

**La regolamentazione della finanza:
le sfide affrontate nel settore bancario
e le sfide future per l'intermediazione non bancaria**

Intervento del Vice Direttore generale della Banca d'Italia

Luigi Federico Signorini

Firenze, 18 maggio 2019

Nella prima metà dell'intervento di oggi ripercorrerò brevemente le principali modifiche che hanno interessato la regolamentazione bancaria nel corso dell'ultimo decennio. La reazione alla crisi finanziaria globale scoppiata nel 2007-08, infatti, ha condotto a una sostanziale riscrittura delle regole prudenziali che disciplinano l'ordinaria attività delle banche.

Dato che il processo di riforma della regolamentazione bancaria è ormai pressoché concluso, nella seconda metà dell'intervento mi soffermerò sulla questione delle regole da applicare al settore dell'intermediazione non bancaria. Si tratta di un settore il cui ruolo nel finanziamento dell'economia globale – complice anche la “stretta” sulle banche – è andato crescendo in misura significativa nel corso degli ultimi anni, sebbene in misura diversa nelle varie giurisdizioni. Anche in seguito a questo ruolo accresciuto degli intermediari non bancari, i rischi insiti nella loro attività, soprattutto quando condotta su larga scala, sono oggi divenuti probabilmente più elevati, tanto da mettere potenzialmente a repentaglio la stessa stabilità dei mercati finanziari in cui operano. Non è un caso che le discussioni e le iniziative delle autorità in questo campo si siano intensificate a livello globale negli anni recenti; riflettere su quale possa essere il relativo regime di regole e controlli più adeguato è utile, anzi necessario.

1. La revisione delle regole prudenziali per le banche

La prima tappa del percorso di modifica delle regole bancarie post-crisi è stata rappresentata dal terzo accordo di Basilea del dicembre 2010 (Basilea 3); negli anni successivi la riforma è proseguita e si può oggi dire nella sostanza conclusa, anche se per completarne l'applicazione concreta occorrerà ancora qualche anno. La tappa finale è stata raggiunta nel dicembre del 2017, con l'introduzione di un nuovo approccio standardizzato alla misurazione del rischio di credito, di limiti all'utilizzo dei modelli avanzati (incluso l'inizialmente controverso *output floor*, sul quale tornerò tra poco), e di un nuovo metodo standardizzato per il calcolo dei requisiti a fronte dei rischi operativi. Le nuove regole saranno introdotte gradualmente ed entreranno pienamente in vigore nel 2027. Il recepimento in Europa avverrà nel corso dei prossimi anni, a seguito di un nuovo processo negoziale che si avvierà fra pochi mesi.

La crisi aveva messo in evidenza certi gravi difetti del sistema prudenziale allora vigente. I principali erano quattro:

- una definizione troppo generosa del capitale totale, che consentiva alle banche di operare con una dotazione di *equity* molto ridotta;
- una sottovalutazione dei rischi del portafoglio finanziario (*trading book*) rispetto a quello dei crediti (*banking book*);
- un'eccessiva fiducia nei modelli interni utilizzati dalle banche per calcolare le attività ponderate per i rischi (*risk weighted assets*, RWA);
- la mancanza di regole sulla liquidità.

Ciascuno di questi aspetti è stato affrontato. Il processo è stato lungo e a tratti controverso, anche perché il senso di urgenza dettato dalla crisi si è via via attenuato; e perché a livello globale l'industria bancaria, all'inizio traumatizzata dalla crisi, più avanti ha ripreso a esercitare pressioni più o meno esplicite per evitare requisiti troppo stringenti. Trovare il giusto equilibrio, proteggere il sistema senza soffocarlo ed evitando effetti prociclici, non è esercizio facile. Alla fine il complesso degli interventi è stato forte, vasto, organico; ma direi anche sostanzialmente equilibrato e, a mio avviso, pienamente giustificato dalla gravità delle deficienze che si erano manifestate.

Quanto al primo punto ad esempio, la qualità e quantità del capitale, i requisiti minimi (cosiddetti di “primo pilastro”) sono stati drasticamente accresciuti: dal 2 al 7 per cento dell'attivo ponderato per il rischio con riferimento al patrimonio di migliore qualità, il *common equity tier 1*. Sono stati previsti, tra l'altro, buffer di capitale aggiuntivi per gli intermediari sistemici, in modo da internalizzare le esternalità connesse con un eventuale fallimento; sono state definite anche numerose, forse fin troppo complesse, misure di “secondo pilastro”.

Per i rischi finanziari, dapprima si è rivalutata in fretta, provvisoriamente, la ponderazione del portafoglio di trading (“Basilea 2.5”); poi si è rivista completamente la materia (“*fundamental review*”), creando un sistema articolato, che si adatta alla diversa complessità delle operazioni di ciascuna banca. Le novità principali sono la puntuale definizione degli strumenti che dovranno obbligatoriamente essere classificati nel *trading book*, l'introduzione di una più precisa misura di rischio per i modelli interni (*expected shortfall* in luogo del tradizionale VaR) e l'inclusione del rischio di illiquidità per alcuni strumenti finanziari. Nel complesso la ponderazione relativa dei rischi di credito

e di mercato, all'inizio fortemente sbilanciata a svantaggio dei primi (e quindi delle banche che, come la maggior parte di quelle italiane, sono specializzate nell'attività bancaria tradizionale), è stata significativamente riequilibrata.

I modelli interni per la determinazione dei requisiti a fronte del rischio di credito nei portafogli bancari furono introdotti da Basilea 2 con l'obiettivo di rendere più precisa la valutazione dei rischi e, idealmente, di allineare gli obiettivi del management aziendale a quelli della vigilanza prudenziale. Alla prova dei fatti, si sono rivelati fortemente distorsivi. Ad avviso di chi vi parla, i fondatori di Basilea 2 avevano sottovalutato il potente incentivo insito in questo meccanismo: il meccanismo, cioè, in base a cui, per ognuna delle numerosissime componenti elementari di un modello complesso, le banche potevano essere portate a scegliere, fra più alternative metodologiche ciascuna in sé ragionevole e legittima, quella meno esigente in termini di capitale regolamentare. Di fatto, con Basilea 2 l'applicazione dei modelli interni, pur sotto la supervisione delle autorità, consentiva alle banche in questo senso più aggressive di ridurre sensibilmente la cosiddetta "*risk density*", ossia la ponderazione media dell'attivo, e quindi i requisiti di capitale. La forte variabilità tra banche della *risk density*, non sempre adeguatamente giustificata, insieme all'intrinseca complessità e opacità del sistema, tendevano a ridurre la comparabilità tra i coefficienti di capitale e, alla lunga, a minare la fiducia degli operatori di mercato sulle metodologie di calcolo dei requisiti patrimoniali.

A questo si è cercato di porre rimedio pur senza rinunciare, per quanto possibile, alla maggiore granularità e precisione che caratterizza le stime di rischio basate su modelli, rispetto alle più semplici regole standardizzate. Si sono introdotti, in particolare, tre strumenti: vincoli interni alla calibrazione di determinati parametri ("*input floors*"); limiti globali al risparmio di capitale che si può ottenere rispetto al requisito calcolato in base al metodo standardizzato ("*output floor*"); e un limite minimo alla leva finanziaria, ossia al rapporto tra capitale e attivo non ponderato per il rischio, inteso come salvaguardia (*backstop*) di fronte a casi estremi. Chi vi parla si è battuto con forza, nell'ambito del Comitato di Basilea, per introdurre questi correttivi: prima di tutto nella convinzione della loro necessità intrinseca, ma anche per evitare che le banche vigilate in modo più rigoroso risultassero svantaggiate. È motivo di soddisfazione averli visti inclusi a pieno titolo nel "pacchetto" finale. Queste modifiche determinano deficienze di capitale significative per alcune delle banche che erano state più aggressive nell'uso dei modelli interni per la riduzione dei requisiti di capitale; non le italiane, però, per le quali la convalida dei modelli interni ha tradizionalmente seguito un approccio prudente.

Quarto punto, la liquidità. Per la liquidità non esistevano standard internazionali fino a Basilea 3: un fatto che può ben apparire sorprendente se si considera che il rischio di corse agli sportelli (*runs*) è tra i motivi alla base dell'esistenza di una supervisione bancaria. Basilea 3 ha introdotto regole volte a promuovere l'equilibrio tra le scadenze dell'attivo e quelle del passivo dei bilanci, in un'ottica sia di breve termine (il *liquidity coverage ratio*, LCR), sia di medio termine (il *net stable funding ratio*, NSFR). Noi avremmo voluto un'articolazione maggiore dei requisiti, magari un po' sul modello delle vecchie regole italiane sulla trasformazione delle scadenze; ma il progresso realizzato è comunque apprezzabile. Lo si potrà migliorare ancora col tempo.

Vi sono, nel nuovo quadro regolamentare, certi altri elementi che, pur meno direttamente legati alle cause sottostanti alla crisi, fanno comunque tesoro dell'esperienza accumulata da allora. Un'esigenza che è apparsa via via più evidente negli ultimi anni, in particolare, è stata quella di contemperare – cosa particolarmente delicata in tempo di crisi – la difesa della stabilità e solidità del sistema bancario con il sostegno creditizio all'economia. Per favorire il finanziamento alle piccole e medie imprese Basilea 3 prevede, nell'ambito della metodologia standardizzata sul rischio di credito, un trattamento preferenziale per le esposizioni verso le piccole e medie imprese; una simile regola è già in vigore nell'Unione europea. Ai finanziamenti garantiti da ipoteche su immobili residenziali, inoltre, si applicheranno requisiti generalmente più contenuti di oggi, per via della loro bassa rischiosità. Entrambe queste misure sono importanti per il sistema italiano.

Si è poi cominciato a riconoscere che la “politica prudenziale”, se mi passate il termine, non opera solo al livello micro-economico dei singoli intermediari, ma deve tener conto anche delle interazioni a livello aggregato, in entrambe le direzioni, tra economia reale e sistema bancario (o finanziario più in generale, come sosterrò tra un attimo). Si è quindi iniziato a sperimentare un insieme di strumenti macro-prudenziali, quali buffer anticiclici o penalizzazioni delle esposizioni settoriali, per ora orientandoli soprattutto a difendere il sistema bancario dagli effetti di un surriscaldamento di determinati mercati (come ad esempio il mercato immobiliare, che come mostra l'esperienza storica non di rado è all'origine di crisi finanziarie). Occorrerà a mio avviso estendere lo sguardo: comprendere meglio l'effetto della “*stance* prudenziale” sul ciclo aggregato, a somiglianza delle, e in relazione con le, tradizionali politiche macroeconomiche (monetaria e fiscale), e le relative retroazioni sul ciclo finanziario. L'ESRB, l'organismo europeo preposto al governo dei rischi sistemici, sta facendo qualche progresso in tema di definizione concettuale e misurazione concreta. Ma la strada è ancora lunga.

Anche se nella negoziazione degli standard internazionali è sempre necessario accettare compromessi per arrivare a un accordo fra paesi che hanno strutture finanziarie, prassi di regolamentazione e priorità diverse, credo che l'accordo raggiunto con il completamento di Basilea 3 sia nel complesso positivo, tanto dal punto di vista dell'interesse generale e dell'efficacia della regolamentazione bancaria globale, quanto da quello delle specificità del sistema bancario italiano. Certo, nessun sistema prudenziale potrà mai garantire che non ci sia più un'altra crisi, ed è bene ricordarlo; ma, nel campo delle banche, si è fatto molto per renderne meno probabile il verificarsi e meno costose le eventuali conseguenze.

2. Il settore dell'intermediazione non bancaria

Le banche, tuttavia, non rappresentano l'intero settore finanziario, anzi l'intermediazione finanziaria non bancaria ha assunto – come ho detto all'inizio – un ruolo sempre più significativo, e sta ponendo nuove sfide alle autorità di regolamentazione. Per questo motivo l'attenzione degli organismi di coordinamento internazionali – primo fra tutti il Financial Stability Board (FSB), che coordina e dà impulso all'attività dei regolatori settoriali – si è rivolta anche (e giustamente) verso quello che un tempo era noto con il nome un po' denigratorio di “*shadow banking*” (“sistema bancario ombra”), e oggi è definito in modo più neutrale “intermediazione finanziaria non bancaria”. A questo argomento vorrei dedicare la seconda parte del mio intervento di oggi.

Nel seguito, parlando di “finanza non bancaria” mi riferirò essenzialmente all'attività delle società e dei fondi che gestiscono sul mercato patrimoni altrui, come fondi di investimento e fondi pensione; resteranno per lo più fuori da questa analisi altre istituzioni, in particolare le compagnie assicurative o le società non bancarie che erogano credito, per le quali i rischi sono di altra natura e il regime di supervisione deve essere necessariamente diverso.

Credo sia necessario cominciare con due premesse. Primo, la questione della finanza non bancaria – nel senso appena precisato – non riguarda solo quei pochi luoghi centrali dove l'industria e i mercati finanziari sono più sviluppati. La finanza di mercato interessa tutti, anche i paesi, come l'Italia, nei quali le banche hanno ancora un ruolo dominante nel sistema finanziario interno. In un sistema interconnesso nessun paese può illudersi di rimanere isolato da shock e turbolenze che trovino origine in un'altra parte del mondo. La crisi degli anni passati dovrebbe aver spazzato via questa illusione; ad ogni modo, i ricorrenti episodi di instabilità, certo molto meno gravi, degli ultimi anni, le cui conseguenze si sono rapidamente

estese dai centri di origine a tutti mercati, anche i più periferici (e talvolta con effetti moltiplicati), hanno ricordato il concetto a chi l'avesse voluto dimenticare.

La seconda premessa è che la natura del problema che la regolamentazione e la supervisione finanziaria devono affrontare nel campo non bancario è intrinsecamente diversa dal caso bancario. Per entità che operano essenzialmente come agenti, gestendo fondi altrui ma non assumendo rischi in proprio (o comunque assumendone in misura modesta rispetto alla massa del patrimonio gestito), il problema che devono porsi regolamentazione e supervisione non è principalmente la stabilità del singolo intermediario (rischio *microprudenziale*): poiché a sostenere il rischio connesso alle attività gestite è l'investitore finale, è logico che i regolatori si occupino, più che degli equilibri di bilancio del gestore per sé, essenzialmente della correttezza dei comportamenti del gestore in quanto agente (in termini di informazione veritiera e completa, di esecuzione fedele dei compiti contrattualmente assunti nelle gestioni di patrimoni, etc.), così che le decisioni su rischio e rendimento atteso siano assunte dall'investitore in modo esplicito, informato e consapevole. Tradizionalmente, perciò, la supervisione degli operatori di mercato ha sempre avuto per obiettivo principale la tutela della trasparenza e della correttezza (*conduct*) e non la stabilità in quanto tale. Su questo concetto è basato di regola il mandato delle autorità di mercato, a cui compete in genere la supervisione di tali operatori.

La mia tesi però è che, ferma restando l'importanza della supervisione di *conduct*, questo approccio non è, o comunque non è più, sufficiente.

Vorrei sgombrare il campo da un possibile fraintendimento: l'intermediazione di mercato (gestioni, fondi di investimento, fondi pensione, insieme ad altri grandi operatori che operano spesso con strategie simili, come i fondi sovrani), anche attraverso il ricorso a modalità operative che fanno uso di tecnologie avanzate, contribuisce normalmente ad accrescere la liquidità e l'efficienza dei mercati dei capitali, consentendo ai prezzi di riflettere in modo corretto le informazioni sul valore fondamentale delle attività scambiate e di assorbire gli shock derivanti da variazioni inattese dei flussi di domanda e di offerta. Nulla di ciò che dirò è inteso a mettere in dubbio questo fatto.

Il punto, però, è che in circostanze particolari, e specificamente in presenza di turbolenze e incertezze, l'importanza assunta da tali intermediari e le loro modalità operative possono accentuare la tendenza intrinseca dei mercati degli asset a generare fenomeni di instabilità tramite meccanismi di *feedback*. Queste circostanze, per rare che siano, sono le più delicate dal punto di vista della tutela

della stabilità finanziaria. Un'instabilità fuori controllo può avere conseguenze di rilievo sull'economia reale e più in generale sul benessere. Le questione chiave è quindi *macroprudenziale*: se l'intermediazione non bancaria, e in particolare l'azione dei grandi gestori di fondi, può amplificare indebitamente i movimenti del mercato in fase di turbolenza, occorre riflettere sulla necessità che alla tradizionale supervisione di *conduct* si affianchi una supervisione di stabilità a livello macro che, senza comprimere indebitamente l'efficienza del mercato e l'attività dei suoi operatori in tempi normali, costituisca un presidio contro il rischio di andamenti anomali in tempi difficili¹.

Il motivo più ovvio, anche se non necessariamente il più importante, per cui la questione può oggi assumere un rilievo maggiore che in passato è che sono cresciute sia la dimensione dell'industria dell'asset management, sia la sua concentrazione. Nell'ultimo decennio il patrimonio gestito da intermediari finanziari non bancari è quasi raddoppiato. Nel 2017, l'anno più recente per il quale i dati sono disponibili a livello globale, esso rappresentava poco meno della metà degli asset complessivi del settore finanziario. L'industria è inoltre significativamente più concentrata rispetto a qualche decennio fa.

Il fatto precedente sarebbe però relativamente innocuo se i gestori di fondi non fossero anche, come sembrano essere, simili tra loro in termini di portafogli e strategia; e forse anche questa caratteristica si è accentuata nel tempo. Investitori grandi e professionali tendono a detenere portafogli che sono sì adeguatamente *diversificati* al proprio interno, ma poco *diversi* fra gestori; vi è evidenza che punta in questa direzione. È verosimile che le attività di gestione patrimoniale siano diventate strutturalmente più correlate nel corso degli anni anche a causa della diffusione di strategie di investimento comuni, cosa facilitata tra l'altro dalla diffusione di nuove tecnologie (trading ad alta frequenza, algo-trading) e prodotti finanziari (ETF), che possono aver reso gli intermediari più prociclici e più pronti a reagire alle notizie del mercato, in modo correlato fra loro. La crescita del trading automatizzato ha dato origine a una serie di episodi improvvisi di turbolenza perfino in mercati che sono tra i più grandi e più liquidi del mondo. Per di più, così come le correlazioni degli asset, anche le correlazioni delle attività di business possono variare nel corso del ciclo, aumentando nei periodi di crisi.

¹ Gli argomenti di questa parte sono trattati in maggior dettaglio nel mio intervento *The regulation of non-bank finance: the challenges ahead* (disponibile sul sito della Banca d'Italia), al quale rinvio anche per riferimenti alla letteratura rilevante nonché per i dati di supporto e le relative fonti.

È dunque quanto meno un'ipotesi ragionevole che l'accresciuta dimensione, concentrazione e (presumibilmente) similarità dei gestori di portafogli tenda ad accentuare la volatilità del mercato in occasione di turbolenze. Alcune analisi empiriche disponibili mostrano in effetti che le operazioni di trading degli investitori istituzionali possono causare notevoli sbalzi di prezzo, sia a livello di singola attività, sia a livello aggregato. Nei periodi di ribasso, le operazioni degli investitori istituzionali in difficoltà finanziarie possono trasformarsi in svendite (*fire sales*), e – tenendo conto della dimensione degli investitori istituzionali e della presumibile similarità e rapidità delle loro azioni – un effetto temporaneo sui prezzi può essere ulteriormente amplificato in modo da esercitare una forte pressione sulla liquidità del mercato. Se i giganti si muovono tutti nella stessa direzione, e a tutta velocità, si riduce lo spazio per l'attività di investitori *contrarian*, ossia di investitori disposti – se ritengono che il mercato si stia allontanando dai fondamentali per l'effetto perverso di un meccanismo di *positive feedback* – a scommettere sul suo ritorno su valori coerenti con le variabili di fondo, aiutando così il mercato a recuperare stabilità.

La possibilità che esistano altri rischi legati alla pura e semplice dimensione dei grandi gestori di fondi è oggetto di un vivace dibattito. Poiché asset manager, assicuratori e fondi pensione forniscono servizi di agenzia, sui loro bilanci gravano – come si è già detto – pochi rischi di credito, di mercato o di liquidità rispetto alle banche. Dunque, si sostiene da alcuni, non esiste un problema di operatori “troppo grandi per fallire”: anche i più grandi non sono poi così “grandi”, nel senso che le attività detenute in bilancio sono solo una piccola frazione della massa amministrata. Altri, e chi vi parla fra questi, sono dell'opinione che non abbiamo abbastanza esperienza per prevedere che cosa potrebbe succedere nel caso estremo della crisi di un grande asset manager; che, data anche la somiglianza di portafogli e strategie (nota al mercato, o magari solo da questo presunta), non pare irragionevole attendersi esternalità legate a crisi di fiducia, per esempio significativi deflussi da altri gestori patrimoniali, con effetti sulla liquidità, sui prezzi, sulla volatilità, che possono ricadere sull'intero mercato e quindi a loro volta retroagire in misura non irrilevante su altre istituzioni; che questo perciò giustificherebbe una supervisione rafforzata dei maggiori operatori globali.

Infine, due rischi tipici dell'attività bancaria, leva e trasformazione delle scadenze, si ritrovano anche in quella dei gestori di fondi, seppure in un contesto e con effetti diversi. Accenno, per brevità, solo al secondo (ma anche il primo ha rilievo, tra l'altro perché l'effetto di leva è di solito ottenuto per via sintetica, tramite strumenti derivati, ed è difficile da misurare, specie a livello sistemico). I

fondi non offrono conti correnti come le banche. Tuttavia gli investitori in fondi aperti possono normalmente riscattare le proprie quote con minimo preavviso, e la situazione per certi aspetti non è dunque molto diversa: se i fondi investono in titoli illiquidi, sono esposti – in caso di mercati perturbati – al rischio di ondate di riscatti analoghe alle “corse agli sportelli” bancarie. In questo caso però, a differenza di quello delle banche, per i motivi che credo di avere già chiarito ciò che più preoccupa non è l’effetto sulla liquidità del gestore, bensì quello sulla liquidità dei mercati in cui sono investiti i fondi gestiti. Un’ondata di riscatti si può tradurre in quei fenomeni di *fire sales* degli asset gestiti a cui ho già accennato; il contagio e l’innescio di cicli di retroazione difficilmente controllabili sono possibilità concrete.

Esistono alcuni strumenti normativi che possono attenuare questi rischi: ad esempio, è possibile imporre ai fondi aperti requisiti minimi di liquidità e/o tetti alla quota di asset illiquidi detenibile; ma l’applicazione di questi strumenti preventivi è ben lungi dall’essere generalizzata. Più diffusi sono gli strumenti per la gestione di una crisi di riscatti in corso, come sospensioni di rimborso e *redemption gates*; però si tratta di rimedi tardivi, per di più potenzialmente controproducenti per l’effetto segnaletico a essi legato.

Se il rischio più importante è di natura sistemica, è importante valutare meglio i potenziali canali di trasmissione e contagio, anche attraverso strumenti di *stress testing* mirati principalmente (a differenza del caso bancario, dove ciò che conta è la stabilità di ogni istituto) non agli effetti di una turbolenza di mercato sul singolo fondo o gestore, bensì alle ripercussioni delle strategie dei gestori in caso di crisi incipiente su liquidità, prezzi e volatilità nei mercati.

Tutto questo suggerisce la necessità di una più profonda comprensione dei rischi per la stabilità finanziaria posti dall’attività dei gestori di fondi e di un ripensamento del quadro istituzionale di vigilanza. Nella maggior parte dei paesi, i gestori di fondi ricadono in prevalenza sotto la responsabilità dei regolatori del mercato e dei titoli. Tradizionalmente, come ho detto, il mandato di queste autorità riguarda la protezione degli investitori e l’integrità del mercato e ha poco o nulla a che fare con la stabilità sistemica. A me sembra opportuno avviare una riflessione ad ampio raggio sullo spazio da dare all’obiettivo della stabilità nel mandato delle autorità di vigilanza sui mercati, e/o sull’eventuale coinvolgimento di altre autorità (in particolare macroprudenziali), nonché sul coordinamento con l’attività delle banche centrali, per la funzione che queste ultime svolgono nella tutela della stabilità finanziaria e per il loro ruolo di fornitori di liquidità di ultima istanza.

A livello internazionale l'FSB, in cui sono rappresentati i regolatori bancari e del mercato nonché le banche centrali, è il luogo naturale di confronto per l'analisi dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla finanza non bancaria e la costituzione di presidi a fronte di essi. Di recente, l'FSB ha adottato alcune prime, importanti misure.

La prima esigenza era conoscitiva: il mondo della finanza non bancaria è molto indietro rispetto a quello bancario nella produzione di statistiche soddisfacenti. Da qualche anno l'FSB pubblica un *Non-bank financial intermediation* (ex “*shadow banking*”) *monitoring report*: nel corso del tempo l'FSB ha fatto un considerevole sforzo per migliorare la copertura del rapporto e rendere omogenee le definizioni, ampliando l'ambito geografico dei dati raccolti e migliorando l'analisi dei rischi. Almeno sulla dimensione complessiva del fenomeno alcuni dati chiave sono oggi disponibili.

In campo normativo, fin dal 2017 l'FSB ha emanato prime raccomandazioni di policy rivolte allo *standard setter* internazionale competente, l'IOSCO (l'organismo che riunisce i supervisori di mercato), per affrontare alcune potenziali vulnerabilità, in particolare nella gestione del rischio di liquidità dei fondi, nonché nella misurazione della leva finanziaria. L'IOSCO sta gradualmente dando attuazione a queste raccomandazioni. A giudizio di chi vi parla, la cosa non dovrebbe finire qui: per esempio nel campo della trasformazione delle scadenze sarebbe meglio che gli standard fossero resi più stringenti (come avviene nel caso delle regole italiane sui fondi aperti). L'FSB ha anche cominciato a studiare l'impatto delle strategie dei grandi investitori sulla liquidità del mercato, partendo da un “esercizio di simulazione” sui rimborsi dei fondi: questa linea di ricerca è importante e dovrebbe essere perseguita regolarmente. Alcune scelte sono state difficili, e non sono mancate battute d'arresto, come l'abbandono (a mio avviso mal consigliato) del progetto di stabilire un regime prudenziale specifico per gli intermediari finanziari non bancari sistemici a livello globale.

Sono primi passi; la strada da fare è lunga, e il territorio inesplorato ancora vasto. Mi auguro che non venga a mancare la volontà di procedere. Chiuso ormai un lungo ciclo di regolamentazione bancaria, e tenuto conto dei nuovi rischi, la finanza non bancaria dovrebbe a mio avviso restare una priorità nell'agenda della regolamentazione per i prossimi anni.