

L'attuale crisi e oltre
Intervento di Mario Draghi
Simposio della Federal Reserve Bank di Kansas City
Jackson Hole, 22 agosto 2008

Dopo oltre un anno vissuto nella più impegnativa crisi finanziaria dei nostri tempi, ci troviamo oggi a dover fronteggiare una complessa e intrecciata combinazione di inflazione crescente, calo della crescita, restrizioni delle condizioni del credito, diffuse tensioni di liquidità che pervadono l'industria mondiale dei servizi finanziari. Le autorità stanno utilizzando una gamma di strumenti a loro disposizione per affrontare tali sfide. Ma la crisi ha mostrato, insieme con la mancanza di autodisciplina del settore privato e con debolezze nel contesto regolamentare, alcune nuove interrelazioni che richiedono un'azione simultanea su tutti questi fronti. E questo complica ulteriormente i nostri compiti.

Tuttavia, mentre elaboriamo le risposte a queste sfide, abbiamo anche bisogno di fare un passo indietro ed esaminare come siamo giunti alla situazione attuale. In linea generale, sta ormai diventando evidente che la trasformazione subita negli ultimi anni dall'industria dei servizi finanziari non è stata valutata appieno, come meritava, nelle sue implicazioni per l'attività di politica monetaria e di regolamentazione. Come è stato detto giustamente da Adrian e Shin nel lavoro presentato stamattina, questa è stata la prima crisi dell'era delle cartolarizzazioni. Per un lungo periodo di tempo, bassi tassi di interesse e bassa volatilità hanno gonfiato i bilanci e la leva finanziaria sia delle istituzioni finanziarie regolamentate sia di quelle non regolamentate. Ma non tutte, ovviamente, sono state in grado di reggere l'improvviso cambiamento delle condizioni finanziarie, amplificato dalla leva finanziaria che avevano accumulato. Gli operatori non hanno saputo gestire, misurare e rendere noti al pubblico i rischi in maniera adeguata (come sempre accade, poi, ignoranza, ingordigia o arroganza hanno fatto la loro parte). Ma sono proprio quelli i campi in cui, col senno di poi, le autorità di regolamentazione sarebbero dovute intervenire, rispondendo alle esternalità negative inflitte all'intero sistema finanziario da intermediari deboli, da problemi di agenzia che inducevano istituzioni finanziarie e investitori a un'eccessiva assunzione di rischi, da problemi di azione collettiva in aree quali gli investimenti in capacità e strutture per la gestione del rischio, le infrastrutture di mercato, il sostegno alla liquidità dei mercati finanziari e, sopra tutto, la trasparenza.

In termini ancora più generali, quello che colpisce se si passa in rassegna la nostra esperienza degli ultimi due o tre decenni è la tendenza reiterata

del sistema finanziario ad accumulare rischi e leva finanziaria per una serie di anni, per poi di colpo invertire la rotta e liberarsi dei rischi in maniera repentina e indiscriminata. Benché le attività finanziarie e i protagonisti coinvolti differiscano tra un ciclo e l'altro, così come i meccanismi scatenanti, i cicli finanziari hanno mostrato la tendenza comune a produrre distorsioni e perdite notevoli nell'economia reale, sia nelle fasi di espansione sia nelle successive fasi di restrizione. E ciò è avvenuto in maniera tanto più rilevante quanto maggiore era il grado di leva del sistema finanziario. Anche se non possiamo - né vorremmo - eliminare gli eccessi di ottimismo e di pessimismo che fanno parte della natura umana, dobbiamo affrontare alcune delle conseguenze pro-cicliche delle nostre stesse politiche.

Il convincimento del FSF, chiamato un anno fa dal G7 a stilare il primo rapporto in risposta alla crisi, è che - anche a causa di un insieme di incentivi perversi - la leva finanziaria abbia raggiunto un livello rivelatosi eccessivo in termini sia di capacità di gestione del rischio da parte di molte istituzioni, sia di capacità di apprezzamento della sua reale entità. Questi, di conseguenza, sono divenuti i capisaldi del nostro programma di lavoro: migliorare gli **incentivi** nel sistema, in modo tale che i rischi siano adeguatamente gestiti e le strutture di controllo del rischio tengano il passo con l'innovazione finanziaria; rafforzare la **solidità** del sistema agli shock, qualunque sia la loro provenienza; introdurre schemi per **limitare la ciclicità** dell'assunzione di rischio.

Il nostro scopo deve essere quello di realizzare un sistema che sia più immune dagli incentivi perversi che abbiamo visto in azione, nel quale la leva finanziaria sia minore, e dove le fonti della leva finanziaria e i rischi associati siano individuati e affrontati in maniera più efficace. I mutamenti regolamentari e di vigilanza devono andare di pari passo con l'accresciuta trasparenza delle esposizioni e delle valutazioni di rischio dell'intero sistema.

Permettetemi di iniziare dalle azioni per migliorare gli **incentivi**. Nel contesto del FSF, e in uno sforzo di collaborazione tra autorità di regolamentazione e di vigilanza nazionali e internazionali, abbiamo sollecitato la tempestiva attuazione di Basilea II, che allineerà più strettamente i requisiti patrimoniali ai rischi delle banche (un elemento su cui tornerò fra poco). Abbiamo anche raccomandato di rafforzare i criteri di Basilea II per quanto concerne l'entità dei requisiti patrimoniali per i rischi di credito nei portafogli di negoziazione, per le attività ri-cartolarizzate e per le linee di liquidità a supporto di società veicolo fuori bilancio. Abbiamo incoraggiato il Comitato di Basilea a rafforzare procedure e riserve (*buffers*) per la gestione della liquidità. Alle istituzioni finanziarie è stato

chiesto di meglio allineare la politica delle remunerazioni alla redditività a lungo termine dell'intera azienda. Un ventaglio di misure è stato proposto per disciplinare i comportamenti delle agenzie di rating e per ridurre l'affidamento delle autorità di regolamentazione sui rating, affinché gli investitori si impegnino con la dovuta diligenza in una effettiva valutazione del rischio invece di fare esclusivo assegnamento sui rating.

Abbiamo inoltre stilato varie raccomandazioni per migliorare le prassi in materia di trasparenza e di valutazione. Sono state delineate le prassi più importanti in materia di informativa esterna delle società finanziarie; le istituzioni finanziarie sono state sollecitate a utilizzarle nelle loro comunicazioni al mercato a partire dalla metà del 2008. L'International Accounting Standards Board, in seguito a una proposta del FSF, ha avviato il processo per lo sviluppo di nuove linee guida sulla valutazione degli strumenti illiquidi e sulla relativa diffusione di informazioni. Abbiamo anche richiamato le autorità che hanno il compito di definire gli standard contabili affinché operino una revisione degli standard per la cancellazione contabile delle attività finanziarie (*asset derecognition*) e per il consolidamento dei veicoli fuori bilancio. Abbiamo infine raccomandato che le autorità di regolamentazione del mercato mobiliare affrontino la questione degli incentivi nelle varie fasi del processo di cartolarizzazione e si impegnino ad aumentare le informazioni per gli investitori sui prodotti delle cartolarizzazioni e sulle attività sottostanti. Tali misure dovrebbero migliorare la capacità degli investitori e degli altri soggetti di ricostruire i rischi assunti dalle istituzioni finanziarie, accrescendo in tal modo l'efficacia della disciplina di mercato.

I progressi già realizzati testimoniano l'importanza che, in qualità di autorità finanziarie, attribuiamo a una struttura regolamentare più forte. Oltre a essersi formato un consenso a livello internazionale e intersettoriale sugli obiettivi da perseguire, il processo di sviluppo e di attuazione delle politiche si sta muovendo in modo coordinato e coerente, e più velocemente di quanto mai sperimentato in passato. A titolo illustrativo:

- Le autorità di vigilanza hanno proposto, a luglio, nuovi requisiti patrimoniali per le esposizioni creditizie nei portafogli di negoziazione delle banche e delle società di intermediazione mobiliare, e definiranno entro la fine di quest'anno gli aggiustamenti ai requisiti patrimoniali per "ricartolarizzazioni" e per strumenti per l'offerta di liquidità a breve termine.
- Nel mese di maggio il Comitato di Basilea ha pubblicato la nuova versione delle raccomandazioni sulla gestione del rischio di liquidità, che innalza in maniera sostanziale gli standard per la sana gestione e valutazione del rischio di liquidità, richiedendo fra l'altro alle banche di mantenere un robusto cuscinetto di attività liquide liberamente disponibili e

di alta qualità, come strumento di salvaguardia contro protratti periodi di tensione di liquidità.

- IOSCO e SEC hanno introdotto importanti cambiamenti ai requisiti rivolti alle agenzie di valutazione del merito di credito per affrontare il problema della qualità dei rating, unitamente ad alcune proposte sull'utilizzo di tali rating nell'ambito di direttive regolamentari.

In materia di trasparenza, nel corso dell'estate le maggiori banche hanno fatto uso delle nostre raccomandazioni sulla pubblicità delle informazioni per fornire notizie più esaurienti sulle proprie esposizioni e valutazioni di rischio.

- Anche lo IASB sta procedendo a stilare nuove linee guida sui nuovi standard per le valutazioni e i veicoli fuori bilancio, che dovremmo vedere nei prossimi mesi.

Molte altre iniziative sono in corso, parallelamente a un impegno complementare nel settore privato. Accogliamo con favore le raccomandazioni, e le relative assunzioni di responsabilità, che sono state adottate dall'Institute of International Finance (IIF), dal Counterparty Risk Management Policy Group, dall'American Securitization Forum e dallo European Securitization Forum.

Il nostro compito principale, come autorità, sarà quello di proseguire nell'impegno per la piena attuazione di queste e altre riforme, in particolare alla luce delle sfide a breve termine cui siamo esposti. I cambiamenti regolamentari dovranno essere introdotti gradualmente, in modo da evitare che gli aggiustamenti che essi comportano vadano ad aggravare quelli che il sistema già si trova a dover fronteggiare. Nessun allungamento dei tempi dovrebbe invece esservi per il rafforzamento della trasparenza informativa, compresa quella concernente le posizioni fuori bilancio, poiché esso è fondamentale per il ripristino della fiducia del mercato.

Anche se riusciremo effettivamente a porre rimedio a quei problemi di configurazione degli incentivi che hanno contribuito a generare eccessi, il nostro sistema finanziario non sarà risparmiato in futuro da insuccessi nella gestione dei rischi, da shock e da dissesti. Ciò richiede un rafforzamento della **solidità** del sistema, in termini sia di una migliore infrastruttura finanziaria, sia di maggiori capacità di assorbimento degli shock da parte delle istituzioni finanziarie.

A livello infrastrutturale, un sistema è solido quando è capace di sostenere gli effetti del fallimento di una grande istituzione finanziaria. Riducendo la centralità di ciascuna singola istituzione per la stabilità del sistema, una infrastruttura più robusta contribuirebbe anche a ridurre i problemi di *moral*

hazard. È assolutamente prioritario in quest'area affrontare i punti di debolezza dell'infrastruttura operativa dei mercati dei derivati *over-the-counter*, e il lavoro che in questo campo ha intrapreso la **Federal Reserve Bank** di New York dovrebbe riscuotere ovunque l'approvazione e il sostegno delle autorità competenti. È indispensabile anche rafforzare gli schemi per la risoluzione di crisi nazionali e *cross-border* in modo da permettere che istituzioni finanziarie indebolite, comprese quelle più grandi, possano essere lasciate fallire senza mettere a repentaglio il resto del sistema. Oltre a iniziative di riforma a livello nazionale da parte di alcuni paesi, attività sono in corso nell'ambito del FSF e del Comitato di Basilea per rafforzare la cooperazione *cross-border* tra autorità e la predisposizione di piani di emergenza per fronteggiare situazioni di crisi.

A livello di singola istituzione, migliorare la solidità significa garantire che le riserve patrimoniali e di liquidità abbiano dimensioni tali da permettere di resistere agli shock esterni, senza rendere obbligatori livelli di riserve che ostacolano l'efficienza e incoraggino arbitraggi regolamentari. La questione è complessa, poiché l'entità effettiva e quella appropriata delle riserve variano nel tempo in funzione del contesto di mercato e del contesto sistemico. Per quanto riguarda le riserve patrimoniali, non è ancora chiaro come, nel quadro di Basilea II, i livelli patrimoniali previsti dalle norme, quelli desiderati e quelli effettivi si muoveranno nel corso di un intero ciclo di mercato, ma esiste ora uno schema che permette di seguirne e valutarne l'evoluzione.

I requisiti minimi regolamentari sono solo uno dei fattori che determinano le decisioni delle aziende in materia di dotazioni patrimoniali. Il sistema bancario ha compiuto sforzi significativi per raccogliere nuovi capitali per soddisfare le esigenze previste relativamente ai livelli minimi, così come per rispondere alla necessità di assicurare i mercati. Le banche vedono chiaramente un beneficio nel mantenere livelli di capitalizzazione significativamente superiori ai minimi regolamentari, e i mercati (comprese le agenzie di rating) premiano il mantenimento di livelli patrimoniali robusti.

Una delle ragioni per le quali le banche mantengono questo margine è la sottostante incertezza sulle esposizioni al rischio, sulle valutazioni e sulle prospettive di profitto. Quando, come nella situazione attuale, tale incertezza aumenta, anche i margini richiesti dal mercato si accrescono. Fino a un certo punto, ciò è inevitabile. Ma per ridurre il rischio che la reazione del mercato induca le banche a innalzare i livelli di capitale (o a ridurre le esposizioni) in misura potenzialmente inefficiente durante una crisi sistemica, abbiamo bisogno ex ante di un quadro più robusto di quello attuale per la trasparenza delle esposizioni creditizie, così come per

quanto concerne accantonamenti, margini e riserve per fronteggiare le incertezze di valutazione.

La dimensione adeguata delle riserve di liquidità è ancora più difficile da disciplinare o da prevedere rispetto a quella delle riserve patrimoniali, data la natura imprevedibile degli shock che possono colpire la liquidità del mercato e delle fonti di finanziamento, e la comprensibile riluttanza delle autorità monetarie a fornire certezza assoluta sui modi e sui tempi per l'erogazione della liquidità nei casi di emergenza. Come per il patrimonio, tuttavia, una più ampia trasparenza ex ante sui metodi di gestione del rischio di liquidità delle banche, sulle riserve e sugli accordi a sostegno della liquidità dovrebbe contribuire a rassicurare gli investitori e le controparti, riducendo il rischio di improvvisi drenaggi di liquidità e l'incertezza che, nel corso dell'anno passato, ha condotto ad ampi e volatili premi di liquidità nei mercati di finanziamento interbancario.

Nel considerare le modalità con cui rafforzare le riserve di liquidità, più attenzione deve essere prestata a come favorire la formazione di riserve superiori ai minimi regolamentari nei momenti favorevoli, riconoscendo, al contempo, una maggiore flessibilità al sistema per utilizzare tali riserve quando sono largamente al di sopra di tali minimi. Sia le banche stesse, sia le loro controparti dovrebbero sentirsi più sicure circa la capacità delle banche di attingere a tali riserve in tempi difficili. Le banche saranno disponibili a farlo solo a patto che non temano di essere penalizzate dal mercato (considerazione che ci riporta all'importanza dei miglioramenti in materia di trasparenza). Se le banche sono in condizione di assicurare in maniera credibile mercati e autorità di regolamentazione che i rischi nelle valutazioni dei loro attivi e nelle prospettive di profitto sono ben gestiti e controllati, allora esse possono essere in grado di superare - durante le fasi cicliche recessive - una temporanea diminuzione dei livelli di capitale, finché essi rimangono al di sopra dei minimi regolamentari.

Le autorità sorveglieranno attentamente le condizioni dell'attività bancaria raccogliendo le informazioni necessarie a decidere quale sarà il momento migliore per introdurre più stringenti requisiti patrimoniali. Non graveremo indebitamente sulle istituzioni finanziarie durante la fase di aggiustamento, ma non perderemo nemmeno l'opportunità della successiva fase di calma dei mercati per rafforzare la struttura del sistema finanziario. Scandire nel tempo le riforme regolamentari, attenendosi poi strettamente a esse, contribuirà a ridurre la possibilità che la potenziale ciclicità del sistema sia accentuata dai requisiti patrimoniali.

Non vi è certo carenza di idee su come modificare i requisiti patrimoniali per attutirne la potenziale pro-ciclicità. Alcuni hanno sostenuto che un

sistema che adegua i minimi regolamentari al ciclo potrebbe contribuire a rafforzare il messaggio che le riserve devono essere costituite nei periodi favorevoli e che vanno utilizzate quando arrivano le avversità. In una certa misura, questo è già possibile nell'ambito del secondo pilastro di Basilea II. Una difformità eccessiva nell'attuazione a livello nazionale del secondo pilastro finirebbe tuttavia per creare problemi di trasparenza e di coerenza negli accordi regolamentari internazionali; ad essa andrebbero pertanto posti vincoli. Per essere credibile, un sistema discrezionale dovrebbe avere una portata limitata, essere pienamente trasparente e avere una generale coerenza tra paesi; eventuali riduzioni ad hoc e non coordinate dei requisiti minimi potrebbero apparire come forme di acquiescenza e fornire un segnale sbagliato circa la valutazione delle autorità sulla solidità complessiva del sistema.

È anche possibile prestare maggiore attenzione alla combinazione di strumenti patrimoniali a sostegno delle esposizioni al rischio delle banche. Potrebbe esservi spazio per migliorare la qualità del patrimonio quando le condizioni economiche sono favorevoli. Una politica complementare mirata al rafforzamento delle riserve potrebbe inoltre prendere in considerazione meccanismi per aumentare automaticamente il capitale delle banche in tempi difficili, come le obbligazioni *reverse convertible* proposte da Flannery o lo schema assicurativo proposto da Kashyap, Rajan e Stein. Molti aspetti delle loro caratteristiche finanziarie devono essere affrontati con attenzione affinché questi strumenti si rivelino effettivamente in grado di assicurare un'efficace disciplina delle banche, di generare un'adeguata domanda da parte degli investitori e di continuare a essere utilizzati in maniera affidabile anche in condizioni di mercato avverse. Tuttavia questi meccanismi potrebbero ridurre i problemi legati alle possibili interpretazioni negative da parte dei mercati di fronte a modifiche discrezionali dei minimi patrimoniali e ai tentativi delle stesse banche di raccogliere nuovo capitale. Un necessario complemento sarebbe uno schema di informativa esterna in materia di esposizione al rischio e dei relativi metodi di valutazione, che impedisca al mercato di interpretare l'attivazione delle clausole di conversione (o del contratto di assicurazione) quale avvio di un più ampio declassamento delle prospettive del sistema.

Riserve di capitale e di liquidità più solide e migliori incentivi per valutare e gestire il rischio dovrebbero aiutare a ridurre la **pro-ciclicità** del sistema finanziario; ancor più nella nuova configurazione dell'industria dei servizi finanziari, dovrebbero anche aiutare la politica monetaria a conseguire i suoi tradizionali obiettivi. Ma dovrebbe essere la stessa politica monetaria a includere nella sua funzione obiettivo lo stato di salute del sistema finanziario?

Come hanno fatto notare il Presidente Bernanke e altri, nel prendere decisioni di politica monetaria non possiamo permetterci di ignorare lo stato di salute dei mercati finanziari. È difficile non essere d'accordo con questa affermazione, ma nel renderla operativa dovremmo tuttavia considerare che essa può essere applicata con diversi gradi di intensità. Dobbiamo senza dubbio utilizzare gli aggregati monetari e creditizi che forniscono le migliori rappresentazioni delle condizioni finanziarie per una determinata struttura dell'industria dei servizi finanziari. Ma come andare oltre questo punto è questione di notevole complessità. Benché io condivida il giudizio sulla rilevanza del fine, dovrebbe essere chiaro che definire esattamente la funzione obiettivo è non solo analiticamente difficile, ma porrebbe anche serie sfide istituzionali. Per una banca centrale il cui mandato primario è solo quello di preservare la stabilità dei prezzi, adottare la stabilità finanziaria quale obiettivo ulteriore potrebbe introdurre un *trade-off* laddove oggi non esiste. In tempi di straordinaria volatilità e di repentina revisione del premio al rischio, il mantenimento della stabilità dei prezzi potrebbe in effetti essere il miglior contributo che la politica monetaria possa fornire al ritorno della stabilità finanziaria. Lo stesso resta vero in tempi di tranquillità, quando prolungati periodi di crescita a due cifre degli aggregati creditizi richiederebbero un'azione volta a proteggere la futura stabilità dei prezzi, anche in assenza di un pericolo immediato. In secondo luogo, posso solo far notare come sia difficile disporre di uno schema altrettanto chiaro e misurabile quanto quello di cui disponiamo oggi per le nostre politiche monetarie. La maggiore difficoltà che vedo, tuttavia, sta nella quantità di informazioni che sarebbero necessarie per gestire una politica monetaria che abbia tra i suoi obiettivi la stabilità finanziaria. In altre parole, dovremmo sapere dei settori regolamentati e di quelli non regolamentati dell'industria dei servizi finanziari almeno quanto sappiamo dell'inflazione e della produzione. Certo, qualora ci muovessimo in questa direzione, questa sarebbe anche l'area nella quale i benefici dell'aumentata trasparenza e delle interazioni con la politica di regolamentazione sarebbero maggiori.

Una bassa propensione al rischio e una progressiva riduzione della leva finanziaria caratterizzeranno probabilmente i prossimi anni, durante i quali le istituzioni finanziarie e le famiglie dovranno risanare i propri bilanci e gli squilibri macroeconomici interni ed esterni dovranno essere risolti. Non saranno aggiustamenti indolori. Assicurare che essi avvengano in maniera ordinata porrà importanti sfide ai *policymakers*: preservare la stabilità dei prezzi mentre si sostiene la crescita, e continuare a iniettare liquidità secondo le necessità di un'industria finanziaria che è ancora lontana dall'aver risolto i propri problemi, in presenza di forti pressioni

inflazionistiche e di un inasprimento delle condizioni del mercato del credito.

In queste circostanze, la politica monetaria non può essere l'unico strumento, e neppure lo strumento principale, per sostenere la ripresa dell'economia e del sistema finanziario. La politica di bilancio, nelle sue diverse configurazioni, avrà un ruolo chiave da svolgere. Altrettanto importante, tuttavia, sarebbe ricreare un ambiente ove le banche, durante l'attuale periodo di transizione, possano e vogliano ricorrere alle loro riserve per concedere prestiti e i mercati dei capitali possano e vogliano svolgere la loro funzione. Perché questo avvenga, devono essere affrontate in modo adeguato le incertezze sulle esposizioni al rischio e sulle valutazioni degli attivi, sugli sviluppi nell'economia reale, sulla solidità dei bilanci di intermediari finanziari, imprese e famiglie. Questo implica che un ruolo centrale spetterà al miglioramento della trasparenza informativa, così come alle iniziative del settore privato per risanare i bilanci e rafforzare il funzionamento dei mercati.