPS. Il risultato di tale analisi, peraltro non sorprendente, è che le grandi banche contribuiscono in misura più che proporzionale al rischio sistemico, così come le banche più esposte a shock di portata sistemica. Ne consegue che potrebbe essere opportuno richiedere agli operatori più grandi o con maggiori interconnessioni una dotazione patrimoniale maggiore e un più basso grado di leva, tassando in pratica le dimensioni, così da creare condizioni di parità concorrenziale in una prospettiva sistemica (cfr. riquadro VII.A)¹¹.

A questo riguardo, un problema rilevante è dato dalle istituzioni troppo grandi per fallire, cioè quelle che da sole creano un rischio sistemico intollerabile per il fatto che molte altre istituzioni sono esposte nei loro confronti. Le fusioni e acquisizioni attuate nell'ambito delle misure di contrasto alla crisi

⁹ Per una recente trattazione dettagliata sull'argomento, cfr. ad esempio S. Morris e H. Shin, "Financial regulation in a system context", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, 2008, pagg. 229-261.

¹⁰ Il CPS andrebbe a integrare un indice di leva minimo, ossia un valore minimo del rapporto fra capitale e attività. Quest'ultimo può essere inteso come una soglia minima al disotto della quale il patrimonio convenzionale basato sul rischio non può scendere, nonché come uno strumento per contenere il rischio sistemico generato dall'espansione del bilancio di una singola istituzione.

¹¹ La prossima edizione dei *Geneva Reports on the World Economy* contiene l'interessante proposta che ogni istituzione finanziaria predisponga un piano di emergenza per l'eventualità di fallimento sulla falsariga del piano per la continuità operativa. Cfr. M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud e H. Shin, *The fundamental principles of financial regulation*, Centre international d'études monétaires et bancaires, Università di Ginevra, 2009, www.cimb.ch.

Riquadro VII.A – Misurazione del rischio sistemico e sua allocazione a livello di singole istituzioni finanziarie

Al fine di assicurare la stabilità finanziaria è necessario valutare il rischio presente nel sistema finanziario nel suo complesso. Ciò significa anzitutto misurare la probabilità di un evento di portata sistemica, ovvero l'insolvenza di una o più istituzioni finanziarie che metta a repentaglio l'intero sistema, e quindi utilizzare tale misura per calibrare gli strumenti di regolamentazione e vigilanza quali i premi assicurativi o i requisiti patrimoniali. L'attuazione di questo approccio richiede che venga stimato il contributo marginale fornito da ciascuna istituzione finanziaria al rischio sistemico complessivo. Di seguito, con l'aiuto di alcuni esempi illustrativi, viene analizzato tale metodo.

La probabilità di eventi sistemici è determinata dalla possibilità che si verifichino inadempienze a livello di singole istituzioni e da quella che più istituzioni si trovino in difficoltà simultaneamente (probabilità di insolvenza congiunta). Quest'ultima probabilità è tanto maggiore quanto più elevato è il grado di esposizione delle istituzioni a rischi comuni, che possono trarre origine all'esterno del sistema finanziario, ovvero da relazioni di controparte o da legami di altra natura all'interno del sistema stesso.

Al fine di quantificare la probabilità di un evento sistemico è possibile considerare il sistema finanziario alla stregua di un portafoglio di istituzioni e applicare le tecniche numeriche già in uso per i portafogli titoli. Per tale calcolo sono necessarie le dimensioni di ciascuna istituzione, la relativa probabilità di insolvenza, la corrispondente perdita in caso di insolvenza e una stima della correlazione fra le insolvenze delle varie istituzioni. Questi dati si possono ottenere dalle valutazioni formulate dalle autorità di vigilanza, dai prezzi dei titoli azionari e obbligazionari delle banche, oppure combinando tali fonti.

Le proprietà dell'indicatore del rischio sistemico così calcolato ricalcano da vicino quelle degli indicatori del rischio dei portafogli titoli. In particolare, il livello *complessivo* di rischio sistemico è tanto più elevato quanto maggiore è l'esposizione delle istituzioni finanziarie a fattori di rischio comuni (grafico III.1) e, a dimensioni totali del sistema costanti, quanto maggiore è la disparità fra le varie istituzioni in termini di dimensioni relative.

Il calcolo del rischio sistemico per gruppi di istituzioni non è di per sé una novità, ma è sempre risultato difficile determinare un'allocazione del rischio che rifletta il contributo fornito dalle singole istituzioni. Studi recenti della BRI hanno consentito di elaborare una procedura di allocazione basata sulla teoria dei giochi che può essere applicata, salvo eccezioni, a qualsiasi indicatore del rischio sistemico ricavato mediante un approccio di portafoglio⁹. Essa permette di ottenere una misura intuitiva e trasparente delle singole quote additive di rischio sistemico.

Allocazione del rischio sistemico a livello di singole istituzioni finanziarie

Per unità di dimensione del sistema complessivo

	Sistema a forte capitalizzazione (probabilità di insolvenza = 0,1%)	Sistema a debole capitalizzazione (probabilità di insolvenza = 0,3%)
Due banche piccole, ciascuna con una quota di mercato del 20%	3,1%	3,9%
Due banche grandi, ciascuna con una quota di mercato del 30%	5,8%	7,1%
Rischio sistemico totale (quattro banche)	17,8%	22,0%

Il rischio sistemico totale equivale alle perdite attese nello 0,2% della coda destra della distribuzione di probabilità delle perdite di portafoglio. Le prime due righe della tabella riportano i contributi al rischio sistemico totale forniti dalle banche. Le perdite in caso di insolvenza sono poste pari al 55%. Si ipotizza che tutte le banche presentino la medesima sensibilità ai fattori di rischio comuni, e quindi una correlazione dei rendimenti delle attività pari al 42%.

Fonte: elaborazioni BRI.

Tabella VII.A

L'applicazione di tale procedura al caso di un sistema bancario ipotetico fornisce varie utili indicazioni. Ad esempio, mantenendo costanti il livello di rischiosità di ciascuna istituzione e le dimensioni del sistema, il *contributo* al rischio sistemico di una singola istituzione aumenta al crescere

della sua esposizione a fattori di rischio comuni. È importante notare come tale aumento sia più elevato nel caso delle istituzioni più rischiose o di maggiori dimensioni. Inoltre, il contributo relativo delle singole istituzioni al rischio del sistema nel suo complesso cresce in misura più che proporzionale rispetto alle loro dimensioni (tabella VII.A), a indicare che le istituzioni finanziarie maggiori hanno un peso sproporzionato negli eventi sistemici.

La prospettiva di sistema adottata fornisce importanti indicazioni per lo sviluppo di strumenti macroprudenziali. Laddove si voglia che tali strumenti incorporino il contributo delle singole istituzioni al rischio sistemico, essi dovranno riflettere fattori che vanno al di là della probabilità di insolvenza individuale. Ad esempio, i premi per l'assicurazione dei depositi o i requisiti patrimoniali relativi a un'istituzione dovranno basarsi sia sulla sua probabilità di insolvenza, sia sulla sua esposizione (e il contributo da essa fornito) al rischio a livello di sistema.

Analogamente, i premi di assicurazione e i coefficienti patrimoniali applicati alle istituzioni maggiori dovranno tenere conto dell'impatto più che proporzionale delle loro dimensioni sulla probabilità di un evento sistemico. E se da un lato la diversificazione di portafoglio potrebbe ridurre il rischio derivante da insolvenze singole, dall'altro rischia di rendere le istituzioni più simili in termini di esposizioni, e quindi di accrescere la probabilità di insolvenze congiunte. Appare nondimeno chiaro che le autorità devono dotarsi delle informazioni e dei modelli analitici appropriati al fine di incorporare le considerazioni di natura sistemica nella valutazione delle singole istituzioni.

^① Per una descrizione tecnica della procedura, cfr. C. Borio, N. Tarashev e K. Tsatsaronis, "Allocating system-wide tail risk to individual institutions", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

negli ultimi due anni potrebbero aver accresciuto il numero delle istituzioni di questo tipo. Le autorità sono consapevoli del fatto che tale fenomeno, per quanto giustificabile come rimedio transitorio, crea una struttura insostenibile. La soluzione di questo problema è divenuta prioritaria per molte autorità nazionali impegnate nell'istituire procedure di liquidazione per le istituzioni finanziarie nelle rispettive giurisdizioni.

Prociclicità

La seconda esternalità evidenziata dalla crisi attuale è la prociclicità dovuta alla tendenza degli intermediari a comportarsi in modo meno prudente durante la fase ascendente del ciclo e più prudente durante quella discendente. Sul piano concettuale, le proposte per ridurre, neutralizzare o addirittura invertire la prociclicità del sistema finanziario devono prevedere una qualche forma di assicurazione contro le flessioni sistemiche, oppure meccanismi anticiclici per prevenirle o attenuarle. La trattazione che segue esamina le potenzialità di questi meccanismi.

I responsabili delle politiche hanno chiaramente manifestato l'intenzione di creare nuovi strumenti idonei ad assicurare che le istituzioni finanziarie adeguino in funzione anticiclica il proprio capitale (e altre forme di salvaguardia, come gli accantonamenti per perdite su crediti e i livelli minimi di liquidità). L'introduzione di un *coefficiente patrimoniale anticiclico* (CPA) implicherebbe che nei periodi favorevoli le istituzioni costituiscano riserve difensive cui attingere nei periodi di recessione¹². Un possibile modo per introdurre un CPA consiste in un approccio basato su regole prefissate

¹² Cfr., ad esempio, Forum per la stabilità finanziaria, *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, 7 aprile 2008, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf e *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, 2 aprile 2009, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf.

che incorporino stabilizzatori automatici nel quadro regolamentare. Sebbene potenzialmente difficili da applicare in modo rigoroso, tali regole vincolerebbero le autorità all'azione, introducendo un notevole grado di prevedibilità a beneficio delle istituzioni finanziarie.

Alternativamente si potrebbero gestire gli adeguamenti della riserva di capitale in modo analogo alla manovra dei tassi di interesse ufficiali, anche se con una frequenza molto minore e in modo molto più prevedibile e quindi meccanico. Anni di esperienza hanno condotto le autorità monetarie a basare le decisioni convenzionali di tasso di interesse sulle prospettive di inflazione e di crescita economica, spesso con l'importante contributo di modelli quantitativi. È possibile elaborare una procedura altrettanto semplice che serva da guida alle autorità nel fissare un CPA? A tal fine, è necessario superare una serie di ostacoli simili a quelli affrontati durante decenni di esperienza nel campo della politica monetaria.

Uno dei problemi che si pone nel calcolo del CPA è quello di sapere quando sia opportuno accrescere la riserva di capitale (aumentando il CPA) per rendere il credito più costoso nella fase di boom, e quando la si possa invece ridurre o utilizzare (abbassando il CPA) per promuovere il credito nella fase contrattiva. In sostanza, occorrerebbe quantificare i rischi per la stabilità (che avrebbero un ruolo simile a quello dell'inflazione e dell'*output gap* nelle decisioni di politica monetaria). Secondo gli studi compiuti presso la BRI, sarebbe possibile individuare indicatori macroeconomici che segnalino correttamente quando si dovrebbe aumentare la riserva di capitale, mentre appare più difficile determinare quando essa vada ridotta. Di conseguenza, accanto a una regola che aumenti la prevedibilità, la manovra del CPA comporterebbe verosimilmente un certo margine discrezionale (riquadro VII.B).

Un altro problema è che il CPA non può essere un parametro numerico indifferenziato. Piuttosto, la riserva di capitale (o gli accantonamenti anticiclici) dovrà variare in base alla natura dell'operatività delle singole istituzioni. Ad esempio, poiché la posizione ciclica è diversa a seconda dei paesi, si dovrà prevedere un adeguamento distinto dei CPA di ciascun portafoglio geografico detenuto da un'istituzione attiva a livello internazionale.

Il CPA esprime la misura in cui la riserva di capitale deve essere aumentata e utilizzata nell'arco del ciclo creditizio, ma dice poco sul livello medio di capitale occorrente nel sistema. L'attuale livello patrimoniale minimo detenuto dalle istituzioni finanziarie è a detta di molti troppo basso, ma resta da capire di quanto¹³. Per rispondere a tale interrogativo è necessario stabilire il livello di equilibrio a lungo termine del capitale (il corrispondente del livello di equilibrio a lungo termine del tasso di interesse che serve da riferimento nella politica monetaria tradizionale), il quale a sua volta influisce sulla distribuzione dei rischi tra gli operatori privati e il settore pubblico. Quanto più elevato è il livello di capitale che le istituzioni finanziarie sono tenute a detenere, tanto minore è il rischio a carico della collettività. Tuttavia, livelli di capitale più elevati accrescono il costo dell'intermediazione e quindi il prezzo dei crediti.

¹³ Cfr., ad esempio, Financial Services Authority, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, marzo 2009, www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

Riquadro VII.B – Regole alternative per l'uso in chiave anticiclica della riserva di capitale: un'illustrazione

La crisi ha richiamato l'attenzione sui meccanismi in grado di indurre le banche ad aggiustare la propria dotazione patrimoniale (o gli accantonamenti per perdite su crediti) in modo anticiclico, accumulando capitale quando le condizioni sono favorevoli e attingendovi allorché si manifestano tensioni. La ricerca in materia sta al momento vagliando diversi approcci, molti dei quali si trovano ancora in una fase iniziale di sviluppo. In questo riquadro si valuta la possibilità di definire una regola che induca una correzione anticiclica dei requisiti patrimoniali minimi.

Nella progettazione di una regola di questo tipo è necessario procedere in tre fasi, selezionando: 1) l'indicatore che segnali il momento di accumulare o liberare la riserva di capitale, 2) la formula che determini in che modo l'indicatore modifichi il requisito patrimoniale, 3) il requisito patrimoniale minimo, che potrebbe di per sé variare in maniera ciclica. Di seguito vengono illustrate le prime due fasi del processo.

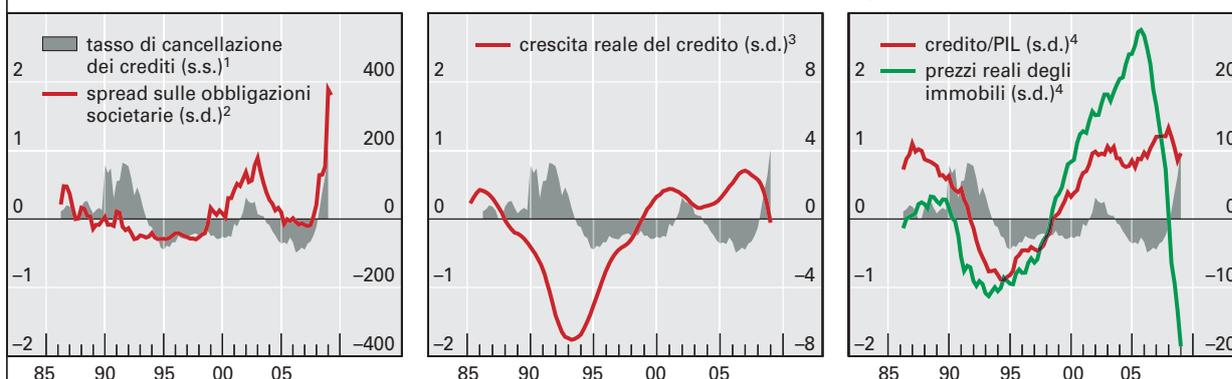
In merito alla prima fase, vengono qui considerati tre indicatori macroeconomici per i quali sono disponibili in letteratura i risultati di alcune ricerche preliminari (grafico VII.B.1): gli spread creditizi (diagramma di sinistra), la variazione del credito in termini reali (diagramma centrale) e un indicatore composito basato sul rapporto credito/PIL e sui prezzi delle attività in termini reali (diagramma di destra)^{①,②}. L'indicatore macroeconomico ideale dovrebbe permettere di individuare con accuratezza le fasi sia di espansione sia di tensione del ciclo bancario. Fatta questa premessa, le variabili considerate vengono qui espresse in termini di deviazione dai rispettivi livelli "neutrali", misurati dal valore di *trend* o dalla media di lungo periodo, mentre le fasi del ciclo bancario sono date dalle deviazioni del tasso di cancellazione dei crediti rispetto alla media di lungo periodo.

Il restringimento e il significativo ampliamento degli spread creditizi potrebbero segnalare rispettivamente una fase favorevole del ciclo o l'inizio di un deterioramento. Tuttavia, gli spread (in questo caso quelli sulle obbligazioni societarie con rating BBB) non costituiscono un indicatore affidabile delle tensioni del sistema bancario. Ad esempio, contrariamente a quanto realmente accaduto, essi segnalano che le tensioni finanziarie successive allo scoppio della bolla dei titoli tecnologici sarebbero state di maggiore intensità rispetto a quelle dei primi anni novanta.

Il secondo indicatore esaminato è la variazione del credito, poiché si ritiene che prima dell'emergere di una crisi le banche tendano a erogare finanziamenti in misura eccessiva, per poi ridurre il grado di leva finanziaria allorché si manifestano tensioni. La crescita del credito si caratterizza tuttavia per un considerevole grado di inerzia e rimane ben al di sopra del livello neutrale anche quando le tensioni bancarie cominciano a palesarsi. Di conseguenza, è probabile che un indicatore fondato esclusivamente sul credito segnali in ritardo il momento di liberare la riserva di capitale.

Il terzo indicatore proposto si basa su precedenti ricerche della BRI, da cui emerge che una deviazione considerevole e simultanea del rapporto credito/PIL e dei prezzi reali delle attività dai rispettivi

Indicatori alternativi e tasso di cancellazione dei crediti negli Stati Uniti



¹ Prestiti e locazioni finanziarie stralciati e imputati alle riserve per perdite su crediti, in percentuale dei prestiti totali medi. ² Deviazione degli spread su obbligazioni societarie a lungo termine con rating BBB rispetto alla media di lungo periodo, in punti base. ³ Media a cinque anni ponderata esponenzialmente della crescita del credito in termini reali, meno corrispondente media mobile di quindici anni, in punti percentuali. ⁴ Deviazione della variabile indicata rispetto al suo valore tendenziale parziale (ossia determinato unicamente in base alle informazioni disponibili al momento della valutazione) di lungo periodo; rapporto credito/PIL in punti percentuali, prezzi degli immobili in percentuale.

Fonti: Moody's; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VII.B.1

valori tendenziali costituisce un segnale piuttosto affidabile e molto precoce di un'imminente crisi bancaria[®]. Poiché presuppone che i prezzi reali delle attività e il rapporto credito/PIL eccedano determinati valori soglia allo stesso tempo, l'indicatore composito permette di evitare il rischio di un rilascio tardivo della riserva di capitale, ma potrebbe innescare tale rilascio in una fase prematura.

Per ciò che attiene la seconda fase, ossia la scelta della formula che determini in che modo l'indicatore debba modificare il requisito patrimoniale minimo, viene qui preso in esame il caso di un semplice fattore di correzione che riproporziona il requisito patrimoniale minimo su base moltiplicativa[®]. Allorché l'indicatore si trova al livello neutrale, il fattore di moltiplicazione è pari a 1, così da non apportare alcun aggiustamento alla riserva di capitale. A titolo esemplificativo, si considerino tre formule che differiscono da un lato per il trattamento riservato all'incertezza inevitabilmente legata al livello neutrale dell'indicatore, e dall'altro per il grado di simmetria rispetto alle correzioni apportate al requisito patrimoniale minimo.

Relativamente al trattamento dell'incertezza intorno al livello neutrale, la formula 1 si distingue dalle altre due nella misura in cui produce le massime variazioni della riserva di capitale proprio in prossimità di tale livello (grafico VII.B.2, diagramma di sinistra). Di conseguenza, essa amplifica di fatto gli eventuali errori di misurazione del livello neutrale. Solo la formula 3 tiene pienamente conto dell'incertezza, non innescando azioni correttive all'interno di un intervallo di valori circostanti quello neutrale.

Per quanto concerne la simmetria, la formula 2 si caratterizza per il fatto di non risultare mai inferiore a 1. A prescindere dallo stato del sistema finanziario, la riserva di capitale da essa determinata non può quindi scendere al disotto del requisito associato al livello neutrale dell'indicatore. Se tale caratteristica risulti auspicabile o meno dipenderà dalla definizione del requisito patrimoniale minimo e da come esso possa variare (terza fase della procedura di creazione della regola). Ad esempio, qualora il requisito minimo sia fortemente prociclico e, pertanto, aumenti considerevolmente nelle fasi congiunturali sfavorevoli, la formula 2 impedirà nei fatti il rilascio di capitale.

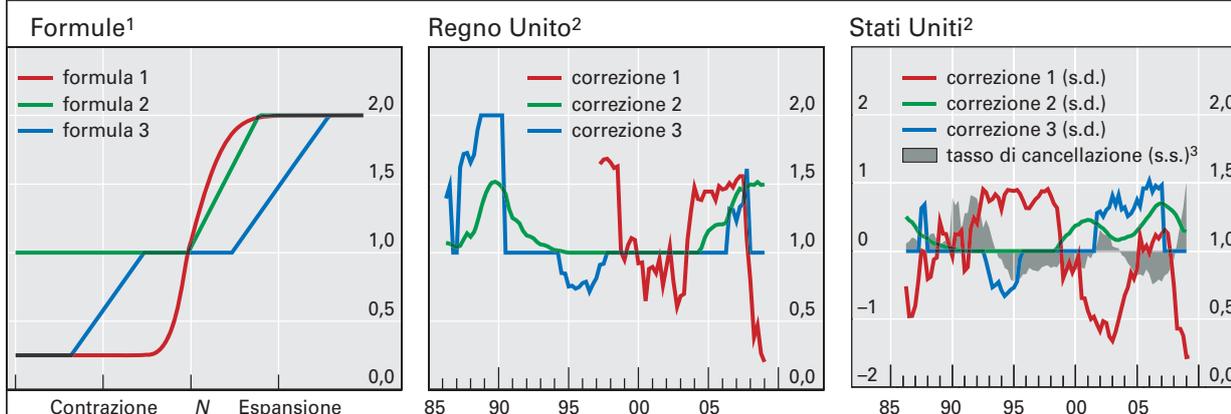
Infine, allo scopo di illustrare come le formule considerate si sarebbero effettivamente comportate nelle circostanze del recente passato, a ciascuna di esse viene abbinato un indicatore: gli spread creditizi per la formula 1 (correzione 1), la variazione del credito in termini reali per la formula 2 (correzione 2) e l'indicatore composito per la formula 3 (correzione 3). I risultati (grafico VII.B.2, diagrammi centrale e di destra) confermano, nel complesso, le conclusioni preliminari tratte dall'andamento degli indicatori.

La correzione 1 si dimostra efficace nella crisi attuale, sia nella fase di accumulo sia in quella di rilascio della riserva di capitale. Tuttavia, mentre durante e dopo lo scoppio della bolla tecnologica essa avrebbe indotto a liberare una considerevole quantità di capitale, nei primi anni novanta, quando il sistema bancario statunitense fu soggetto a tensioni, non avrebbe prodotto pressoché alcun rilascio.

La correzione 2 fornisce un'indicazione accurata per le fasi di accumulo, ma, sia nel caso della crisi in corso sia in quello del precedente periodo di tensioni dei primi anni novanta, ritarda il rilascio della

Regole alternative ed esempi per l'uso in chiave anticiclica delle riserve di capitale

Correzioni moltiplicative



¹ Tutte le formule ipotizzano un valore neutrale N della variabile indicatore. I valori a destra di N indicano una fase di espansione, quelli a sinistra una fase di contrazione. ² La correzione 1 applica alla formula 1 gli spread creditizi, la correzione 2 applica alla formula 2 la media a cinque anni ponderata esponenzialmente della crescita del credito in termini reali e la correzione 3 applica alla formula 3 l'indicatore composito. ³ Prestiti e locazioni finanziarie stralciati e imputati alle riserve per perdite su crediti, in percentuale dei prestiti totali medi.

Fonti: Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VII.B.2

riserva di capitale. Essa rispecchia pertanto lo sfasamento temporale fra l'emergere di tensioni e il rallentamento del credito.

La correzione 3 è efficace nel segnalare le fasi di accumulo ma in alcuni casi comporta un rilascio prematuro del capitale. Nella crisi attuale, in particolare, essa avrebbe richiesto che negli Stati Uniti si iniziasse a liberare capitale a partire dalla fine del 2006, prima dell'emergere di chiari segnali di tensione, a causa del calo dei prezzi immobiliari al disotto del *trend* variabile nel tempo. Le correzioni inferiori a 1, tuttavia, tendono a prodursi troppo tardi, facendo apparire come preferibile combinare questo indicatore con la formula 2.

L'analisi proposta, sebbene puramente illustrativa, mette in luce le difficoltà insite nell'elaborazione di regole robuste che disciplinino l'uso in chiave anticiclica delle riserve di capitale. In particolare, appare arduo individuare variabili macroeconomiche che segnalino correttamente il momento appropriato per liberare capitale. In ultima analisi, dunque, il ricorso a qualche forma di discrezionalità nella gestione della riserva anticiclica potrebbe risultare inevitabile.

[Ⓞ] Gli spread creditizi tratti dai CDS sono stati suggeriti da M. Gordy, e la formula 1 è stata costruita ispirandosi al suo lavoro: M. Gordy, "First, do no harm – a hippocratic approach to procyclicality in Basel II", *paper* presentato alla conferenza *Procyclicality in the financial system*, organizzata congiuntamente da De Nederlandsche Bank e dal Bretton Woods Committee, 9-10 febbraio 2009. La crescita del credito e una formula simile alla formula 2 sono state proposte da C. Goodhart e A. Persaud, "A party pooper's guide to financial stability", *Financial Times*, 4 giugno 2008. L'indicatore composito discende da C. Borio e M. Drehmann, "Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009, pagg. 29-46 (versione integrale disponibile solo in inglese). [Ⓞ] Sebbene non riportati, sono stati valutati anche indicatori basati unicamente sul PIL, per i quali si è riscontrata, rispetto alla misura delle tensioni finanziarie, una correlazione inferiore a quella rilevata per le variabili qui considerate. [Ⓞ] Per la componente dei prezzi delle attività dell'indicatore composito, Borio e Drehmann utilizzano anche lo scarto fra i corsi azionari e il corrispondente valore tendenziale; i corsi azionari non hanno avuto un ruolo di primo piano nella crisi attuale e non sono pertanto riportati nel grafico VII.B.1. Tuttavia, gli scarti fra i prezzi sia azionari sia immobiliari e i rispettivi valori tendenziali sono considerati nella correzione 3, illustrata nel grafico VII.B.2. [Ⓞ] Laddove la formula venga applicata al requisito minimo previsto dal Basilea 2 piuttosto che a un requisito complementare (quale l'indice di leva finanziaria), l'approccio moltiplicativo presenta il pregio di essere sensibile al rischio in modo trasversale, ossia di preservare in qualunque momento la differenziazione di rischio fra i vari mutuatari.

Va notato che uno dei compiti più urgenti per tutti è l'appropriato consolidamento dei bilanci delle istituzioni finanziarie. La crisi ha messo in chiara evidenza i rischi derivanti da un sistema bancario ombra venutosi a creare come emanazione delle istituzioni regolamentate. Una prima linea d'azione per migliorare la gestione del capitale consiste pertanto nel riportare tutte le entità fuori bilancio, compresi i veicoli di investimento strutturato, entro il perimetro regolamentare in modo da assicurare un'adeguata base di capitale a fronte dell'insieme delle obbligazioni delle istituzioni finanziarie. Ciò fornirà a manager, investitori e supervisori un'immagine più accurata delle esposizioni di un'istituzione, accrescendo al tempo stesso l'ammontare complessivo di capitale nel sistema finanziario¹⁴.

In conclusione, la determinazione del livello e della sensibilità ciclica dei requisiti patrimoniali è un compito difficile. Ma altrettanto difficile è la definizione dell'indirizzo delle politiche sia monetaria che fiscale. Così come avvenne per la politica convenzionale di stabilizzazione macroeconomica al volgere del XX secolo, è diventato oggi fin troppo evidente che non si può fare a meno di un orientamento macroprudenziale e che i coefficienti patrimoniali anticiclici sono uno degli strumenti chiave per garantirne il buon esito.

¹⁴ Il patrimonio regolamentare nel sistema finanziario aumenterebbe per effetto di vari fattori: allargamento del perimetro regolamentare per includervi tutte le istituzioni e i mercati di rilevanza sistemica; il rientro tra le voci di bilancio delle istituzioni finanziarie di un notevole volume di attività precedentemente detenute fuori bilancio; modalità di accantonamento che meglio rispecchiano l'accumularsi dei rischi; modifiche nella composizione del capitale che ne accrescano la qualità; una migliore copertura dei rischi nei requisiti patrimoniali minimi.

Politiche macroeconomiche per rafforzare la stabilità finanziaria

La crisi ha confermato che non si può fare affidamento sull'assetto delle politiche monetarie e fiscali lasciatici dalla Grande Moderazione per stabilizzare in modo permanente i prezzi e la crescita reale. Vi è oggi consenso sul fatto che ai responsabili delle politiche debba essere conferito il mandato esplicito di salvaguardare la stabilità finanziaria e che per assolvere tale compito essi necessitino di strumenti addizionali. L'approccio macroprudenziale alla regolamentazione e alla vigilanza ne farà certo parte, ma probabilmente non basterà. Le politiche macroeconomiche possono e debbono fare la loro parte nel perseguimento dell'obiettivo della stabilità finanziaria, o quantomeno non dovrebbero esservi di ostacolo.

Le politiche di bilancio e monetaria contribuiscono già ora a spezzare l'interazione negativa fra l'economia reale e il sistema finanziario. Attraverso gli stabilizzatori automatici e gli stimoli discrezionali la politica di bilancio anticiclica sostiene il reddito e l'occupazione; di conseguenza, essa riduce la probabilità che i mutuatari si rendano insolventi (accrescendo al tempo stesso il valore delle attività recuperabili, se ciò accade) e aumenta la valutazione degli impieghi nei bilanci delle istituzioni finanziarie. Anche la politica monetaria agisce in senso anticiclico. Nell'intento di contrastare la flessione congiunturale, le autorità monetarie abbassano i tassi ufficiali e, così facendo, migliorano le condizioni dei bilanci delle istituzioni finanziarie. Specularmente, esse innalzano i tassi per moderare le espansioni, rallentare la crescita del credito e prevenire i boom dei prezzi delle attività. E, in ultima istanza, le banche centrali mettono a disposizione linee creditizie di emergenza per evitare che la corsa agli sportelli di singoli intermediari si tramuti in panico a livello di sistema, mitigando in tal modo un importante fattore di rischio sistemico. In altri termini, nel ridurre le oscillazioni congiunturali nell'economia reale le politiche fiscali e monetarie anticicliche attenuano in modo naturale (e intenzionale) la prociclicità della dotazione di capitale delle istituzioni finanziarie¹⁵.

Nondimeno, la politica monetaria deve spingersi oltre. La stabilizzazione del sistema finanziario richiede che le banche centrali adottino un approccio più attivista e reagiscano ai boom sia del credito sia dei prezzi delle attività. Le critiche mosse in precedenza a un tale approccio restano valide. In futuro non diventerà certo più facile individuare le bolle e calibrare le politiche così da neutralizzarle. Ma la crisi finanziaria ha mostrato come sia in definitiva troppo oneroso per le banche centrali concentrarsi soprattutto sull'inflazione in un'ottica relativamente di breve periodo, nella prospettiva di porre rimedio ai danni causati dallo scoppio delle bolle e dal collasso del credito a fatti avvenuti. Il dibattito è nel frattempo andato avanti. La questione riguarda ora il modo in cui le autorità monetarie debbano ampliare il proprio quadro di riferimento integrandovi i prezzi immobiliari, i corsi azionari e il volume di

¹⁵ Anche la capacità delle autorità fiscali di ricapitalizzare le banche nei periodi di recessione può essere vista come uno strumento per fronteggiare il rischio sistemico. Per istituzionalizzare la capacità di contrastare la prociclicità del sistema finanziario le autorità di governo dovrebbero tuttavia creare una riserva fiscale. Analogamente alla riserva anticiclica delle istituzioni finanziarie, essa verrebbe accresciuta durante le fasi di espansione e utilizzata nelle fasi di contrazione.

debito in essere. Con questi aggiustamenti, esse saranno in condizione di attuare politiche di contrasto, inasprendo i tassi di interesse allorché individuano bolle dei prezzi o una sovradilatazione dei bilanci tali da accrescere i rischi macroeconomici a livello sistemico.

L'espansione del quadro di riferimento non implica la rinuncia al perseguimento della stabilità dei prezzi, poiché non intende modificare gli obiettivi di lungo periodo. Essa è piuttosto mirata ad adeguare l'orizzonte nell'arco del quale le banche centrali perseguono gli obiettivi. In una fase iniziale, i boom dei prezzi delle attività e del credito non comportano in genere minacce per la stabilità a breve termine dei prezzi o la crescita reale. Di fatto, essi possono facilmente coesistere con una combinazione di bassa inflazione dei prezzi al consumo (specie se questa non comprende i prezzi delle abitazioni) e di elevata crescita. Vale a dire, un boom dei prezzi delle attività o del credito può facilmente essere scambiato per un incremento del tasso di crescita della produttività. È importante che le autorità abbiano piena consapevolezza del fatto che una maggiore crescita e una minore inflazione oggi possono creare instabilità domani, e di ciò deve tener conto il quadro di riferimento della politica monetaria. Allorché ravvisano un boom dei prezzi delle attività o del credito, le autorità devono allungare il proprio orizzonte di riferimento. Un simile approccio faciliterebbe il conseguimento degli obiettivi fiscali e monetari: dopo tutto, la stabilità macroeconomica poggia sulle fondamenta di un sistema finanziario stabile.

Conclusioni

Non resta altra scelta se non quella di raccogliere la sfida di risanare e successivamente riformare il sistema finanziario internazionale, smorzando nello stesso tempo l'impatto della crisi sulla capacità degli individui di condurre una vita produttiva. L'azione intrapresa finora vede pienamente impegnate le autorità fiscali, monetarie, di vigilanza e di regolamentazione ormai da quasi due anni. Le risorse pubbliche destinate allo stimolo economico e al salvataggio finanziario sono imponenti, avvicinandosi al 5% del PIL mondiale, più di quanto sarebbe stato immaginabile solo un anno fa.

La ripresa finirà per arrivare, ma permangono rischi non indifferenti. Innanzitutto, le politiche devono favorire l'aggiustamento, non ostacolarlo. Ciò significa favorire una crescita meno trainata dall'indebitamento nelle economie industriali e dalle esportazioni nelle economie emergenti. Significa risanare rapidamente il sistema finanziario, perseverando nell'opera di ristrutturazione fino a quando non sarà ultimata. Significa ricondurre le politiche su un sentiero sostenibile, riducendo la spesa e innalzando le imposte non appena si sarà instaurata una crescita stabile. E significa per le banche centrali uscire dall'attività di intermediazione non appena le istituzioni finanziarie avranno fatto propri i nuovi modelli operativi e i mercati finanziari avranno ripreso il normale funzionamento.

A lungo termine, per ovviare alle diffuse carenze messe in luce dalla crisi e per forgiare un sistema finanziario più resistente, occorre individuare e mitigare il rischio sistemico in tutte le sue forme. A sua volta, ciò significa

organizzare gli strumenti, i mercati e gli intermediari all'interno di un sistema finanziario robusto, più resistente alle crisi di quanto non sia quello attuale: ossia, in relazione agli strumenti, un sistema che ne valuti la sicurezza, ne limiti la disponibilità e segnali la loro idoneità e rischiosità; per i mercati, un sistema che incoraggi le negoziazioni per il tramite di controparti centrali e borse organizzate, mettendo in evidenza i pericoli che comportano le contrattazioni in altre sedi; per gli intermediari, l'applicazione generalizzata di requisiti prudenziali perfezionati congiunta a una prospettiva sistemica, a cominciare dall'introduzione di strumenti assimilabili a un coefficiente patrimoniale sistemico e a un coefficiente patrimoniale anticiclico.

Il successo nel perseguimento della stabilità finanziaria presuppone il contributo di tutti. Le autorità monetarie devono tenere maggiormente conto dei boom dei prezzi delle attività e del credito. Le autorità fiscali devono fare in modo che la loro azione sia coerente con la disciplina di bilancio a medio termine e la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine. Le autorità di regolamentazione e di vigilanza devono adottare una prospettiva macroprudenziale, preoccupandosi della stabilità del sistema tanto quanto si preoccupano della solidità delle singole istituzioni. Purtroppo, un quadro di riferimento integrale con obiettivi osservabili e strumenti applicabili è ancora in una fase iniziale di sviluppo. Le proposte avanzate qui e in altre sedi costituiscono comunque un punto di partenza. Il lavoro dovrà essere coordinato a livello internazionale; in particolare, gli organismi con competenze specifiche in materia – fra cui i comitati di emanazione degli standard con sede a Basilea e il Financial Stability Board – avranno un ruolo preminente nel rendere operativo tale quadro di riferimento. Sarà un compito lungo e complesso, ma non vi è scelta. Deve essere affrontato.