

ACCADEMIA NAZIONALE DEI LINCEI

## **Economia e finanza dopo la crisi**

Conferenza a Classi Riunite del Governatore della Banca d'Italia  
Ignazio Visco

Roma, 8 marzo 2013



## Introduzione<sup>1</sup>

La crisi finanziaria – una crisi grave, ampia, che ha colpito l’economia globale in modo differenziato per i diversi paesi e aree del mondo e con effetti certamente duraturi nel tempo – ha fatto emergere una serie di problemi nel funzionamento, nella regolamentazione e nella supervisione dei mercati finanziari. La stabilità finanziaria si è riproposta come obiettivo fondamentale della politica economica; le banche centrali sono chiamate a svolgere un ruolo cruciale. Le conseguenze per la regolamentazione e la conduzione dell’attività di vigilanza su un sistema finanziario che sarà probabilmente molto diverso da quello che abbiamo conosciuto negli ultimi venti anni sono considerevoli. È inoltre cresciuto lo scetticismo nei confronti del ruolo della finanza nel sistema economico, in particolare in relazione alla sua “distanza” dall’economia reale, quasi fosse in conflitto con essa.

Nei dieci anni che hanno preceduto la crisi le dimensioni del sistema finanziario, il suo ruolo e il suo grado di penetrazione nell’economia sono notevolmente cresciuti. La crisi ha solo rallentato questo processo. Nell’area dell’euro le risorse finanziarie raccolte dal settore privato (misurate dalla somma del credito bancario, dei titoli emessi sul mercato interno e dalla capitalizzazione di mercato) sono salite dal 160 per cento del PIL nel 1996 al 240 nel 2007, attestandosi al 230 per cento nel 2011. Negli Stati Uniti il rapporto è salito dal 230 per cento del 1996 al 330 del 2007, per poi ridursi al 260 per cento nel 2011. Nel Regno Unito è passato dal 240 al 330 per cento nel 2007, fermandosi al 320 per cento nel 2011. Il valore nozionale totale degli strumenti derivati negoziati a livello mondiale in forma standardizzata (*exchange-traded*) in mercati regolamentati e di quelli strutturati per particolari esigenze e negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (*over the counter*, OTC) è salito da circa 94.000 miliardi di dollari alla fine del 1998 a 486.000 alla fine del 2006, per raggiungere i 700.000 miliardi nel giugno del 2012.

---

<sup>1</sup> Questa Conferenza attinge in parte all’intervento “What does society expect from the financial sector?”, preparato per una *panel discussion* in occasione della Per Jacobsson Lecture di Y. V. Reddy, a Basilea, il 24 giugno 2012 ([http://www.bis.org/events/agm2012/sp120624\\_visco.htm](http://www.bis.org/events/agm2012/sp120624_visco.htm)), e alla lezione “La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti”, tenuta presso l’Università degli Studi di Roma “La Sapienza”, a Roma, il 4 marzo 2009 ([http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri\\_mdir/visco\\_040309/Visco\\_040309.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/visco_040309/Visco_040309.pdf)). Desidero ringraziare Fabrizio Balassone, Paolo Del Giovane, Alessio De Vincenzo e Giuseppe Grande per la collaborazione e le utili discussioni sui temi trattati.

Lo sviluppo della finanza, consentendo una maggiore diversificazione del rischio e rendendo i servizi finanziari accessibili a un maggior numero di paesi e di imprese, può essere un importante strumento di sviluppo economico. Ma c'è il rischio che la finanza diventi fine a se stessa, provocando danni tanto maggiori quanto più stretta è l'interconnessione del sistema e quanto più rilevanti sono le potenziali esternalità negative. La corretta conduzione dell'attività creditizia e finanziaria certamente richiede competenza e buona fede da parte degli intermediari, ma richiede altresì adeguati regimi di regolamentazione e di supervisione.

### **La (buona) finanza è una forza positiva**

La finanza è stata a lungo considerata come un'attività moralmente dubbia. Amartya Sen, nell'intervento tenuto oltre venti anni fa per la prima Lezione Paolo Baffi di Moneta e Finanza in Banca d'Italia, si chiedeva: “come è possibile che un'attività tanto utile sia stata giudicata così dubbia sotto il profilo etico?”<sup>2</sup>. Sen ricordava una serie di episodi della storia antica: Gesù che caccia i mercanti di denaro dal tempio, Solone che cancella i debiti e vieta molte forme di credito nell'antica Grecia, Aristotele che definisce l'interesse come un'innaturale e ingiustificata riproduzione del denaro dal denaro.

Sullo sfondo di questa sfiducia “strutturale”, l'atteggiamento del pubblico riguardo alla finanza oscilla a seconda delle condizioni dei sistemi finanziari e dei mutamenti nell'umore politico riguardo all'intervento dello Stato nell'economia. Fino agli anni Settanta si dava per scontato che i fallimenti del mercato richiedessero la presenza e l'azione di un regolatore che permettesse di evitare risultati sub-ottimali. Con la grande inflazione e il forte aumento della disoccupazione degli anni Settanta l'enfasi si spostò, tuttavia, sui fallimenti dello Stato. I governi, le banche centrali e gli altri regolatori vennero accusati di non essere riusciti a evitare tali sviluppi. Ciò finì per provocare un mutamento ideologico, un impulso a ridurre l'entità dell'intervento dello Stato nell'economia. I fallimenti dell'“economia regolamentata”, il ritmo del progresso tecnologico e la rapida espansione del commercio internazionale dopo la fine della guerra fredda alimentarono un lungo processo di deregolamentazione finanziaria, interrotto soltanto dalla crisi scoppiata nel 2007. Questa ha a sua volta innescato una tendenza alla ri-regolamentazione, o a una migliore regolamentazione, tuttora in atto. Il pendolo ancora oscilla, e certo continuerà a farlo in futuro.

---

<sup>2</sup> A. Sen, *Denaro e valore: etica ed economia della finanza*, Lezioni Paolo Baffi di Moneta e Finanza, Roma, Banca d'Italia, 1991, p. 86.

La crisi finanziaria internazionale, e i costi enormi che ha comportato per l'intera società, hanno eroso ulteriormente e profondamente la fiducia nelle istituzioni finanziarie. Ne sono testimonianza le diffuse proteste contro il settore finanziario, dal movimento *Occupy Wall Street* agli *Indignados* della Spagna e ai loro omologhi in altri paesi europei. Il sentimento di rabbia è stato alimentato non soltanto dalla rivelazione di comportamenti scorretti e dell'esistenza di incentivi perversi, ma anche dalla percezione di una certa indulgenza nei confronti dei responsabili, in un contesto di remunerazioni eccezionalmente elevate. L'integrità della condotta degli intermediari finanziari è stata messa in discussione sotto vari aspetti: l'onestà, la capacità di gestire i rischi finanziari e l'impegno a curare gli interessi della propria clientela.

A catturare l'attenzione del pubblico sono stati anzitutto i casi di frode in cui, mediante schemi cosiddetti "di Ponzi" o altri simili, molte persone hanno perso i propri risparmi. Gli animi sono stati esacerbati dalla generosità delle liquidazioni corrisposte ai dirigenti di istituzioni finanziarie in difficoltà salvate con il denaro dei contribuenti. Gli episodi di dubbia correttezza non hanno risparmiato alcuni elementi chiave del sistema finanziario, come i rating creditizi e i tassi di riferimento interbancari, senza contare i casi di presunto coinvolgimento di istituzioni finanziarie in attività collegate al riciclaggio di denaro sporco o in altri illeciti comportamenti.

Ciò che più conta, la crisi ha mostrato che gli operatori di mercato non erano in grado di gestire l'intrinseca complessità del sistema che loro stessi avevano contribuito a elaborare negli ultimi due decenni. Favorita dai progressi nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, la cartolarizzazione delle attività delle banche è notevolmente cresciuta, e con essa l'offerta di strumenti finanziari cosiddetti "strutturati" (ABS, CDO, ecc.). Dal tradizionale modello di intermediazione creditizia si è quindi passati – in particolare negli Stati Uniti, ma anche in altri paesi – a un sistema in cui i prestiti concessi venivano rapidamente trasformati in altri prodotti finanziari garantiti da quegli stessi prestiti, e quindi ceduti sul mercato: il cosiddetto modello *originate-to-distribute* (OTD). Con questi sviluppi, all'intrinseca difficoltà di valutare la qualità dei prestiti si è aggiunta quella di comprendere appieno l'effettivo ruolo dei prodotti finanziari strutturati.

I prodotti della finanza strutturata e il modello di intermediazione OTD possono facilitare la gestione dei rischi. L'offerta di mutui alle famiglie è favorita dalla possibilità per le banche di coprirsi contro i rischi di tasso associati all'erogazione di tali prestiti; nelle loro strategie di internazionalizzazione le imprese ricevono un evidente beneficio dalla possibilità di assicurarsi

contro i rischi di cambio; l'offerta di prodotti previdenziali su orizzonti molto lunghi può essere effettuata a costi tanto più contenuti quanto più si riesce a limitare l'impatto di oscillazioni dei valori mobiliari. Nel modello OTD il rischio di credito non è concentrato nei bilanci delle banche, ma è ridistribuito su una moltitudine di investitori. Rendendo negoziabili i prestiti bancari, tale modello comprime i relativi premi per l'illiquidità e ne riduce pertanto il costo.

È ormai chiaro, tuttavia, che la finanza strutturata e il modello di intermediazione OTD, unitamente alla mancanza di trasparenza, hanno favorito una eccessiva assunzione di rischio e comportamenti di tipo opportunistico. Le operazioni sono spesso avvenute mediante una rete di intermediari finanziari scarsamente regolamentati e caratterizzati da livelli di indebitamento e un'esposizione al rischio particolarmente elevati. L'assenza di trasparenza è stata particolarmente grave nella valutazione degli strumenti di finanza strutturata (nella quale un ruolo cruciale era occupato dalle agenzie di rating, senza particolari controlli da parte di regolatori pubblici o organi di informazione), effettuata mediante modelli statistici e spesso condotta sulla base di dati incompleti e insufficienti. In molti casi la complessità ha aperto la strada a comportamenti opportunistici, alimentati da un sistema di incentivi distorto, soprattutto con riferimento agli schemi di remunerazione dei manager. L'elevata leva finanziaria e la complessità tipiche di questi strumenti li ha resi utilizzabili per assumere posizioni speculative ad alto rischio.

Il ricorso ad attività inutilmente complesse e opache ha impedito in molti casi la corretta valutazione del merito di credito; è servito, in altre occasioni, per mascherare l'impatto negativo di operazioni pregresse. L'utilizzo improprio di tali strumenti da parte delle banche può anche essere collegato al venir meno delle fonti di reddito legate alla tradizionale attività creditizia, con la conseguente assunzione di comportamenti volti a nascondere al mercato e alle autorità di vigilanza il reale obiettivo delle operazioni in strumenti derivati. Pur se in misura notevolmente inferiore che in altri paesi, eccessi della finanza e utilizzo improprio di strumenti strutturati hanno interessato anche banche del nostro paese, da ultimo il Monte dei Paschi di Siena. In questo caso, operazioni finanziarie complesse hanno finito per comportare gravi rischi per la liquidità della banca, dando luogo a interventi di vigilanza significativi e ripetuti, che hanno progressivamente determinato, tra l'estate del 2010 e l'autunno del 2011, un deciso rafforzamento del sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi, necessari e importanti aumenti di capitale e, infine, una netta discontinuità nella gestione aziendale. Con quest'ultima è sostanzialmente venuta alla luce la natura strumentale di quelle operazioni, essenzialmente volte a coprire perdite su prodotti di finanza strutturata acquisiti nel tempo.

Riassumendo, l'innovazione finanziaria può consentire un'allocazione più efficiente del rischio di credito, ma comporta svariati pericoli, alcuni dei quali sono a essa connaturati, mentre altri sono collegati più in generale alla crescente interdipendenza tra le componenti del sistema finanziario. Il processo di consolidamento finanziario in atto e il modello di intermediazione bancaria OTD hanno dato luogo a una forte interconnessione fra intermediari e mercati dei capitali, con importanti conseguenze per la stabilità finanziaria: una maggiore interconnessione migliora infatti la diversificazione dei rischi e può rendere i mercati più resistenti a shock, ma in caso di problemi favorisce la diffusione del contagio.

Ma la percezione negativa delle banche e della finanza non deve portare a una reazione eccessiva e priva di discernimento. Come ricorda Amartya Sen, la finanza “svolge un ruolo importante per la prosperità e il benessere delle nazioni”<sup>3</sup>. È fondamentale per la condivisione e l'allocazione dei rischi, specie per le società e gli individui meno abbienti, poiché l'avversione al rischio diminuisce all'aumentare della ricchezza. È fondamentale per trasferire le risorse nel tempo e rimuovere i vincoli di liquidità che ostacolano lo svolgimento dell'attività economica e la messa a frutto delle idee, per promuovere lo sviluppo, specie favorendo l'innovazione.

In effetti, la storia offre innumerevoli esempi di “buone” innovazioni finanziarie. Si pensi alle “lettere di cambio” introdotte dai mercanti italiani nel Medioevo: furono probabilmente la prima fattispecie di moneta fiduciaria e diedero ampio impulso al commercio. Più di recente, si consideri lo sviluppo del “microcredito” dagli anni Settanta del secolo scorso, un'innovazione che ha aumentato l'inclusione finanziaria, consentendo ai più poveri di ottenere credito per far fronte a malattie o altri shock temporanei. Si ricordi, infine, il ruolo svolto, negli ultimi vent'anni, dal “venture capital” nella promozione di imprese innovative di successo come Apple, Intel e Google.

Alcuni paesi stanno investendo sempre più nell'“educazione finanziaria” del pubblico. Anche questa è importante; contribuisce alla formazione di un mercato finanziario più inclusivo e consente ai cittadini di comprendere meglio gli sforzi compiuti dalle autorità per migliorare la vigilanza e la regolamentazione: li rende meno inclini a sottoscrivere la tesi semplicistica secondo cui la finanza è inevitabilmente “cattiva”. Ma non illudiamoci: come mostrano chiaramente il caso di Bernard Madoff e altre vicende, non solo statunitensi, l'alfabetizzazione finanziaria non è una panacea (i clienti di Madoff avevano senz'altro conoscenze finanziarie superiori alla media). Ai fini della tutela dei consumatori di prodotti e servizi finanziari, la regolamentazione e un'efficace vigilanza

---

<sup>3</sup> A. Sen, *op. cit.*, p. 86.

sono un presidio complementare e non meno importante di quelli offerti dall'educazione e dall'inclusione finanziarie.

La complessità è stata usata, a volte in modo perverso, come argomento a favore di una sorta di “benevolo distacco” – *benign neglect* – da parte dei regolatori. Le grandi istituzioni finanziarie hanno sostenuto con successo che l'innovazione finanziaria era troppo complessa e opaca perché i regolatori potessero venirne a capo. Per salvaguardare il sistema finanziario internazionale dal rischio sistemico, così argomentavano, la soluzione migliore era l'impegno diretto da parte dell'industria finanziaria a migliorare i sistemi interni di gestione e controllo dei rischi. Questa era in estrema sintesi l'opinione esposta nel rapporto del Gruppo dei Trenta pubblicato dopo lo scoppio della crisi in Asia<sup>4</sup>. Questa tesi veniva spesso accompagnata da un ragionamento del tipo: “voi, regolatori e autorità di vigilanza, sarete sempre indietro rispetto all'innovazione finanziaria; è meglio che lasciate a noi, istituzioni globali, il compito di autoregolarci; siamo grandi, sappiamo badare a noi stessi”. In fin dei conti “se qualcuno di noi sbaglia, alcuni guadagneranno ciò che altri hanno perso; perché non dovrete lasciarci liberi di giocare un gioco a somma zero?”

I regolatori non avevano di fatto né la possibilità né i giusti incentivi per acquisire le informazioni necessarie. In primo luogo, le grandi istituzioni finanziarie operano a livello mondiale e i regolatori nazionali dispongono di poteri troppo limitati per poterle controllare. Le difficoltà nel coordinare l'azione regolamentare, per la naturale tendenza di ciascuno a preservare la propria particolare sfera di influenza, non hanno consentito di essere all'altezza delle sfide poste da una finanza diventata ormai globale. In secondo luogo, si sono a volte determinati casi di “cattura del regolatore”, riflesso di condizionamenti politici ed economici non sufficientemente contrastati.

Accettare l'idea che un “benevolo distacco” fosse l'atteggiamento giusto da tenere è stato tuttavia un errore fatale. La crisi finanziaria globale ha mostrato i limiti dell'idea che l'autoregolamentazione e la disciplina di mercato siano sufficienti ad assicurare la stabilità dei sistemi finanziari. Regolamentazione e vigilanza devono mantenere il passo con l'evoluzione del settore finanziario. Le autorità nazionali devono essere consapevoli del rischio che i loro poteri divengano limitati rispetto alla sfera di influenza di operatori finanziari globali; il coordinamento della supervisione finanziaria fra paesi e fra settori rappresenta un presupposto chiave per la

---

<sup>4</sup> Group of Thirty, *Global institutions, national supervision and systemic risk*, 1997. Si veda anche l'articolo di J. Heimann, “Istituzioni globali, vigilanza nazionale e rischio sistemico”, e relativi commenti, nel numero speciale di *Moneta e Credito* su “Globalizzazione e stabilità dei mercati finanziari”, marzo 1998.

stabilità del sistema finanziario internazionale. Ma è ancora più importante che i regolatori e i supervisori siano attenti a mantenere a debita distanza le lobby del settore finanziario.

Tutto ciò richiede un impegno straordinario e spiega perché il lavoro svolto a vari livelli nelle competenti sedi internazionali sia così importante. Passerò ora, quindi, in rassegna le più recenti riforme della regolamentazione finanziaria, indicando in particolare le aree in cui è maggiore lo sforzo che resta ancora da compiere. Parlerò inoltre dell'importanza di migliorare la nostra conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari e la nostra comprensione della loro tendenza a deviare da situazioni di stazionarietà.

### **Alla ricerca di un sistema migliore di regolamentazione e di vigilanza**

Negli ultimi anni la crisi ha accresciuto la consapevolezza dei vantaggi di un sistema di regolamentazione più stringente. A livello internazionale, sotto l'impulso politico impartito dal G20, il Financial Stability Board (FSB) e il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria hanno introdotto importanti modifiche regolamentari volte a ridurre la frequenza delle crisi finanziarie e ad aumentare la resistenza dei sistemi economici. Molto è già stato fatto.

Sono state significativamente accresciute la quantità e la qualità della dotazione patrimoniale delle banche, per assicurare che queste ultime operino su basi sicure e solide. Sono stati innalzati i requisiti patrimoniali minimi. Con il miglioramento della qualità del capitale si persegue il fine di mettere le banche maggiormente in grado di assorbire perdite sia in condizioni di continuità d'impresa, sia in caso di crisi. La copertura dei rischi è stata ampliata, in particolare per le attività di negoziazione, per le cartolarizzazioni e per le esposizioni collegate a veicoli speciali fuori bilancio o strumenti derivati. A integrazione dei requisiti patrimoniali commisurati al rischio, verrà introdotto un indice massimo di leva finanziaria armonizzato sul piano internazionale al fine di evitare un eccessivo ricorso all'indebitamento nel sistema.

Il Comitato di Basilea ha inoltre promosso l'adozione di standard internazionali per la liquidità e la provvista delle banche, volti a promuovere la loro resistenza a shock di liquidità. I Governatori delle banche centrali e i responsabili delle Autorità di vigilanza hanno raggiunto di recente un accordo fondamentale per l'adozione di un valore minimo obbligatorio per il rapporto fra le attività liquide di elevata qualità di una banca e i suoi deflussi di cassa netti attesi sull'orizzonte di un mese in condizioni di stress (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR). Il valore minimo dell'LCR aumenterà

gradualmente nei prossimi anni, così da evitare di pregiudicare la capacità del sistema bancario internazionale di finanziare la ripresa.

Su richiesta del G20, l'FSB ha promosso iniziative volte a rafforzare la regolamentazione del mercato dei derivati OTC. L'obiettivo è rafforzare le infrastrutture di mercato e minimizzare gli effetti di contagio e *spill-over* tra operatori sempre più interdipendenti. Tali iniziative accrescono la trasparenza del mercato mediante la standardizzazione delle forme contrattuali, l'obbligo di negoziazione su mercati regolamentati, l'impiego di controparti centrali per il regolamento degli scambi, la segnalazione delle condizioni di negoziazione ad apposite piattaforme informative.

Ulteriori progressi sono però necessari. La regolamentazione del patrimonio e della liquidità deve accompagnarsi con un miglioramento dei dispositivi interni di controllo dei rischi e con azioni volte a correggere gli incentivi a un'eccessiva assunzione di rischio. I membri dei consigli di amministrazione e gli alti dirigenti devono avere una profonda comprensione della struttura operativa d'insieme e dei rischi della banca. Le autorità di vigilanza devono poter periodicamente esaminare le politiche e le prassi di governo societario adottate dagli intermediari. Anche le politiche di remunerazione vanno riviste, al fine di allineare meglio i compensi ai risultati reddituali di lungo periodo corretti per il rischio e di evitare gestioni miopi o inutilmente rischiose. In particolare, la parte variabile dei compensi destinati alle figure aziendali che influenzano il processo di assunzione dei rischi va corrisposta sulla base di misure che valutino adeguatamente la *performance* corretta per il rischio, a livello sia individuale, sia di unità operativa, sia di impresa; i premi devono essere legati al conseguimento di risultati stabili, non semplicemente frutto di operazioni straordinarie; anche le "buonuscite" dei manager devono basarsi in maniera chiara ed efficace sui risultati conseguiti, nonché su una più generale valutazione del loro operato; il compenso deve essere differito per un periodo di tempo sufficiente a verificare l'effettiva buona qualità della gestione.

Il dibattito avviato dalla cosiddetta "regola Volcker" sull'assetto organizzativo delle banche e sulla necessità di separare la tradizionale attività creditizia da quella svolta in campo finanziario ha recentemente tratto nuovo vigore a livello europeo dai rapporti della Commissione Vickers nel Regno Unito e del Gruppo Liikanen per la Commissione europea. Sia la regola Volcker, sia i citati rapporti sottolineano la necessità di ridiscutere i profili dimensionali e di complessità del settore finanziario; l'esperienza della crisi ci dice che non dobbiamo temere di riesaminare in maniera approfondita meriti e costi di entrambi. I rapporti delineano possibili linee di intervento. Tutelare i

depositi al dettaglio e il denaro dei contribuenti dai rischi impliciti nelle attività di negoziazione (“speculazione”, come si diceva una volta), motivazione alla base di queste proposte, è di cruciale importanza. L’esperienza della crisi mostra che, sebbene nessun modello di intermediazione si sia rivelato nettamente migliore o peggiore degli altri, l’assetto organizzativo delle banche incide sulla propensione dei manager a intraprendere attività eccessivamente rischiose. Dobbiamo riconoscere che sia l’attività creditizia al dettaglio sia quella di *investment banking*, anche se sono separate da un punto di vista organizzativo o istituzionale, vanno adeguatamente regolamentate, evitando di dare una definizione troppo ampia alle operazioni di investimento volte a sostenere la liquidità dei mercati (*market making*).

A ogni modo, nel mondo globalizzato di oggi è fondamentale garantire che i paesi cooperino e raggiungano un accordo sull’appropriato grado di rigore della regolamentazione finanziaria. I paesi non dovrebbero competere allentando le regole al fine di attrarre intermediari finanziari, poiché così facendo generano esternalità negative per gli altri. Si tratta di una questione assai delicata; non sarà forse mai possibile conseguire condizioni di perfetta parità concorrenziale, ma dobbiamo essere consapevoli delle conseguenze di un approccio *beggar-thy-neighbour* alla regolamentazione. La transizione verso un sistema uniforme di regole e di supervisione sul sistema finanziario va accelerata. Nell’area dell’euro, e più in generale nell’Unione europea, il progetto di un’unione bancaria è ambizioso, ma va nella giusta direzione.

Sono stati compiuti alcuni progressi nella convergenza verso una serie di principi contabili condivisi; tuttavia, molto resta da fare. L’International Accounting Standards Board e il Financial Accounting Standards Board statunitense prevedono di compiere passi avanti sulle due questioni fondamentali ancora aperte, delle riduzioni durevoli di valore dei prestiti, su cui dovrebbero pronunciarsi entro fine anno, e dei contratti di assicurazione, in merito ai quali indiranno quest’anno una consultazione pubblica. In particolare, la necessità di convergere su un nuovo sistema di accantonamento a riserva (*provisioning*) basato sulle perdite attese riveste rilevanza immediata per gli utenti finali e nell’ottica della stabilità finanziaria.

Un elemento essenziale per garantire la stabilità sistemica è il metodo di misurazione delle attività ponderate per il rischio (*risk-weighted assets*, RWA), che costituiscono il denominatore dei coefficienti di adeguatezza patrimoniale. Di recente le misure delle RWA sono state oggetto di crescente attenzione da parte degli analisti di mercato, delle banche e delle autorità di vigilanza. È stato affermato – credo a ragione – che le metodologie di calcolo adottate dai vari istituti,

soprattutto in giurisdizioni diverse, potrebbero non essere comparabili e che esse dovrebbero meglio riflettere il rischio per evitare in ultima istanza di pregiudicare la stabilità finanziaria. Questi problemi sottolineano l'importanza delle prassi di vigilanza ai fini della determinazione dei requisiti patrimoniali delle banche (ad esempio, la convalida dei modelli interni delle banche per il calcolo delle ponderazioni di rischio). Una rigorosa vigilanza microprudenziale è essenziale. Dobbiamo davvero elaborare un insieme di regole comuni, procedere con determinazione verso la condivisione delle responsabilità e usare il più possibile il sistema della *peer review* nella nostra attività di vigilanza.

Le riforme, molto complesse, volte a rafforzare la regolamentazione del mercato dei derivati stanno prendendo più tempo di quanto originariamente previsto. Occorre accelerare il passo, superando le difficoltà d'attuazione, nonché le resistenze del settore. Le autorità devono impegnarsi al massimo per rimuovere le incertezze che si presentano quando un'operazione ha dimensione transfrontaliera, condizione ricorrente in un mercato globale, per prevenire arbitraggi regolamentari, nello spirito degli obiettivi del G20. Sono in corso approfondimenti su altri rilevanti aspetti a livello internazionale (requisiti patrimoniali a fronte delle esposizioni verso controparti centrali, margini obbligatori per le operazioni non compensate attraverso controparti centrali, orientamenti sulla risoluzione delle crisi delle controparti centrali e accesso delle autorità ai dati dei *trade repositories*, i sistemi centrali per la registrazione elettronica delle singole transazioni) e a livello regionale e nazionale. Alla fine della prossima settimana entrerà in vigore in Europa un insieme completo di regole per l'attuazione del "regolamento EMIR" (*European Market Infrastructure Regulation*) che va a completare il quadro normativo di riferimento europeo per il cosiddetto "obbligo di compensazione" previsto nella Dichiarazione del G20 del settembre 2009. In un'ottica globale, comunque, l'impegno regolamentare deve essere condiviso dal più ampio insieme possibile di giurisdizioni, come ribadito nel recente incontro del G20 a Mosca.

Ci si attende un impegno significativo anche dagli intermediari. L'ultimo rapporto dell'FSB sull'attuazione della riforma del mercato dei derivati OTC stima che "alla fine di agosto 2012 circa il 10 per cento dei *credit default swaps* in essere e circa il 40 per cento dei prodotti derivati sui tassi di interesse siano stati regolati mediante sistemi di compensazione gestiti da controparti centrali"<sup>5</sup>. Queste percentuali dovrebbero crescere rapidamente, lasciando al di fuori dei mercati regolamentati

---

<sup>5</sup> FSB, *Fourth progress report on implementation of the OTC derivatives market reforms*, 31 ottobre 2012.

i soli derivati volti a soddisfare esigenze di copertura specifiche di una controparte, che non possono essere soddisfatte da contratti standardizzati e regolati su infrastrutture di mercato.

Occorrerà altresì evitare che, a fronte di una regolamentazione e di una vigilanza più stringenti per le banche, le attività e i rischi assimilabili a quelli bancari migrino verso istituti non regolamentati o scarsamente regolamentati (il cosiddetto “sistema bancario ombra”). Non va dimenticato che la crisi finanziaria ha avuto origine nel mercato statunitense delle cartolarizzazioni, in larga parte popolato da operatori non – o scarsamente – regolamentati. Se è necessario affrontare i rischi per la stabilità finanziaria che emergono dall’esterno del sistema bancario tradizionale, l’approccio deve essere di tipo proporzionale, concentrato sulle attività che hanno rilevanza a livello di sistema, partendo da quelle che sono state fonte di rischio durante la crisi. L’FSB sta attualmente perfezionando l’insieme di raccomandazioni pubblicate lo scorso novembre. Le nuove raccomandazioni si riferiscono, comunque, ai rischi specificamente emersi durante la crisi: la straordinaria capacità di innovazione del settore bancario ombra è ben nota.

Benché di recente siano state approvate le nuove norme in materia di istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica, la questione degli istituti “troppo grandi per fallire” desta ancora grande preoccupazione, e merita di essere seguita attentamente. Si stanno compiendo progressi nell’elaborazione e nella sperimentazione di una metodologia per l’individuazione delle compagnie di assicurazione di rilevanza sistemica globale (G-SII) e nella definizione di opportune linee guida per la supervisione. È inoltre in corso di elaborazione una metodologia per l’individuazione di tutte le istituzioni finanziarie non bancarie di rilevanza sistemica globale. Per quelle bancarie (G-SIFI), l’attuazione dello schema concordato di recente è ancora lungi dall’essere completata; bisogna muovere rapidamente in questa direzione.

Occorre tenere conto delle esternalità negative associate al comportamento delle banche (specie per le grandi società finanziarie interconnesse). Si è formato un ampio consenso sull’idea che le politiche “macroprudenziali” volte a preservare la stabilità finanziaria debbano limitare il rischio sistemico affrontando sia la dimensione trasversale del sistema finanziario, allo scopo di rafforzare la sua resistenza agli shock, reali o finanziari, sia la sua dimensione temporale, al fine di contenere l’accumulo di rischi nell’arco del ciclo economico o finanziario. Inoltre, considerata la natura complementare della stabilità macroeconomica e di quella finanziaria, nonché degli strumenti atti al loro perseguimento, lo scambio di informazioni e il coordinamento fra le autorità macroprudenziali e monetarie sono di cruciale importanza per contrastare contemporaneamente i rischi per la stabilità

dei prezzi e i rischi sistemici per la stabilità finanziaria. Mi sembra di poter dire, però, che la piena comprensione di come si possa perseguire tale obiettivo con efficacia non è ancora stata raggiunta<sup>6</sup>.

Infine, anche una volta ultimata l'opera di profonda riforma della regolamentazione, sarebbe sciocco pensare che sia sempre possibile evitare le insolvenze. Queste possono sempre essere causate da comportamenti imprudenti o da operazioni fraudolente. Occorre prepararsi a questa evenienza, poiché i costi del sostegno pubblico possono essere molto elevati. Sulla base di recenti evidenze raccolte dalla Commissione europea, gli interventi di ricapitalizzazione pubblica in essere a giugno 2012 ammontavano allo 0,1 per cento del PIL in Francia, all'1,8 in Germania, al 2,0 in Spagna, al 4,2 nel Regno Unito, al 4,3 in Belgio, al 5,3 in Olanda e a oltre il 40 per cento in Irlanda. Per la Spagna e l'Irlanda si tratta delle cifre più alte dal 2008, negli altri paesi i dati sono inferiori ai picchi raggiunti nel 2009. Per le banche spagnole a luglio è stato autorizzato un programma di ricapitalizzazione con l'utilizzo di fondi europei per un importo pari a 100 miliardi di euro, 41 dei quali (3,9 per cento del PIL) sono già stati versati. In Italia, anche includendo il sostegno fornito il mese scorso alla Banca Monte dei Paschi di Siena, le ricapitalizzazioni pubbliche ammontano allo 0,3 per cento del PIL.

Questi dati indicano che i lavori attualmente in corso sui regimi di risoluzione delle crisi bancarie sono molto importanti e un rapido progresso è ineludibile. Ciò riveste particolare rilevanza in Europa, dove presto vedrà la luce il nuovo meccanismo unico di supervisione bancaria.

### **Osservazioni sulle implicazioni analitiche dell'instabilità economica e finanziaria**

I sistemi economici evolvono e si trasformano costantemente. Le modifiche agli assetti istituzionali, l'innovazione tecnologica e i mutamenti dei paradigmi di politica economica modificano in continuazione il contesto in cui gli agenti economici (consumatori e imprese) assumono le proprie decisioni. Ciò implica, a sua volta, un cambiamento dei modelli comportamentali degli agenti. Quando si verifica una netta discontinuità rispetto al passato, tali cambiamenti possono essere di vasta portata e le dinamiche passate non sono più in grado di fornire un riferimento per comprendere il presente (men che meno il futuro). È importante ricordare sempre che il sistema

---

<sup>6</sup> P. Angelini, S. Neri e F. Panetta, "Monetary and macroprudential policies," Banca d'Italia, Temi di discussione, 801, marzo 2011 ([http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td11/td801\\_11/td\\_801/tema\\_801.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td11/td801_11/td_801/tema_801.pdf)). Cfr. anche P. Angelini, S. Nicoletti-Altamari e I. Visco, "Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 140, novembre 2012 ([http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest\\_ecofin\\_2/qef140/QEF\\_140.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest_ecofin_2/qef140/QEF_140.pdf)).

finanziario è parte di un ambiente sociale, economico e politico più complesso. Il mondo reale è soggetto a shock che possono a volte avere conseguenze profonde, come quelli che abbiamo vissuto negli ultimi vent'anni, con la fine della guerra fredda, la globalizzazione e la rapida ascesa di nuovi importanti soggetti economici, la rivoluzione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione e cambiamenti demografici profondi (e non del tutto previsti).

Tuttavia, una qualche ipotesi di stazionarietà sottende i nostri modelli statistici ed economici, sia quelli per le previsioni economiche e le decisioni di politica (macro) economica sia quelli per l'analisi e per la gestione dei rischi finanziari. In generale, l'ipotesi di base è che le realizzazioni future siano generate dalla stessa popolazione che ha prodotto quelle passate, il che comporta che la media temporale delle osservazioni future non possa divergere in maniera persistente dalle medie calcolate sulla base delle realizzazioni passate e che gli eventi futuri possano essere previsti con un certo grado di accuratezza statistica. In contesti “non ergodici”, tuttavia, almeno alcuni dei processi economici sono tali che le aspettative basate su distribuzioni di frequenza osservate in passato differiscono in modo persistente dalle medie temporali che saranno generate in futuro<sup>7</sup>. In caso di acuta incertezza, nessuna analisi di dati storici può produrre segnali affidabili sulle prospettive future.

Le sfide poste dalla natura non ergodica dei sistemi economici possono essere affrontate riconoscendo che i nostri modelli sono necessariamente approssimazioni “locali” di dinamiche economiche e finanziarie molto complesse. È necessario essere modesti e usare la teoria e i modelli empirici come punto di partenza per assumere decisioni, non come una camicia di forza. Forse la comunità finanziaria non ha considerato con la dovuta attenzione né la necessità di stabilire norme istituzionali e di comportamento con cui governare situazioni di instabilità, né l'esigenza di sviluppare strumenti di apprendimento adeguati per gestire gli shock più dirompenti e i cambiamenti di regime.

Queste sfide sono acuite da un'altra caratteristica generale dell'analisi quantitativa dei fenomeni economici: la difficoltà di simulare mondi paralleli, ovvero di produrre dati attraverso esperimenti progettati e controllati dal ricercatore. Anche quando le forze economiche seguono degli schemi ripetitivi, può non essere facile identificare le regolarità empiriche, dato che gli elementi contingenti – specialmente quelli eccezionali – non possono essere ricreati a volontà in laboratorio a fini

---

<sup>7</sup> P. Davidson, “Is probability theory relevant for uncertainty? A Post Keynesian perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, 5, 1, 1991.

cognitivi. La nostra esperienza sarà sempre limitata, parziale ed episodica. In economia e in finanza questi aspetti non sono sempre presi in considerazione. Come ha sottolineato Charles Kindleberger: “Per gli storici ogni evento è unico. L’analisi economica, tuttavia, suppone che le forze della società e della natura si comportino in modo ripetitivo”<sup>8</sup>.

Per quali motivi i parametri e le leggi che governano i sistemi economici tendono a cambiare nel tempo? Si può distinguere tra incertezza esogena, quando le azioni di un individuo non influenzano la probabilità di realizzazione di un evento, e incertezza endogena (o comportamentale), quando invece la influenzano<sup>9</sup>. Nei sistemi economici questo secondo tipo di incertezza può essere particolarmente rilevante. Ciò non è stato riconosciuto a sufficienza, credo, nel modo in cui la macroeconomia (applicata) e la finanza si sono evolute dagli anni Ottanta del secolo scorso, con l’affermarsi della rivoluzione delle aspettative razionali, nel primo caso, e dell’ipotesi dei mercati efficienti, nel secondo.

In macroeconomia ciò può avere indotto a riporre troppa fiducia nella capacità dei modelli dinamici stocastici di equilibrio economico generale (DSGE) di rappresentare, o anche solo approssimare, il mondo reale a cui la politica economica è applicata. Questi sono modelli sostanzialmente lineari, risultato dell’ottimizzazione intertemporale di funzioni obiettivo in condizioni di incertezza da parte di “agenti rappresentativi”, sotto vincoli tecnologici e di bilancio e sotto l’ipotesi di “razionalità” delle loro aspettative (ovvero di previsioni perfette a meno di un errore casuale). Se proviamo a superare l’ipotesi che la società e la natura si comportino sempre in modo uniforme e coerente nel corso del tempo ne possono discendere profonde conseguenze anche per le decisioni di politica economica. Lo si vede chiaramente nella politica monetaria, dove non è possibile usare modelli di previsione meccanicistici se si ammette la possibilità di cambiamenti strutturali<sup>10</sup>.

Una lezione importante della crisi finanziaria – che sta generando una notevole attività di ricerca – è che i modelli attualmente disponibili non sono in grado di catturare le interazioni e le retroazioni tra il settore reale dell’economia e quello finanziario, nonché le non linearità che emergono in particolare durante le crisi. In genere, molti degli effetti associati agli squilibri finanziari e alle

---

<sup>8</sup> C. P. Kindleberger, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, New York: Basic Books, 1989, p. 14.

<sup>9</sup> Cfr. I. Visco, “Sul ruolo delle aspettative nell’economia di Keynes e in quella di oggi”, in Accademia Nazionale dei Lincei, *Gli economisti postkeynesiani di Cambridge e l’Italia*, Convegno Internazionale (Roma, 11-12 Marzo 2009), Roma 2011 ([http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri\\_mdir/Visco\\_110309.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/Visco_110309.pdf)).

<sup>10</sup> Cfr., ad es., J. Vickers, “Inflation targeting in practice: the UK experience”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, November 1998.

anomalie nei prezzi delle attività sono fortemente non lineari e complessi. Di conseguenza, la reazione della politica monetaria dovrebbe essere anch'essa non lineare e tener conto dei disallineamenti dei prezzi delle attività e degli squilibri finanziari. Quando la probabilità di una crisi diventa non trascurabile, la traiettoria dei tassi di interesse volta a preservare la stabilità monetaria potrebbe essere diversa da quella realizzata in circostanze ordinarie. Questi aspetti non sono stati adeguatamente tenuti in considerazione nei modelli empirici usati per orientare le decisioni di politica monetaria, come peraltro già messo in luce, anche se non sufficientemente riconosciuto, nel dibattito sulle strategie di *flexible inflation targeting* sviluppatosi una decina di anni fa<sup>11</sup>.

Una delle mie citazioni preferite è di Herbert Simon<sup>12</sup>:

Le buone previsioni hanno due requisiti che sono spesso difficili da soddisfare. In primo luogo, esse richiedono o una comprensione teorica del fenomeno da prevedere, come base del modello di previsione, o, alternativamente, fenomeni che siano sufficientemente regolari da poter essere semplicemente estrapolati. Poiché la seconda condizione è raramente soddisfatta da dati che riguardano gli affari umani (o anche il tempo atmosferico), le nostre previsioni saranno in generale buone solo quanto le nostre teorie. Il secondo requisito per la previsione consiste nel disporre di dati attendibili riguardo alle condizioni iniziali, il punto da cui partire per effettuare l'extrapolazione.

Dobbiamo riconoscere che i modelli empirici, poiché riflettono l'esperienza storica nei valori dei loro parametri, sono affidabili nelle situazioni di *business as usual*, fin tanto, cioè, che il sistema da essi descritto non sia sottoposto a sollecitazioni inusuali. Essi tendono, però, a divenire inaffidabili esattamente quando, in seguito all'emergere di discontinuità strutturali, i benefici di una previsione corretta sarebbero maggiori. Osservazioni anomale, incoerenti con i meccanismi prevalentemente all'opera nel periodo storico impiegato per la stima statistica, vengono spesso trascurate e il loro contenuto informativo neutralizzato. Questo è ragionevole; osservazioni episodiche di fenomeni eccezionali sono in genere inadeguate a spiegare interrelazioni complesse tra variabili economiche e finanziarie. Tuttavia, proprio tali deviazioni dalla norma possono contenere preziose indicazioni sul funzionamento dell'economia in condizioni diverse da quelle usuali.

---

<sup>11</sup> Cfr. C. Borio e P. Lowe, "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", BIS Working Papers, 114, July 2002 (<http://www.bis.org/publ/work114.pdf>). Cfr. anche C. Bean, "Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?", BIS Working Papers, 140 (con commenti di I. Visco e S. Whadwani, <http://www.bis.org/publ/work140.pdf>).

<sup>12</sup> H. A. Simon, *The sciences of the artificial*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1972, p. 170 (mia traduzione).

Gran parte di queste considerazioni si applicano anche all'analisi degli andamenti dei mercati finanziari. L'ondata di innovazione finanziaria degli ultimi due decenni è stata alimentata dall'idea, in linea di principio corretta e proficua, che la proliferazione di strumenti finanziari nuovi (e complessi), che avrebbero permesso agli agenti di assicurarsi contro molteplici fonti di rischio, fosse un modo per “completare” i mercati, per avvicinarsi al mondo teorico di Arrow-Debreu, consentendo agli investitori di trasferire risorse in modo efficiente attraverso il tempo, lo spazio e gli stati del mondo. Ma questa idea si basava sul presupposto che il mondo fosse sostanzialmente stazionario, che il futuro fosse più o meno uguale al passato, che si potesse estrapolare da campioni relativamente piccoli e che ci fosse un unico “processo generatore di dati”, identificabile e comprensibile.

Sappiamo tuttavia che il mondo reale è più complicato. Le determinanti dei prezzi delle attività finanziarie non sono fisse, ma variano nel tempo. I rendimenti non seguono una distribuzione normale, come ipotizzato dai modelli di valutazione convenzionali. Processi decisionali affetti da miopia o da comportamenti imitativi e altri tipi di distorsione degli incentivi che guidano le scelte degli individui e delle istituzioni finanziarie possono generare esternalità negative e far divergere le aspettative dei mercati finanziari e i premi per il rischio dai valori che sarebbero giustificati dalle loro determinanti di fondo. Recentemente, la ricerca sta attribuendo un ruolo nuovo e più rilevante agli elementi psicologici e alla consapevolezza che ci sono dei limiti in ciò che si può conoscere. Nel campo della cosiddetta finanza comportamentale si arriva fino al punto di ammettere la possibilità di azioni “irrazionali”. Alcuni eminenti economisti sostengono che questi elementi contribuiscono a spiegare sia atteggiamenti eccessivamente prudenti sia bolle speculative<sup>13</sup>.

Le potenziali limitazioni dell'analisi quantitativa non riguardano quindi solo la macroeconomia, i modelli econometrici e le previsioni, ma anche la finanza. E possono avere conseguenze catastrofiche. Il caso dei CDO è in questo senso istruttivo. Nella valutazione di questi derivati sul credito, che avevano avuto un notevole sviluppo nella prima metà dell'ultimo decennio, i modelli di determinazione del prezzo utilizzati producevano risultati assai sensibili a piccole imprecisioni nelle stime dei parametri e altamente esposti al rischio sistemico (fortemente influenzati, cioè, dall'andamento dell'economia nel suo complesso)<sup>14</sup>. Conseguentemente, i CDO non solo non hanno aumentato la capacità del sistema economico di assorbire i rischi, ma la loro implosione tra la

---

<sup>13</sup> G. A. Akerlof e R. J. Shiller, *Animal spirits: how human psychology drives the economy and why it matters for global capitalism*, Princeton, Princeton University Press, 2009.

<sup>14</sup> Cfr. J. Coval, J. Jurek e E. Stafford, “The economics of structured finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 23, 1, 2009.

metà del 2007 e la metà del 2008 è stata al centro della crisi finanziaria. Strumenti finanziari innovativi con basi teoriche poco solide possono esacerbare le esternalità negative ed essere a loro volta fonte di instabilità.

Più che nella formulazione di modelli onnicomprensivi, la via maestra per far fronte ai problemi generati dal manifestarsi di discontinuità deve consistere, in primo luogo, in una migliore comprensione della loro natura e, in secondo luogo, nello sviluppo e nella specificazione di modelli le cui relazioni si fondino su parametri stabili nel tempo. La ricerca deve essere di conseguenza finalizzata a identificare meccanismi sufficientemente profondi e ragionevolmente affidabili, tali da mutare nel tempo il meno possibile. Per fornire spiegazioni sensate di scelte razionali, i modelli quantitativi devono necessariamente focalizzarsi su fattori sistematici e produrre i propri risultati sulla base di relazioni essenziali. A tale proposito si possono ricordare le osservazioni di De Finetti a favore di una “teoria della finanza”, espresse nel lontano 1957<sup>15</sup>:

Perché una teoria del comportamento dica qualcosa, deve necessariamente limitarsi a ciò che appare conseguenza di pochi concetti e criteri principali, e che si potrà pertanto (sia pure con un certo grado di arbitrarietà) qualificare “comportamento razionale”. Allora la teoria indicherà delle conclusioni che saranno valide in assenza di fattori accessori. La possibile presenza di tali fattori non va naturalmente negata né sottovalutata, ma semplicemente sembra preferibile studiare in un secondo tempo e su di un piano spicciolo di osservazioni complementari le deviazioni rispetto al comportamento “teorico” derivanti da esse, anziché annebbiare ogni distinzione in un’unica costruzione teorica che, volendo includere e mettere sullo stesso piano tutta la congerie di fattori sistematici e accessori, si ridurrebbe a una non-teoria atta solo a concludere che qualunque comportamento è ugualmente possibile (magari per capriccio o per pazzia; come effettivamente è).

Ovviamente il “secondo tempo” di De Finetti non va trascurato nella ricerca empirica, applicata a situazioni particolari. Per arginare il rischio che i paradigmi teorici sottesi alla rappresentazione approssimata della realtà fornita da un modello si rivelino particolarmente inadeguati in situazioni specifiche, un’utile cautela è l’uso di una pluralità di modelli e di validazioni incrociate. Questo approccio ramificato alla modellazione e alla previsione rende possibile filtrare e interpretare più efficacemente la grande mole di informazioni parziali, frammentarie e persino contraddittorie che diventano via via disponibili. Tuttavia, nel fare i conti con processi non ergodici, ciò che è in realtà essenziale è integrare i segnali forniti dai modelli quantitativi con le informazioni esterne ai modelli

---

<sup>15</sup> B. De Finetti, *Lezioni di matematica attuariale*, Roma, Edizioni Ricerche, 1957, p. 71.

stessi, fare tesoro delle esperienze passate nella loro intelligenza, e intervenire sulla base sia della teoria sia del buon senso.

Nella microeconomia empirica così come nella finanza si stanno sviluppando approcci analitici in grado di affrontare le problematiche qui trattate. Le deviazioni dall'ipotesi di rendimenti normali, le distribuzioni con "code spesse" e la modellazione di eventi estremi sono ad esempio elementi presi in considerazione sia nella ricerca sia nelle applicazioni. Dovrebbe essere ben compreso che l'importanza del comportamento umano non implica necessariamente che i sistemi economici siano sempre fondamentalmente instabili. In effetti, l'esistenza stessa di incertezza comportamentale può contribuire a creare un insieme di istituzioni, così come di convenzioni e di abitudini, che aiutino ad affrontare i problemi sollevati nel noto esempio di Keynes del concorso di bellezza e ad assicurare la stabilità dei processi economici principali, come sottolineato da Herbert Simon<sup>16</sup>. Ritengo, inoltre, che maggiore attenzione debba essere dedicata a come tener conto dei processi di apprendimento che seguono a eventi estremi, eventi non considerabili come mere estrazioni casuali da una distribuzione di probabilità stabile, seppure non normale. Al momento, tuttavia, ampliare la gamma di distribuzioni di probabilità rimane la risposta pratica a fenomeni come quelli che stiamo affrontando in questo periodo difficile.

## **Conclusioni**

La crisi ha dimostrato che non si sarebbe mai dovuta adottare una politica di "benevolo distacco" nei confronti degli sviluppi della finanza. Ne è conseguito un profondo ripensamento del quadro regolamentare e di vigilanza, soprattutto a livello internazionale. In un mercato finanziario globalizzato, con operatori di grandi dimensioni, l'azione individuale di singole autorità nazionali è destinata a fallire. Per le stesse ragioni i confini della vigilanza devono essere ampliati in modo da ricomprendere tutti gli intermediari rilevanti, indipendentemente dallo specifico settore finanziario di appartenenza. In questo intervento ho discusso il lavoro avviato, i risultati raggiunti, le aree in cui sono necessari sforzi ulteriori.

La corretta conduzione dell'attività creditizia e finanziaria richiede anche competenza e buona fede da parte degli intermediari, essenziali per assicurare una sana e prudente gestione e preservare la

---

<sup>16</sup> H. A. Simon, "The role of expectations in an adaptive or behavioristic model", in M. J. Bowman (a cura di) *Expectations, uncertainty and business behavior*, New York, Social Sciences Research Council, 1958.

fiducia dei risparmiatori. Ciò è tanto più vero quanto più articolato è il contesto esterno, per la presenza di intermediari di grandi dimensioni e in considerazione del danno economico e reputazionale che può scaturire da comportamenti illeciti. Se, da un lato, nessun mercato può funzionare in assenza di regole, dall'altro, non può esistere gestione prudente in mancanza di comportamenti eticamente corretti, oltre che rispettosi della legge e delle regole di vigilanza.

I drammatici eventi degli ultimi cinque anni hanno messo in luce i limiti dei modelli e delle analisi quantitative in finanza e in economia. L'ipotesi di stazionarietà è difficilmente conciliabile con la natura imprevedibilmente mutevole del mondo reale. Ciò non significa che tutto lo sforzo analitico del passato e i progressi raggiunti vadano accantonati. Significa piuttosto che per sfruttarli al meglio occorre ricordare come i modelli siano necessariamente approssimazioni "locali" di fenomeni molto complessi: essi vanno utilizzati con buon senso, per fornire ai processi decisionali un quadro di riferimento senza costringerli in formule eccessivamente meccaniche. L'analisi quantitativa e l'utilizzo di modelli possono anche favorire la definizione di istituzioni e norme di condotta che contribuiscano a tenere sotto controllo l'instabilità intrinseca del sistema, come pure lo sviluppo di meccanismi di apprendimento per meglio affrontare i grandi shock e i cambiamenti di regime. A loro volta, i modelli devono tener conto dell'impatto di istituzioni e norme di comportamento sugli andamenti economici.

Alle banche centrali spetta un ruolo cruciale. Vi sono chiari elementi di complementarità tra la stabilità finanziaria e quella monetaria. In alcuni casi essa trova un riconoscimento ufficiale nella definizione del mandato delle autorità monetarie, ma anche laddove il richiamo non sia esplicito, le banche centrali devono tenerne conto nelle loro scelte di *policy*. Vorrei citare a questo proposito alcuni passi di un libro di Curzio Giannini, brillante economista della Banca d'Italia, prematuramente scomparso una decina di anni fa, che già vedeva con chiarezza le probabili conseguenze dell'evoluzione finanziaria e così concludeva<sup>17</sup>:

È probabilmente proprio nell'area della vigilanza e della regolamentazione che negli anni a venire si assisterà agli sviluppi più interessanti. [...] La banca centrale, checché ne dicano i suoi detrattori, non ha bisogno di andare a caccia di nuove linee di attività. È il capitalismo che l'ha prodotta, ed è il capitalismo che la verrà ancora a cercare, dovesse ancora perdurare l'attuale ondata di infatuazione nei riguardi delle capacità autoregolatrici dei mercati finanziari. [...] La banca centrale produce un bene impalpabile ma essenziale, come la fiducia, di cui il capitalismo, basato com'è su una piramide di carta, quando non soltanto

---

<sup>17</sup> Curzio Giannini, *L'età delle banche centrali*, Bologna, Il Mulino, 2004, p. 454 e pp. 460-61.

di poste elettroniche, ha un bisogno enorme. E non bisogna dimenticare che “fiducia” viene da “fede”: non la si può produrre su base meramente contrattuale. E infatti la legittimazione delle banche centrali non viene né dall’attivismo, né dalla capacità di produrre reddito, né, se non in un senso molto indiretto, dall’efficienza. Viene [...] dalla competenza, dalla moderazione, dall’orientamento al medio-lungo periodo, dal rifiuto di assumere compiti esulanti dai propri ruoli primari. Se vi sarà una prossima fase nello sviluppo del *central banking*, com’io credo, è da questi valori che potrà scaturire.

È forse questo, a conti fatti, ciò che la società dovrebbe aspettarsi, se non dal settore finanziario, da chi è chiamato a governare la stabilità finanziaria.



