

I. Oltre il salvataggio: fine della terapia intensiva e completamento delle riforme

A tre anni dallo scoppio della crisi le speranze di ripresa e di riforma restano grandi, ma la pazienza si sta esaurendo. Le autorità sono alle prese con un pesante retaggio: gli effetti collaterali delle misure di sostegno finanziario e macroeconomico in atto, combinati alle vulnerabilità non risolte del settore finanziario, minacciano di bloccare la ripresa, e la serie completa di riforme necessarie a migliorare la resilienza del sistema finanziario non è stata ancora ultimata.

Allorché quasi tre anni fa la crisi finanziaria faceva la sua comparsa da entrambe le sponde dell'Atlantico, i responsabili delle politiche reagirono con terapie di urgenza e drastiche cure: dosi ingenti di sostegno diretto al sistema finanziario, tassi di interesse bassi, forte dilatazione dei bilanci delle banche centrali e massiccio stimolo fiscale. Ma provvedimenti così poderosi presentano effetti collaterali considerevoli, e i pericoli che comportano stanno cominciando a farsi evidenti.

I problemi maggiori derivanti dal protratto ricorso ai programmi straordinari sono i seguenti. Il sostegno diretto sta ritardando l'indispensabile aggiustamento postcrisi e rischia di creare società zombie nei settori finanziario e non finanziario. I bassi tassi di interesse prevalenti al centro dell'economia internazionale disincentivano il necessario ridimensionamento del grado di leva, aggravando le distorsioni nel sistema finanziario e creando problemi in altre parti del mondo. La perdurante espansione dei bilanci delle banche centrali implica che esse stiano ancora dominando certi segmenti dei mercati finanziari; ciò può distorcere la valutazione dei prezzi di importanti prestiti e obbligazioni, scoraggiare la necessaria attività di *market-making* da parte dei singoli operatori e degli intermediari, e accrescere il *moral hazard* dimostrando che per alcuni strumenti vi è un acquirente di ultima istanza. Infine, le politiche di stimolo fiscale stanno alimentando un debito pubblico elevato e in crescita che oggi, in diversi paesi, ha chiaramente imboccato un sentiero insostenibile.

È giunta l'ora di chiedersi come e quando sarà possibile avviare il graduale rientro dagli energici provvedimenti adottati. Non si può ignorare che, cumulandosi, gli effetti collaterali comportano di per sé un pericolo da evitare, come minimo, revocando determinate misure prima di quanto molti preferirebbero. Ciò detto, tale revoca si trova in alcuni casi ostacolata dalle condizioni del settore finanziario e dalle prospettive macroeconomiche, che risultano fragili in molte parti del mondo industriale e rendono rischioso un inasprimento.

Sul fronte delle riforme i lavori stanno procedendo speditamente. Sono state formulate proposte dettagliate e articolate volte a risolvere le molteplici

cause della crisi e ad affrontare gli effetti delle minacce che potrebbero ancora palesarsi. Le riforme ridurranno la probabilità e la gravità di crisi future. Ma, come già sottolineato lo scorso anno, esse potranno funzionare solo se ciascuno farà la sua parte¹. Occorre che i regolatori modifichino il loro approccio alla sicurezza dei tre elementi fondamentali del sistema finanziario: strumenti, mercati e intermediari. Essi devono definire un quadro di riferimento macro-prudenziale per promuovere, oltreché la solidità di ciascuna componente, la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Le autorità fiscali devono adoperarsi per preservare la stabilità di lungo periodo, assicurandosi che le politiche permettano di assorbire gli shock, anziché amplificarli, mediante la costituzione durante le fasi favorevoli di riserve precauzionali cui attingere nelle fasi avverse. Le banche centrali, dal canto loro, devono affrontare i boom dei prezzi delle attività e del credito per quello che sono, ossia minacce per la stabilità dei prezzi e per la crescita. Il programma di riforme in tutti questi ambiti – regolamentare, fiscale e monetario – va attuato e portato a compimento.

La prima parte di questo capitolo introduttivo delinea brevemente le misure straordinarie adottate durante la crisi, esaminando i rischi derivanti dall'ormai protratta somministrazione di tali rimedi, che agiscono primariamente sui sintomi. Nelle parti successive sono invece considerate le cause di fondo della crisi, le iniziative in corso per la riforma del sistema finanziario e i progressi ancora da compiere.

I primi soccorsi: le reazioni immediate di fronte alla crisi

Di fronte all'aggravarsi della crisi dopo il fallimento di Lehman Brothers, le autorità presero una serie crescente di misure di emergenza volte a sorreggere i rispettivi sistemi finanziari e l'economia reale. Si trattava essenzialmente di terapie di urgenza, i cui effetti collaterali sarebbero stati considerati per forza di cose solo in un momento successivo.

A seconda della struttura delle loro economie e dei sistemi finanziari, le autorità optarono per provvedimenti diversi, fra cui: l'estensione di garanzie alle attività e passività bancarie per scongiurare un'eventuale corsa agli sportelli; prestiti diretti erogati dai governi e dalle banche centrali, nonché dalle organizzazioni finanziarie internazionali, al fine di consentire il rinnovo delle passività in essere e di evitare inadempienze; iniezioni di capitale volte a scongiurare le insolvenze; nazionalizzazioni che consentissero agli intermediari falliti di continuare a servire la clientela; rimozione dei prestiti di qualità inferiore dai bilanci del settore privato e sostegno ai prezzi delle attività che non disponevano più di mercati liquidi, con conseguente dilatazione dei bilanci delle banche centrali; certificazione pubblica dell'adeguatezza patrimoniale delle grandi banche da parte delle autorità di vigilanza. L'elenco esaustivo dei provvedimenti comprende decine di programmi specifici in quasi tutti i paesi avanzati e in molte economie emergenti².

¹ BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, Capitolo VII.

² Per maggiori dettagli, cfr. BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, e Capitoli II e VI di questa Relazione.

La vasta gamma di azioni dirette di sostegno al sistema finanziario è stata integrata dall'adozione di politiche macroeconomiche senza precedenti. In risposta alle conseguenze della crisi, alle politiche monetarie e di bilancio è stato impartito un orientamento estremamente accomodante. Negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone i disavanzi pubblici superano oggi il 5% del PIL e i tassi ufficiali sono prossimi a zero. Man mano che si esauriva il margine di allentamento monetario convenzionale, le banche centrali in vari importanti paesi hanno rivolto la propria azione alle quantità piuttosto che ai prezzi. Nell'arco degli ultimi due anni il volume totale delle attività da loro detenute è pressoché raddoppiato, e resta sovradimensionato.

La terapia intensiva: il problema dei pericolosi effetti collaterali

L'adozione di politiche di emergenza fu essenziale all'epoca, e si è rivelata assai efficace nel centrare gli obiettivi che si prefiggeva a breve termine. Molte di queste politiche sono tuttavia in vigore ancora oggi, a tre anni dallo scoppio della crisi. In poche parole, le vulnerabilità ancora presenti nel sistema finanziario, unitamente agli effetti collaterali di un periodo così esteso di rimedi di emergenza, minacciano di provocare una ricaduta del paziente.

La crisi ha lasciato l'economia internazionale in condizioni ben peggiori di tre anni fa. In Europa e negli Stati Uniti la disoccupazione è elevata e le prospettive di domanda deboli. I programmi di sostegno ai mercati e alle istituzioni hanno creato uno stato di dipendenza dal quale il sistema finanziario potrebbe avere difficoltà a uscire senza il mantenimento di condizioni monetarie decisamente accomodanti. Alcuni istituti e sistemi bancari continuano a operare con un alto grado di leva finanziaria e sembrano tuttora necessitare di cure vitali.

La crisi del debito sovrano greco mostra tutta la fragilità che caratterizza ancora il sistema finanziario. A metà maggio il susseguirsi di annunci negativi sul merito di credito della Grecia ha creato per molte banche, specie in Europa, problemi di provvista non dissimili da quelli seguiti al tracollo di Lehman Brothers. Tali difficoltà non rispecchiano soltanto il nuovo problema del debito pubblico, ma anche dubbi latenti sulla qualità dei bilanci delle banche commerciali. Di fronte a queste difficoltà, la BCE si è avventurata in territori sconosciuti e ha annunciato l'intenzione di acquistare titoli pubblici. Come già in occasione della crisi più recente, le banche centrali hanno aperto linee di swap di emergenza per ovviare in parte ai problemi di finanziamento.

Il grado di leva dei settori non finanziari resta elevato in molti paesi che si sono trovati al centro della crisi. Come si vedrà nel Capitolo II, in tali economie le famiglie hanno cominciato a ridurre il proprio indebitamento, ma considerando i forti incrementi di quello del settore pubblico, i livelli del debito dei settori non finanziari sono saliti considerevolmente dal 2007; a fine 2010 essi dovrebbero risultare aumentati del 20-40% del PIL in Francia, Germania, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti. Il persistere di un alto grado di leva non comporta soltanto fragilità per i bilanci dei settori pubblico e privato, che richiederanno anni per essere risolte, ma limita inoltre drasticamente il margine di manovra della politica di bilancio per procedere a eventuali nuovi salvataggi di entità pubbliche o private.

Le vicende collegate al caso greco evidenziano di fatto la possibilità che, in caso di crisi, i governi altamente indebitati non siano in grado di fungere da acquirente di ultima istanza per salvare le banche in difficoltà. A cavallo fra il 2008 e il 2009, infatti, i governi avevano soccorso le banche in procinto di fallimento, ma se il debito dei governi stessi dovesse non avere più mercato, i salvataggi futuri dovrebbero ricorrere ad aiuti esterni.

La crisi del debito pubblico greco potrebbe aver procrastinato l'inasprimento monetario, ma quanto più a lungo i tassi ufficiali nelle principali economie avanzate resteranno bassi, tanto maggiori saranno le distorsioni create a livello sia interno sia internazionale. Come si vedrà nel Capitolo III, un protratto periodo di tassi di interesse reali eccezionalmente bassi può alterare le decisioni di investimento, posticipare il riconoscimento delle perdite, incoraggiare l'assunzione di rischio nella ricerca di rendimenti più elevati e favorire alti livelli di indebitamento. L'esperienza dei medesimi effetti maturata appena cinque anni fa dovrebbe renderci estremamente circospetti. È vero che il contesto attuale è molto diverso da quello della prima metà del decennio, ma la crisi del 2007-09 insegna che gli eccessi finanziari derivanti da tassi ufficiali così bassi – boom dei prezzi delle attività e del credito, sottovalutazione del rischio, e così via – finiscono per avere conseguenze devastanti.

Per le economie in forte crescita che necessitano di tassi ufficiali più elevati, il basso livello dei tassi nelle economie al centro del sistema finanziario internazionale è a dir poco disutile, dal momento che i differenziali di interesse inducono movimenti di capitale. Come esaminato nei Capitoli III e IV, tali movimenti esercitano pressioni sul tasso di cambio, favoriscono i boom del credito e le bolle dei prezzi delle attività, e rischiano di destabilizzare l'economia allorché si invertono a seguito di una normalizzazione dei differenziali di interesse.

I vasti programmi di spesa volti a sostenere la domanda aggregata all'indomani della crisi del 2007-09, insieme agli impegni già presi negli ambiti della sanità, delle pensioni e della previdenza sociale, hanno sospinto il debito pubblico di molti paesi industriali su un sentiero di crescita insostenibile. Come trattato nel Capitolo V, l'invecchiamento della popolazione sta cominciando a creare pesanti oneri per le finanze pubbliche di gran parte delle economie avanzate. Gli eventi della prima metà di quest'anno indicano che per alcuni paesi potrebbe già essere troppo tardi per tutelare o ripristinare rapidamente in modo autonomo la propria reputazione nei mercati del debito. Nondimeno, in vari paesi industriali vi è urgenza di un'ingente opera di risanamento fiscale da articolarsi generalmente su due fronti: tagli per arginare gli attuali disavanzi e azioni convincenti per garantire che i disavanzi non crescano in futuro.

Il risanamento dei conti pubblici è tanto più pressante per quei paesi che all'inizio della crisi erano già oberati da un debito elevato, frutto sia della loro prodigalità sia della bassa crescita potenziale dovuta alla mancanza di competitività internazionale. La correzione del primo aspetto è semplice, per quanto dolorosa. Ma per i paesi che partecipano a un'unione monetaria insieme ai loro principali partner commerciali non vi sono possibilità di svalutazione,

per cui un miglioramento della competitività potrà scaturire unicamente da una maggiore produttività o da più bassi salari nominali. Come mostra la lunga esperienza di crisi del debito sovrano, quando gli investitori perdono la fiducia nella capacità di servizio del debito di un paese e diventano restii a detenerne le passività, le uniche opzioni rimanenti sono pacchetti di sostegno, salvataggi o addirittura ristrutturazioni del debito pubblico.

La diagnosi: individuazione delle cause della crisi

La massima di ogni buon medico deve essere: “curare i sintomi della malattia, ma non dimenticare mai le sue cause”. Lo stesso vale per le crisi economiche e finanziarie: le autorità devono affrontarne i sintomi e allo stesso tempo procedere speditamente con le riforme volte a risolverne le cause, in modo da ridurre il rischio finanziario sistemico il prima possibile. A questo proposito, al fine di giudicare meglio quanta strada sia stata compiuta nel cammino di riforma, è utile richiamare brevemente le cause della crisi. Non vi è dubbio che esse siano tutte correlate, ma per semplicità saranno qui suddivise in due ampie categorie, ossia cause microeconomiche e cause macroeconomiche³.

Cause microeconomiche

Le cause microeconomiche rientrano in tre ambiti: incentivi distorti; problemi di misurazione e gestione del rischio; lacune nella regolamentazione e nella vigilanza. Insieme, queste carenze hanno consentito all'intero settore finanziario di contabilizzare profitti troppo presto, troppo facilmente e senza gli appropriati aggiustamenti per il rischio.

La crisi ha messo in luce la presenza di incentivi distorti tanto per i consumatori e gli investitori, quanto per gli addetti al settore finanziario e le agenzie di rating. I consumatori e gli investitori non hanno usato la dovuta cautela, indebitandosi pesantemente e investendo in prodotti eccessivamente complessi e opachi. I dirigenti delle società finanziarie, incoraggiati da sistemi di retribuzione incentrati sui rendimenti a breve e sui volumi di attività, hanno accresciuto la leva finanziaria e accumulato quantità enormi di rischio. Le agenzie di rating, subissate dalla valanga di prodotti strutturati complessi eppure incapaci di resistere alla tentazione di lucrare dalla loro valutazione, non sono riuscite a stimare correttamente la probabilità di rimborso dei mutuatari.

La misurazione, la valutazione e la gestione del rischio richiedono tutte l'impiego di moderni strumenti statistici che si basano in gran parte sull'esperienza storica. Anche quando erano disponibili lunghe serie di dati, la convinzione che il mondo sia in lenta ma costante evoluzione ha fatto sì che fosse sottovalutata l'importanza del passato più remoto e delle sue turbolenze. Così, l'ultimo prolungato periodo di relativa stabilità ha portato a ritenere che il rischio fosse diminuito in modo permanente. Ne è scaturita la disponibilità ad acquisire e cedere rischio a poco prezzo. Ma, come abbiamo imparato

³ La sezione che segue presenta una sintesi di quanto discusso in BRI, *79ª Relazione annuale*, giugno 2009, Capitolo I.

pagando un costo sociale elevato, questi diffusi metodi statistici sono particolarmente inadatti a valutare eventi di vasta portata e bassa frequenza. Essi funzionano nel modo peggiore proprio quando ne avremmo maggiormente bisogno.

L'inadeguatezza della governance nell'ambito della gestione dei rischi ha creato problemi addizionali⁴. Gli addetti ai rischi hanno l'ingrato compito di dire ai *trader* quando devono fermarsi. La mancanza di sostegno dell'alta direzione, tuttavia, ha relegato la loro funzione in secondo piano.

Infine, il sistema regolamentare è risultato troppo indulgente e, nel caso di alcune attività, troppo facile da eludere. Un eccessivo affidamento delle autorità di regolamentazione e di vigilanza sulla disciplina di mercato (compresa quella teoricamente imposta dalle agenzie di rating) ha condotto in alcuni paesi al centro del sistema finanziario internazionale all'applicazione di un regime regolamentare estremamente "leggero". Allorché anche questo regime, per quanto leggero, è risultato troppo oneroso, le società finanziarie non hanno avuto difficoltà a trasferire alcune operazioni al di fuori del perimetro regolamentare. Di conseguenza, combattendo le battaglie sbagliate, o non combattendo affatto, le autorità di regolamentazione e di vigilanza hanno permesso con la loro debolezza l'accumularsi di quantità enormi di rischio.

Cause macroeconomiche

Le cause macroeconomiche della crisi sono riconducibili a due ampie categorie: i problemi legati all'accumulo di squilibri nelle posizioni creditorie internazionali e le difficoltà create dal prolungato periodo di bassi tassi di interesse reali.

Il persistere di ingenti avanzi e disavanzi di conto corrente ha generato flussi netti di capitali dalle economie emergenti povere di capitale a quelle industriali ricche di capitale per gran parte del decennio precedente la crisi. Le varie opinioni sull'origine di tali flussi e del conseguente accumulo di attività transfrontaliere – eccesso di domanda interna in alcune importanti economie avanzate, sovrabbondanza di risparmio, scarse opportunità di investimento, domanda di attività internazionali a basso rischio a fini di diversificazione dei portafogli, costituzione di uno scudo di riserve da parte delle economie emergenti – sono di importanza secondaria. Il punto è piuttosto che il rapporto simbiotico fra la crescita trainata dalle esportazioni in un gruppo di paesi e quella trainata dalla leva finanziaria in un altro ha generato ampi flussi lordi e ingenti posizioni creditorie dei residenti dei paesi esportatori verso i residenti dei paesi importatori. Tali flussi e posizioni hanno contribuito a un'errata valutazione delle attività e alla diffusione della crisi a livello mondiale.

La seconda serie di cause macroeconomiche va ricercata nel prolungato periodo di tassi ufficiali e rendimenti a lungo termine bassi in termini reali iniziato nel 2001. Esso ha prodotto vari effetti importanti, fra cui il boom del credito alle famiglie in molte economie avanzate, che ha alimentato in alcuni casi ascese chiaramente insostenibili dei prezzi delle abitazioni, o ancora la

⁴ Counterparty Risk Management Policy Group, *Containing systemic risk: the road to reform*, rapporto del CRMPG III, 6 agosto 2008.

ricerca di rendimento, la quale ha indotto gli investitori istituzionali ad accollarsi rischi addizionali rilevanti che pure avrebbero permesso loro di conseguire sovrarendimenti solo modesti.

Come affrontare le cause della crisi

Se si vuole che il sistema finanziario poggi su basi più solide, le cause della crisi finanziaria internazionale devono guidare l'impostazione delle riforme da attuare. Per formulare prescrizioni efficaci è pertanto essenziale che da tali cause vengano tratte le conclusioni corrette. Si potrebbe in effetti desumere dalla crisi che certe operazioni, come la cartolarizzazione o la negoziazione al di fuori di mercati regolamentati, e certi strumenti finanziari, come le *collateralised debt obligation* e i *credit default swap*, vadano bandite al fine di evitare un nuovo collasso. Ma quand'anche ciò fosse possibile, non è combattendo la battaglia più recente che si vincerà la prossima. Occorre piuttosto adottare un approccio flessibile e lungimirante volto ad affrontare le esternalità che hanno permesso a determinati tipi di operazioni di infliggere danni sistemici. Anziché perseguire l'obiettivo irrealistico di debellare le crisi, è necessario cercare di ridurre sia la loro probabilità sia la loro gravità.

Come già discusso nella Relazione annuale dello scorso anno, la costruzione di un sistema finanziario più resiliente richiede che vengano affrontati i rischi derivanti da due tipi di esternalità: il primo è il fallimento congiunto dovuto a esposizioni comuni (gli intermediari sono tutti esposti allo stesso rischio) e interconnessioni (gli intermediari sono inestricabilmente collegati gli uni agli altri), il secondo è la prociclicità⁵. Le due sezioni che seguono sintetizzano e inquadrano le principali riforme necessarie a fronteggiare tali esternalità (cfr. inoltre la tabella I.1).

La ricetta: ridurre i rischi derivanti da esposizioni comuni e interconnessioni

Un insieme di nuove e migliori regole intese a contenere il rischio sistemico derivante dalle esposizioni comuni e dalle interconnessioni deve agire su due fronti: attenuare il rischio di fallimento a livello di singoli intermediari e ridurre le probabilità di un collasso del sistema.

Riduzione della probabilità di singoli fallimenti

La probabilità di fallimento di una società finanziaria può essere attenuata mediante vari strumenti che: 1) influenzino le dimensioni, la composizione e la rischiosità del suo bilancio; 2) migliorino il governo societario e gli incentivi dei dirigenti; 3) rafforzino la disciplina di mercato. Se utilizzati congiuntamente e in modo appropriato, questi strumenti potranno ridurre l'assunzione di rischio, aumentare la capacità degli intermediari di assorbire le perdite e rendere meno probabile l'eventualità di dissesti.

⁵ BRI, 79ª Relazione annuale, giugno 2009, Capitolo VII.

In riferimento alla prima serie di obiettivi, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha raccomandato quattro misure afferenti i bilanci, che dovrebbero tutte indurre le banche a munirsi di una dotazione di capitale e di liquidità che rispecchi meglio le rispettive esposizioni al rischio⁶.

La prima delle misure proposte dal CBVB intende accrescere la quantità e la qualità del patrimonio delle banche affinché esse possano fronteggiare meglio riduzioni inattese del valore degli attivi.

La seconda è diretta a prevenire situazioni di illiquidità, limitando sia la portata della trasformazione delle scadenze nei bilanci delle banche (il finanziamento a breve di crediti a lunga), sia il ricorso alla raccolta all'ingrosso. Al riguardo, vale la pena di sottolineare una cosa ovvia, ossia che quanto più una banca si avvale della trasformazione delle scadenze, tanto più essa risulta illiquida. Come ha dimostrato la recente crisi, in situazioni di stress la liquidità è importante almeno quanto il capitale, specie per gli istituti che si finanziano nei mercati internazionali o che operano in più giurisdizioni.

La terza proposta migliora la copertura dei rischi in ordine alle esposizioni creditorie di controparte derivanti da strumenti derivati, transazioni pronti contro termine, prestiti di titoli e operazioni complesse di cartolarizzazione.

Infine, la quarta proposta integra l'applicazione di coefficienti patrimoniali complessi ponderati per il rischio con un presidio supplementare sotto forma di limite al grado di leva finanziaria. Poiché la leva amplifica non solo i profitti ma anche le perdite, essa accresce il rischio di fallimenti durante le fasi congiunturali sfavorevoli⁷.

Alcune giurisdizioni, fra cui la Svizzera e più di recente l'Irlanda, hanno iniziato a prescrivere requisiti patrimoniali più stringenti e indici di leva finanziaria alle proprie banche⁸. Le autorità di Regno Unito e Stati Uniti si sono mosse in maniera sostanzialmente analoga attraverso il ricorso a prove di stress. Seguendo una tendenza che rinforza queste iniziative, molti istituti, in previsione di requisiti simili e di riflesso alle istanze degli investitori, sono già stati indotti a potenziare sensibilmente la propria base di capitale.

La seconda serie di strumenti tesi a ridurre il rischio di fallimento dei singoli intermediari concerne la governance e gli incentivi dei dirigenti. Le

⁶ Nel dicembre 2009 il CBVB ha pubblicato due documenti fondamentali che delineano le proposte mirate a rafforzare la regolamentazione in materia di patrimonio e di liquidità, fra cui una serie di misure per accrescere la qualità, la coerenza e la trasparenza della base patrimoniale (*Strengthening the resilience of the banking sector* e *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, documenti a fini di consultazione, 17 dicembre 2009). Analogamente, l'International Accounting Standards Board ha proposto un sistema di accantonamento più lungimirante (IASB, *Financial Instruments: amortised cost and impairment*, bozza espositiva ED/2009/12, novembre 2009).

⁷ La presente trattazione è incentrata sulle banche, ma sono parimenti in corso iniziative volte a ridurre la probabilità di fallimento di altri tipi di società finanziarie. Ne è un esempio Solvibilità 2, il quadro regolamentare internazionale predisposto dalle autorità di vigilanza assicurativa, già entrato in vigore nell'Unione europea.

⁸ Nel novembre 2008 l'autorità di regolamentazione bancaria svizzera ha imposto a due delle maggiori banche di sua competenza l'adozione di *buffer* patrimoniali ciclici e limiti alla leva finanziaria. I requisiti di capitale previsti, che dovranno essere applicati entro il 2013, superano del 50-100% quelli fissati dal primo pilastro della normativa Basilea 2. Nel marzo 2010 l'autorità di regolamentazione finanziaria irlandese ha annunciato che entro la fine dell'anno le banche in Irlanda dovranno avere un patrimonio di base (*tier 1*) pari all'8%, costituito nella misura di 7 punti percentuali da capitale di qualità primaria (azioni ordinarie). Requisiti addizionali, specifici per ciascun istituto, saranno introdotti nel calcolo delle perdite future su prestiti.

autorità di vigilanza nazionali di molti paesi hanno intensificato l'attività di monitoraggio per assicurare una migliore gestione dei rischi presso le società finanziarie. Numerosi provvedimenti mirano a creare regimi speciali di risoluzione delle banche (compresi i cosiddetti "testamenti biologici"). Si auspica che queste misure serviranno anche ad accrescere la consapevolezza del management riguardo ai rischi presenti all'interno della propria azienda⁹. Iniziative collegate, volte ad allineare meglio le strutture retributive con una prudente assunzione di rischio, ridurranno gli incentivi perversi che inducono i dirigenti a incrementare i profitti a breve termine senza considerare i rischi di lungo periodo imposti all'impresa e al sistema¹⁰.

Inoltre, il CBVB sta lavorando alla preparazione di schemi intesi a perfezionare gli standard di vigilanza, i metodi di valutazione, i requisiti di liquidità e le prove di stress. Una maggiore adesione ai principi internazionali di vigilanza e regolamentazione è certamente il primo passo da compiere. Nel gennaio 2010 l'FSB ha pubblicato a questo proposito un quadro di riferimento attualmente in corso di adozione. Esso contempla tre elementi principali: la guida attraverso l'esempio, la valutazione tra pari (*peer review*) in seno all'FSB e la promozione su scala mondiale dell'osservanza degli standard finanziari internazionali.

La terza serie di strumenti persegue una maggiore trasparenza al fine di rafforzare la disciplina di mercato. Ad esempio, le modifiche dello schema di regolamentazione Basilea 2 pubblicate dal CBVB nel luglio 2009 affrontano le lacune individuate nell'informativa sulle esposizioni bancarie connesse con la cartolarizzazione¹¹. Fra le altre misure in questo ambito figurano le iniziative dello IASB e del Financial Accounting Standards Board volte a rafforzare l'armonizzazione internazionale dei principi contabili, l'attuazione delle regole proposte dalla International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in risposta all'esigenza di sottoporre le agenzie di rating a standard e controlli più stringenti, e più in generale i provvedimenti diretti a migliorare la pubblicità delle informazioni.

Riduzione della probabilità di fallimenti sistemici

Volere eliminare indebiti fattori di instabilità nella struttura dei singoli intermediari nei modi sopra descritti non significa auspicare un sistema in cui i singoli intermediari non possano fallire¹². Quel che non si vuole è un sistema in

⁹ Regimi speciali di risoluzione per le società finanziarie di grandi dimensioni sono stati proposti o introdotti in varie giurisdizioni, fra cui Germania, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera. È inoltre al vaglio l'introduzione di schemi di risoluzione internazionale, come si vedrà più avanti.

¹⁰ Il Financial Stability Board (FSB) ha presentato a questo proposito una serie di linee guida per la riforma degli assetti regolamentari e di vigilanza. Cfr. *FSB principles for sound compensation practices – implementation standards*, settembre 2009 (documento basato sul rapporto presentato nell'aprile 2009 dal Forum per la stabilità finanziaria, organismo predecessore dell'FSB). Nel documento *Thematic review of compensation*, marzo 2010, l'FSB passa in rassegna i progressi compiuti nell'attuazione dei principi proposti.

¹¹ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Enhancements to the Basel II framework*, revisione del terzo pilastro, luglio 2009. L'FSB sta attualmente redigendo un rapporto di *peer review* sui progressi in materia di informativa sul rischio da parte degli operatori.

¹² Nondimeno, nelle economie minori con un ristretto numero di intermediari, tutti di rilevanza sistemica, l'unica opzione consiste nell'eliminare pressoché ogni possibilità di fallimento.

cui più intermediari possono fallire simultaneamente, sia perché presentano esposizioni al rischio comuni, sia perché uno di essi ha dimensioni o interconnessioni tali per cui il suo fallimento provoca insolvenze a catena, e quindi un dissesto di portata sistemica.

Il problema delle esposizioni comuni è relativamente semplice. Un sistema finanziario popolato da numerosi intermediari di piccole dimensioni ma identici è tanto soggetto a tracolli quanto un sistema in cui opera un numero ristretto di colossi finanziari. Pertanto, per evitare l'una o l'altra fonte di vulnerabilità, in linea di principio le autorità di regolamentazione e vigilanza dovranno soltanto assicurare che gli intermediari non siano tutti ugualmente soggetti agli stessi fattori di stress.

Ben più difficile è evitare che una singola società finanziaria dia origine a una catena di fallimenti. A questo fine è necessario: 1) ridurre la rilevanza sistemica degli intermediari finanziari; 2) minimizzare le possibilità di contagio in caso di fallimento di un intermediario, assicurando che i connessi costi ricadano sui detentori delle sue passività non garantite; 3) ricondurre tutte le società e le attività finanziarie di rilevanza sistemica entro il perimetro regolamentare, e fare in modo che non ne fuoriescano. In ciascuno di questi tre ambiti si stanno compiendo progressi, sia attraverso la regolamentazione e la vigilanza sui singoli intermediari (spesso muovendo verso l'auspicata adozione di un approccio macroprudenziale), sia attraverso la riforma dell'infrastruttura di mercato.

Riduzione della rilevanza sistemica. Il primo compito, ossia evitare che una società finanziaria raggiunga dimensioni o un grado di interconnessione tali da rendere intollerabile il suo fallimento, significa affrontare i rischi sistemici che crea tale eventualità. Il rischio sistemico è paragonabile all'inquinamento. Così come esistono vari modi per dissuadere la gente dal disperdere i rifiuti nell'ambiente, vi sono vari modi per dissuadere le società finanziarie dal contribuire al rischio sistemico. Fra di essi figurano i vincoli operativi e le politiche di prezzo.

Per quel che riguarda i vincoli operativi, le autorità stanno contemplando l'adozione di regole che limiterebbero in vario modo l'ambito di attività delle società finanziarie o semplicemente la dimensione dei loro impieghi. Un esempio del primo tipo è la cosiddetta proposta Volcker, che proibirebbe alle banche di deposito situate negli Stati Uniti di esercitare attività di negoziazione in proprio¹³.

Quanto alle politiche di prezzo, le banche e gli altri intermediari potrebbero essere chiamati a pagare per il privilegio di generare rischio sistemico. Fra i diversi approcci possibili, il migliore appare quello di un requisito patrimoniale sistemico sotto forma di coefficiente di capitale o di liquidità. Esso costringerebbe gli istituti di rilevanza sistemica a detenere una quota relativamente maggiore di patrimonio e di mezzi liquidi, abbassando in tal modo la loro probabilità di fallimento. In teoria un sistema di tassazione potrebbe conseguire gli stessi obiettivi e avere la stessa incidenza del requisito

¹³ Dichiarazione di Paul A. Volcker dinanzi al Committee on Banking, Housing and Urban Affairs del Senato statunitense, Washington D.C., 2 febbraio 2010.

sistemico, ma le complicazioni pratiche di questa soluzione ne riducono l'attrattiva¹⁴.

Contenimento dei costi di risoluzione e dei contagi. Limitare la rilevanza sistemica degli intermediari contribuirebbe ad assolvere il secondo compito, quello di contenere il contagio facendo sì che la totalità dei costi del fallimento di un intermediario ricada sui detentori delle sue passività. A tal fine occorre, ancor prima del verificarsi di un fallimento, che si sappia individuare all'interno del sistema dove è concentrato il rischio e che si disponga di procedure solide e trasparenti di risoluzione. Il compito presenta evidenti risvolti internazionali, nonché implicazioni per l'infrastruttura dei mercati finanziari per quanto riguarda la questione della trasparenza.

Come insegna la recente crisi, i procedimenti di risoluzione devono prevedere modalità di gestione delle crisi a livello internazionale se si vuole sperare di contenere gli effetti di contagio derivanti dal fallimento di società finanziarie di grandi dimensioni con operatività transfrontaliera¹⁵. L'apprestamento di misure volte a coordinare la vigilanza su tali istituti, così da assicurare coerenza nell'azione delle varie autorità nazionali, permetterà ai regolatori di intervenire in anticipo su un'eventuale crisi.

Un progetto congiunto dell'FSB, del CBVB e dell'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS) intende promuovere a livello internazionale la creazione di collegi dei supervisori, ossia di organi che riuniscano le autorità nazionali competenti per coordinare le attività di sorveglianza sulle grandi società finanziarie con operatività transfrontaliera. La Commissione europea ha già previsto un sistema di questo tipo in seno all'Unione europea¹⁶.

Per quanto riguarda le implicazioni per l'infrastruttura di mercato, va rilevato che nella finanza le asimmetrie informative sono il combustibile che alimenta il panico. Nella crisi del 2007-09 il contagio fu innescato dall'incertezza riguardo alle esposizioni delle controparti, ossia dal non sapere chi avrebbe sopportato le eventuali perdite. La trasparenza e l'informazione sono pertanto due elementi chiave di qualsiasi soluzione, anche per i mercati. Una delle riforme fondamentali dell'infrastruttura di mercato, semplice concettualmente ma complessa sul piano tecnico, consiste nell'istituire controparti centrali (CC) e nel prescrivere che una quota maggiore di contrattazioni si svolga nelle borse ufficiali. Il passaggio da un sistema *over the counter* (OTC),

¹⁴ Una terza possibilità, assai meno attraente, è quella di tassare a posteriori tutti gli intermediari per i costi che i fallimenti di grandi dimensioni accollano alle finanze pubbliche. Una tassa di questo tipo, tuttavia, non crea alcun disincentivo efficace all'assunzione di rischi addizionali.

¹⁵ Varie iniziative sono state intraprese per affrontare tale problema. Nel marzo 2010 il CBVB ha pubblicato una serie di raccomandazioni. Un gruppo di lavoro dell'FSB sta esaminando la risoluzione di imprese finanziarie nel quadro degli ordinamenti nazionali esistenti e il modo in cui tali ordinamenti interagirebbero; l'FSB prevede di emanare entro l'ottobre di quest'anno una serie di principi per la loro armonizzazione. Anche l'FMI sta valutando i mezzi per garantire un'efficace risoluzione delle imprese finanziarie con operatività transfrontaliera.

¹⁶ In base alla versione emendata della direttiva sui requisiti patrimoniali del 2009 tutti i gruppi bancari internazionali europei dovranno dotarsi di un collegio dei supervisori entro la fine del 2010; la direttiva Solvibilità 2 stabilisce inoltre che vengano istituiti collegi dei supervisori per tutti i gruppi assicurativi internazionali entro la fine di ottobre 2012.

essenzialmente bilaterale, a un sistema incentrato su una CC presenta una serie di chiari vantaggi: migliora la gestione del rischio di controparte, poiché la CC funge da contraente per entrambi i lati di ogni transazione; semplifica e facilita la compensazione multilaterale delle esposizioni e dei pagamenti; accresce la trasparenza rendendo accessibili alle autorità e al pubblico le informazioni sull'attività e le esposizioni di mercato, in termini sia di prezzi sia di volumi¹⁷.

I legislatori e i regolatori sono ben consapevoli dei vantaggi che presentano le CC, la compensazione centralizzata e la negoziazione su mercati regolamentati, e stanno compiendo progressi significativi nel realizzare le opportune riforme atte ad accrescere la sicurezza sistemica¹⁸.

Creazione di un perimetro regolamentare ampio. Il terzo compito, ovvero includere e mantenere entro il perimetro regolamentare tutti gli intermediari e le attività finanziarie di rilevanza sistemica, discende dagli insegnamenti tratti a caro prezzo dalla crisi. In questo ambito sono stati fatti alcuni passi avanti; ad esempio, il Joint Forum ha raccomandato una vasta gamma di misure che affrontano il problema della coerenza e della copertura regolamentare riguardo a vari settori e prodotti finanziari¹⁹. Molto resta tuttavia da fare.

La ricetta: ridurre la prociclicità

Come già accennato, prescrivere una ricetta per aumentare la resilienza del sistema finanziario significa affrontare i rischi derivanti da due tipi di esternalità. Del primo tipo, ossia il fallimento congiunto di più intermediari dovuto alle esposizioni comuni e alle interconnessioni, si è già parlato. Il secondo, la prociclicità, attiene agli effetti amplificatori di retroazione fra il sistema finanziario e l'economia reale. I termini fondamentali del problema sono di immediata comprensione. Allorché l'economia è in espansione, il credito diviene generalmente più facile e meno oneroso. Le banche abbondano

¹⁷ Per maggiori dettagli, cfr. S. Cecchetti, J. Gyntelberg e M. Hollanders, "L'uso di controparti centrali nella negoziazione di derivati *over-the-counter*", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2009, pagg. 45-58 (testo integrale disponibile solo in inglese).

¹⁸ Sono stati compiuti vari passi avanti verso un maggiore ricorso alle CC, fra cui: l'istituzione di un forum dei regolatori per gli strumenti derivati OTC nel settembre 2009; sempre nel settembre scorso l'impegno assunto dai principali *dealer* in derivati del G15 a raggiungere determinati livelli obiettivo di compensazione centralizzata dei derivati di credito OTC; le raccomandazioni formulate nel gennaio 2010 dal Joint Forum delle autorità di regolamentazione bancaria, assicurativa e mobiliare al fine di rafforzare la sorveglianza prudenziale sui prodotti per il trasferimento del rischio di credito; i nuovi standard in materia di CC volti a fronteggiare meglio i rischi insiti nella compensazione dei derivati OTC, pubblicati nel maggio 2010 dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e dalla IOSCO; le proposte del CBVB per un adeguamento dei coefficienti patrimoniali che incentivi il passaggio da esposizioni OTC a esposizioni verso le CC; e infine i progetti di riforma legislativa in Europa e negli Stati Uniti.

¹⁹ Nel gennaio 2010 il Joint Forum ha pubblicato il rapporto *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation: key issues and recommendations*. Nel documento si raccomanda una serie di misure volte a migliorare l'adeguatezza del perimetro regolamentare, fra cui: l'armonizzazione della regolamentazione nei settori bancario, assicurativo e mobiliare; il potenziamento della vigilanza e della regolamentazione dei gruppi finanziari, in particolare di quelli con attività transfrontaliera; l'elaborazione di standard coerenti e rigorosi per l'erogazione dei mutui ipotecari; l'inclusione nel perimetro regolamentare delle attività degli hedge fund; il rafforzamento della sorveglianza regolamentare sui prodotti per il trasferimento del rischio di credito.

di fondi e di capitale, i mutuatari godono di un più elevato merito di credito e le garanzie hanno maggior valore. In fase di contrazione le condizioni si invertono: le banche sono costrette ad assorbire perdite impreviste che ne intaccano il capitale, costringendole a ridurre l'erogazione di prestiti; il merito di credito dei mutuatari peggiora; il valore delle garanzie si riduce.

Le autorità monetarie e prudenziali stanno lavorando all'elaborazione di stabilizzatori automatici destinati a integrare la politica monetaria discrezionale al fine di ridurre i naturali effetti di amplificazione agenti all'interno del sistema finanziario. Come si vedrà in dettaglio nel Capitolo VII, questi stabilizzatori costituiscono un elemento basilare di un quadro di politica macroprudenziale. Essi includono: *buffer* patrimoniali calibrati in funzione dei livelli aggregati del credito in rapporto all'attività economica, in modo da aumentare nelle fasi di espansione e diminuire in quelle di contrazione; accantonamenti riferiti all'intero ciclo economico (*through the cycle*); impiego da parte dei prestatori di prassi più stabili lungo l'arco del ciclo nell'applicazione dei margini e degli scarti di garanzia. Dei *buffer* patrimoniali e degli accantonamenti *through the cycle* si sta attualmente occupando il CBVB, mentre le prassi in materia di margini e scarti di garanzia formano l'oggetto di un recente rapporto stilato dal Comitato sul sistema finanziario globale²⁰. Il Capitolo VII tratta inoltre dei diversi strumenti prudenziali anticiclici in corso di elaborazione, fra cui la modulazione dei massimali al rapporto fra ammontare del prestito e valore della garanzia e l'imposizione di limiti ai disallineamenti valutari.

Le riforme: i principali ambiti in cui l'opera resta incompiuta

Le autorità hanno realizzato progressi significativi verso la creazione di un sistema finanziario più stabile. Le riforme in corso vanno attuate e rese cogenti. Occorre tuttavia di più. Sul fronte della regolamentazione, mentre prosegue il lavoro sugli intermediari, è necessario dedicare maggiore attenzione agli strumenti e ai mercati. Andrebbero poi raddoppiati gli sforzi tesi a garantire che il perimetro regolamentare resista bene di fronte agli inevitabili tentativi di eluderlo. Occorre inoltre riconoscere più chiaramente che una migliore regolamentazione da sola non basta: le politiche macroeconomiche hanno un ruolo cruciale da svolgere, e il loro quadro di riferimento andrà ampliato se si vorrà realizzare il sistema finanziario più stabile di cui vi è bisogno.

Come affermato lo scorso anno, l'edificazione di un sistema finanziario più sicuro presuppone che si sappia individuare e mitigare il rischio sistemico in tutte e tre le componenti principali del sistema, vale a dire gli strumenti e i mercati, oltretutto gli intermediari²¹. Ognuna di queste componenti dovrà essere resa più sicura e trasparente senza con ciò ostacolare l'innovazione creatrice di produttività o la funzione essenziale da esse svolta nel migliorare l'efficienza allocativa dell'economia. Per quanto riguarda i mercati, le iniziative dirette a introdurre la compensazione e il regolamento centralizzati per i

²⁰ Comitato sul sistema finanziario globale, "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", *CGFS Papers*, n. 36, marzo 2010.

²¹ BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, Capitolo VII.

derivati OTC rappresentano un utile miglioramento dell'infrastruttura e un primo passo verso la prescrizione di un obbligo di negoziazione in borse organizzate.

Quanto agli strumenti, come detto nella passata Relazione annuale, una strada percorribile per contemperare innovazione e sicurezza consiste nel richiedere una qualche forma di registrazione dei prodotti che ne disciplini l'accesso da parte degli investitori in base al grado di sicurezza. In questa direzione muovono le iniziative volte a migliorare la standardizzazione e la documentazione degli strumenti, comprese quelle che facilitano il ricorso a una controparte centrale, nonché a informare meglio i consumatori grazie a più rigorosi requisiti di pubblicità sui prodotti di investimento. Esse dovrebbero nondimeno essere solo l'inizio di una riforma di più vasta portata.

In un'economia dinamica basata sul mercato, dove l'incentivo primario è quello di accrescere la redditività, vi è da attendersi che ogniqualvolta e ovunque ne abbiano la possibilità le imprese finanziarie cerchino di mettere alla prova i limiti della norma e di sfuggire al perimetro regolamentare, oppure di trasferire parte dell'operatività al suo esterno. Pur senza soffocare l'innovazione, i regolatori devono fare in modo che le prescrizioni di base si applichino anche alle nuove forme di attività. In altre parole, si dovrà impedire a tutte le imprese finanziarie di rilevanza sistemica – prescindendo dalle loro dimensioni o dalla loro forma giuridica – di sottrarsi al controllo e all'azione delle autorità di regolamentazione e di vigilanza. Ciò vale in particolar modo per la vigilanza macroprudenziale che, come ha dimostrato la crisi, deve sempre rimanere all'erta contro le minacce per la stabilità che possono sorgere in angoli remoti del sistema finanziario.

Le riforme regolamentari, tuttavia, non bastano da sole a conseguire la stabilità finanziaria. Anche le politiche monetaria e di bilancio hanno un ruolo in questo ambito, ma affinché esse possano svolgerlo occorre che il loro quadro di riferimento si basi su valutazioni di più ampio respiro e più lungimiranti. Come sottolineato nel Capitolo VII, la manovra dei tassi di interesse e le politiche prudenziali anticicliche sono strumenti che si completano a vicenda nella realizzazione di un sistema finanziario più resiliente. D'altra parte, una migliore consapevolezza delle implicazioni dei tassi di interesse per i prezzi delle attività e l'indebitamento non significa rinunciare ai tradizionali obiettivi della banca centrale. Al contrario, le politiche monetaria e prudenziale sono partner essenziali nel perseguimento di una crescita elevata e stabile.

Sul fronte della politica di bilancio, le riforme dovranno consentire alle autorità di compensare i disavanzi delle fasi recessive con gli avanzi costituiti durante le fasi espansive, pur conservando un congruo margine di manovra per le situazioni di emergenza.

In aggiunta, le autorità nazionali devono essere consapevoli di operare in un contesto globale. Per molte economie emergenti, ciò significa agire sapendo che i flussi di capitali possono essere destabilizzanti, che l'accumulo di riserve valutarie non è una panacea e che una crescita trainata dalle esportazioni con persistenti sbilanci di conto corrente non può continuare indefinitamente. Ma soprattutto, come conclude il Capitolo IV, che al fine di promuovere un ordinato aggiustamento macroeconomico e una crescita mondiale equilibrata

non vi sono alternative a una politica monetaria più restrittiva e una maggiore flessibilità del tasso di cambio.

Conclusioni

Le turbative finanziarie della prima metà del 2010 hanno messo in risalto la fragilità del sistema finanziario del mondo industriale: uno shock di dimensioni anche modeste rischia di farci rivivere gli accadimenti di fine 2008-inizio 2009. La crisi del debito sovrano greco sta chiaramente ostacolando l'incipiente ripresa dell'Europa dalla recessione provocata dalla crisi precedente.

Diversamente da allora, tuttavia, il margine di manovra disponibile è pressoché nullo. I tassi ufficiali sono già a zero e i bilanci delle banche centrali sovradilatati. Sebbene il debito del settore privato abbia cominciato a calare, quello del settore pubblico ne ha preso il posto, e in molti paesi le finanze dello Stato hanno già imboccato un sentiero insostenibile. In breve, la politica macroeconomica si trova oggi in una situazione assai peggiore di quella di tre anni fa, con scarsi mezzi per combattere un'altra crisi: qualora si ripresentasse un'emergenza sarebbe infatti difficile trovare le risorse per un'ulteriore azione di contrasto. Per le politiche macroeconomiche la priorità è pertanto quella di riacquistare la capacità di reagire alle crisi economiche e finanziarie riportandosi su sentieri sostenibili.

Sul fronte della politica di bilancio, il sostanziale risanamento dei conti pubblici urgentemente necessario in vari paesi industriali dovrebbe in genere assumere due forme: una riduzione degli squilibri attuali, e interventi atti ad assicurare la sostenibilità dei bilanci nel lungo periodo. Sul fronte della politica monetaria, è possibile che la fragilità della macroeconomia ritardi l'inasprimento. Tuttavia, le autorità non dovrebbero perdere di vista i rischi per la stabilità finanziaria e macroeconomica insiti in un lungo periodo di tassi di interesse estremamente bassi. Gli effetti collaterali continueranno a cumularsi, finendo per rafforzare proprio quei fattori che avevano originariamente concorso alla fragilità del sistema finanziario, rendendolo più soggetto a crisi.

Il completamento delle riforme del sistema finanziario, specie di quelle in grado di accrescerne rapidamente la resilienza, è divenuto ancora più impellente. Tali riforme possono infatti fornire al sistema finanziario una linea di difesa immediata nell'eventualità di una nuova crisi. Per giunta, agire ora per migliorare la base patrimoniale e la liquidità dei bilanci bancari non pregiudicherà la ripresa dell'economia. Al contrario, accrescendo la solidità degli intermediari, promuoverà una ripresa sostenibile.

Queste iniziative permetteranno di avvicinarsi all'obiettivo a lungo termine di ridurre la probabilità e la gravità delle crisi future. Per ultimare l'opera sarà necessario porre mano senza indugi alle restanti riforme, ossia creare un perimetro regolamentare impermeabile che includa tutte le imprese finanziarie di rilevanza sistemica, correggere le debolezze sistemiche nell'infrastruttura di mercato e negli strumenti finanziari, e integrare le considerazioni di stabilità finanziaria negli schemi di riferimento delle politiche macroeconomiche.