

Banche e mercati: lezioni dalla crisi

**Intervento di Mario Draghi
alla *Foreign Bankers' Association, The Netherlands***

Amsterdam, 11 giugno 2008

Banche e mercati: lezioni dalla crisi

Introduzione

Banche e mercati svolgono funzioni complementari nell'allocazione delle risorse, nella distribuzione del rischio, nella creazione di liquidità. Negli anni più recenti i confini tra queste due componenti del sistema finanziario si sono progressivamente attenuati a causa dei cambiamenti normativi e tecnologici, dell'evoluzione della domanda, del rapido processo di innovazione finanziaria; le loro funzioni hanno mostrato una progressiva convergenza. La crisi dei mutui *subprime* ha interrotto questo processo, mettendo in discussione il modello di intermediazione finanziaria basato sullo stretto collegamento tra banche e mercati.

Questi mutamenti riflettono in larga misura modifiche strutturali nella composizione sia della domanda sia dell'offerta di prodotti finanziari. Tuttavia, la crisi ha messo in luce debolezze che richiedono una riflessione approfondita. La sfida per banche e mercati consiste ora nell'individuare un modello di intermediazione che favorisca l'efficiente allocazione delle risorse senza al tempo stesso emanare dal suo interno impulsi destabilizzanti.

In questo intervento analizzerò brevemente il ruolo che i mutamenti normativi, le autorità di vigilanza, le stesse banche centrali possono svolgere per migliorare il funzionamento di questo sistema di intermediazione nuovo e sempre più complesso.

La convergenza tra banche e mercati

Nel modello di intermediazione tradizionale, le banche concedono finanziamenti, vagliando le caratteristiche dei propri clienti dal momento della concessione a quello del rimborso del prestito;

esse forniscono inoltre servizi di pagamento e di liquidità, trasformando depositi a breve termine in finanziamenti a più lunga scadenza. I mercati consentono invece di stabilire una relazione diretta tra gli operatori che offrono fondi e quelli che richiedono finanziamenti; il loro ordinato funzionamento richiede pertanto un flusso continuo di informazioni accurate e tempestive. In passato - in presenza di imprese di piccole dimensioni e poco trasparenti e di un basso grado di protezione dei creditori e degli azionisti di minoranza - le banche hanno svolto in molti paesi un ruolo preminente. Nel tempo, la maggiore disponibilità di informazioni, la crescita dimensionale delle imprese, la maggiore complessità delle loro esigenze finanziarie, i progressi nel campo del diritto societario hanno ampliato il ruolo dei mercati.

Già alla metà degli anni novanta era evidente come i mercati e gli intermediari non bancari stessero progressivamente erodendo l'attività delle banche nei diversi comparti del sistema finanziario. Negli ultimi dieci anni la capitalizzazione di borsa è raddoppiata negli Stati Uniti (a circa 20.000 miliardi di dollari), è triplicata in Europa (a 17.000 miliardi). Tra il 2000 il 2007 il valore nozionale dei derivati *Over the Counter* (OTC) è passato da meno di 100.000 a circa 600.000 miliardi di dollari. Si sono formati nuovi mercati, che hanno raggiunto dimensioni considerevoli. Nel 2006 negli Stati Uniti l'attivo delle banche era sceso a circa il 10 per cento del totale delle attività finanziarie complessive; nei principali paesi europei l'analoga quota oscillava tra il 25 e il 35 per cento.

Le determinanti del cambiamento

Gli sviluppi che ho appena descritto sono stati sospinti in primo luogo da fattori di offerta quali la deregolamentazione, il progresso tecnologico, l'innovazione finanziaria, che hanno contribuito ad accrescere la disponibilità di strumenti per la gestione dei rischi e ad ampliare le combinazioni possibili di rischio e rendimento. Al tempo stesso, la globalizzazione e i guadagni di efficienza

derivanti da economie di scala hanno stimolato lo sviluppo di mercati *cross-border* e il consolidamento di mercati nazionali in precedenza segmentati, aumentandone la liquidità e riducendone i costi di transazione. L'innovazione finanziaria, attraverso tecniche quali la cartolarizzazione, ha accresciuto il grado di standardizzazione delle attività finanziarie.

Dal lato della domanda mi limiterò a citare solo i principali tra i fattori che hanno concorso allo sviluppo dei mercati. Da un lato, l'invecchiamento demografico e le riforme del sistema pensionistico attuate in più paesi hanno reso le famiglie più direttamente responsabili del finanziamento della loro assistenza sanitaria e dell'accumulo di ricchezza pensionistica; corrispondentemente, è aumentata la quota di risparmio investita in prodotti assicurativi e previdenziali. Dall'altro lato, negli ultimi anni il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse e la conseguente forte domanda di abitazioni hanno alimentato la crescita dei mutui, in qualche paese concessi anche da intermediari non bancari. Infine, il credito al consumo è divenuto parte del nostro stile di vita.

Lo sviluppo dei mercati ha sospinto quello degli intermediari non bancari, quali i fondi di *private equity* e le società di *venture capital*. Le ristrutturazioni societarie – sempre più frequenti nelle moderne economie industriali - richiedono a loro volta un volume di finanziamenti assai ampio, reperibile agevolmente solo presso una pluralità di investitori e di fonti di finanziamento. Nel periodo più recente hanno assunto rilievo nuovi attori, quali i fondi sovrani (*Sovereign Wealth Funds*) provenienti da paesi emergenti.

Evoluzione dell'attività delle banche

Le banche - in particolare quelle più grandi e operanti a livello internazionale - hanno risposto alle opportunità dischiuse dallo sviluppo dei mercati estendendo le proprie funzioni oltre il tradizionale

modello di intermediazione. Hanno in primo luogo “frammentato” l’attività di concessione del credito, cedendo ad altri operatori finanziari i prestiti da esse stesse in precedenza erogati. Dal lato della raccolta, hanno diversificato le fonti di finanziamento, accrescendo il peso delle componenti all’ingrosso e riducendo quello dei tradizionali depositi al dettaglio. Le banche sono oggi intermediari che forniscono liquidità e, al tempo stesso, un’ampia gamma di strumenti di finanziamento con un elevato grado di complessità; a differenza che in passato, esse non sono più caratterizzate dalla specifica natura delle loro attività e passività. Il volume delle attività di bilancio – in particolare i crediti – pertanto non rappresenta più correttamente l’importanza delle banche all’interno del sistema finanziario.

Le trasformazioni appena descritte non hanno ridotto l’importanza delle banche: al contrario, nonostante il cambiamento avvenuto nella composizione dei loro ricavi, il loro ruolo è nel complesso maggiore oggi rispetto al passato. Negli Stati Uniti la quota dei ricavi da servizi sul margine di intermediazione è salita dal 20 per cento dei primi anni ottanta all’attuale 45 per cento. Andamenti simili si osservano in molti paesi europei, dove alle banche fa capo una quota rilevante del mercato del risparmio gestito.

I legami sempre più stretti tra banche e mercati pongono nuove sfide. L’attività di cartolarizzazione impone alle banche di detenere ammontari cospicui di attività finanziarie, inclusi i prestiti che saranno successivamente ceduti e le *tranche* detenute - direttamente o mediante veicoli fuori bilancio - al fine di facilitare la vendita delle altre *tranche* derivanti dalle cartolarizzazioni. Nell’ultimo anno la volatilità dei mercati ha influenzato la redditività delle banche assai più del previsto, annullando di fatto i benefici derivanti dalla diversificazione dei ricavi. Dal lato del passivo, la dipendenza della raccolta bancaria dai mercati all’ingrosso ha ampliato l’instabilità e i rischi di contagio, soprattutto a livello internazionale.

In sintesi, nonostante che il settore finanziario sia oggi più complesso e articolato, con un maggior numero di passaggi attraverso cui il risparmio viene intermediato, le banche rimangono al cuore del sistema. L'esperienza dei mesi più recenti mostra come le difficoltà dei mercati e delle banche possano alimentarsi a vicenda, fino a minacciare la stabilità dell'intero sistema finanziario globale.

La crisi: a che punto siamo?

Fino al giugno del 2007, sui mercati internazionali era in atto una rivalutazione progressiva, decisa ma mirata, del rischio di credito – un fenomeno non infrequente nelle fasi di debolezza ciclica. Nei mesi successivi, tuttavia, le turbolenze sul mercato del credito si sono accentuate, associandosi a crescenti incertezze sulla entità complessiva delle perdite registrate dalle banche e sulla loro distribuzione tra i diversi intermediari. Il risultato è la crisi di liquidità che ben conosciamo: le banche sono divenute riluttanti a scambiare fondi sul mercato interbancario, che è divenuto via via meno liquido, registrando a tratti una drastica caduta degli scambi. Emergevano sintomi di razionamento; i premi per il rischio raggiungevano picchi elevatissimi.

Le banche centrali sono intervenute a più riprese per contenere la crisi di liquidità. Ma è ormai chiaro che alla radice del problema vi sono le forti incertezze sulla qualità di prodotti finanziari di ammontare pari a migliaia di miliardi di dollari.

La dinamica delle perdite rivela due caratteristiche principali. In primo luogo, emerge come la maggior parte delle minusvalenze si sia concentrato sui titoli rivenienti dalle cartolarizzazioni; in particolare, prodotti quali gli ABS, i CDO e i CMBS hanno dato origine a circa due terzi delle perdite complessive. I prezzi dei prodotti della finanza strutturata riflettono attualmente sia le perdite attese, sia una componente di incertezza, in qualche misura legata al rischio di liquidità.

Nelle fasi di calo dei prezzi dei diversi strumenti finanziari, i nuovi principi contabili hanno spinto gli operatori ad intensificare le vendite, al fine di evitare la contabilizzazione di perdite ulteriori.

In secondo luogo, è divenuto evidente che i problemi hanno riguardato soprattutto le banche: oltre la metà delle perdite complessive sono state subite dai grandi intermediari internazionali sia direttamente, sia indirettamente. L'utilizzo di requisiti patrimoniali rigidi rende le banche vulnerabili a un aumento della volatilità dei prezzi delle diverse attività finanziarie e può talora provocare vendite massicce e perdite ingenti.

Abbiamo superato la crisi?

Da un lato, non mancano segnali positivi. Le svalutazioni delle attività di bilancio effettuate dai diversi operatori sulla base dei prezzi di mercato sono influenzate da shock di liquidità temporanei e dal livello attuale, assai elevato, dei premi per il rischio; esse potrebbero pertanto sovrastimare il valore effettivo delle perdite future. Inoltre, gli attuali valori di mercato riflettono presumibilmente ipotesi basate su scenari pessimistici che potrebbero non realizzarsi, ad esempio nel caso in cui negli Stati Uniti le misure di stimolo dell'economia e le modifiche contrattuali introdotte per alcune tipologie di mutui frenassero la caduta discesa dei prezzi degli immobili. Inoltre, le banche hanno raccolto capitale di rischio con cui far fronte alle perdite: a tale riguardo investitori quali i fondi sovrani hanno rappresentato una preziosa fonte di finanziamento. Anche considerando le perdite attese, il capitale complessivo delle banche rimane superiore a quello previsto dalla normativa, sebbene singoli intermediari potrebbero in futuro richiedere immissioni di capitale.

Dall'altro lato, non possiamo abbassare la guardia: la situazione potrebbe ancora peggiorare. Un deterioramento del ciclo economico e ulteriori riduzioni dei valori immobiliari potrebbero ripercuotersi negativamente sulle condizioni di fondo dei mercati. Un aumento delle perdite

potrebbe rendere i *primary broker* riluttanti ad assumere rischi di controparte, inducendoli a fissare *margin requirements* più elevati, che potrebbero costringere gli *hedge funds* a liquidare posizioni di ingente valore. Ciò potrebbe provocare una nuova ondata di vendite e accentuare le pressioni al ribasso sui prezzi dei titoli.

I mercati sono tuttora caratterizzati da incertezze profonde. Come si è arrivati a questo punto? E, soprattutto, quali misure possono consentire di ripristinare appieno, di rafforzare, la stabilità del sistema finanziario?

Lezioni dalla crisi

Una prima lezione, cruciale ancorché non nuova, che emerge dalla crisi è che le banche centrali devono analizzare con la dovuta attenzione i fattori in grado di generare significativi squilibri finanziari. Nonostante che la crisi sia emersa in un comparto nuovo del settore finanziario - il mercato dei mutui *subprime* - e con modalità diverse rispetto al passato, numerosi fattori che hanno svolto un ruolo centrale erano già presenti in precedenti episodi di instabilità: si pensi ad esempio al rapido processo di innovazione finanziaria, al forte incremento della leva finanziaria, alla tendenza degli investitori a ricercare rendimenti più elevati anche se più rischiosi, alla sopravvalutazione dei prezzi degli immobili. Le Autorità monetarie internazionali dovrebbero valutare in che misura la crisi rifletta l'orientamento passato delle politiche monetarie, che ha condotto a livello globale a tassi di interesse eccezionalmente bassi e a una crescita eccessiva della moneta e del credito.

In presenza di un collegamento sempre più stretto tra banche e mercati, le banche centrali devono considerare una crescita rapida e protratta degli aggregati monetari e creditizi come un indicatore di potenziali squilibri e vagliare, oltre che l'andamento dell'inflazione, l'evoluzione di un ampio

insieme di indicatori. A tale riguardo, il *framework* di politica monetaria della BCE si distingue per il suo ampio grado di articolazione.

La turbolenza ha messo in luce anche debolezze del sistema finanziario. Nelle pagine seguenti mi soffermerò su quelle più strettamente connesse con le caratteristiche della crisi e con gli stretti legami tra banche e mercati. Quattro argomenti acquisiscono particolare rilevanza.

Sottostima del rischio

La turbolenza ha evidenziato una diffusa sottovalutazione del rischio.

Il rischio di credito si è dimostrato particolarmente arduo da valutare con precisione. Ciò riflette sia complessità tecniche, sia carenze informative. I modelli utilizzati per la valutazione di attività illiquide esposte al rischio di credito (quali gli ABS) si sono rivelati in generale inadeguati, per l'utilizzo di ipotesi *backward looking* - come nella definizione di scenari relativi al mercato immobiliare - o per la mancanza di dati relativi a un intero ciclo economico, necessari per effettuare analisi statistiche adeguate. Per di più, i rendimenti di molti strumenti finanziari si sono rivelati altamente non lineari, accrescendo le difficoltà di valutazione. Sebbene in linea di principio gli investitori possano fare affidamento sui giudizi delle agenzie di *rating*, in tali condizioni la valutazione diviene pressoché un atto di fede – soprattutto in fasi di alta volatilità.

Anche i rischi di liquidità e quelli connessi con la raccolta sui mercati all'ingrosso sono stati fortemente sottostimati. Nel modello *Originate to Distribute* (OTD), l'intermediario che eroga il credito si finanzia tipicamente mediante l'emissione di titoli, spesso a breve termine, invece che con depositi. A loro volta, gli *hedge fund* forniscono liquidità ai mercati, ma solo fintantoché sono in grado di accrescere la leva finanziaria, una possibilità che potrebbe svanire proprio quando la

disponibilità di credito si riduce. Infine, gli operatori hanno mostrato, in risposta a shock significativi, una diffusa tendenza a seguire le medesime strategie di investimento, riducendo anche per questa via la liquidità dei mercati, soprattutto nelle fasi in cui questa era più necessaria.

Avendo garantito ad altri intermediari copertura dai rischi di liquidità, le maggiori banche internazionali sono state duramente colpite nelle fasi in cui i mercati hanno smesso di funzionare. Esse sono quindi divenute riluttanti a concedere prestiti, anche ad altre banche, e hanno iniziato ad accumulare liquidità; hanno spesso evitato il ricorso alla liquidità offerta dalle banche centrali, data la connotazione negativa associata a questo tipo di operazioni. Scelte razionali per ciascuna singola banca hanno spesso finito per aumentare l'esposizione dell'intero sistema finanziario a shock di liquidità.

La presenza di incentivi perversi ha anch'essa contribuito alla generale sottostima del rischio. Per far fronte alla pressione della concorrenza e mantenere volumi di attività elevati, gli *originators* avevano incentivo ad allentare i criteri di concessione dei prestiti. Le agenzie di *rating* si basavano su modelli di analisi che si sono rivelati inadeguati a valutare con precisione prodotti strutturati basati sui mutui *subprime* e si sono mostrate poi lente nell'affrontare i conflitti d'interesse generati dall'elevato volume di commissioni raccolte su questi prodotti. Gli investitori con alta leva finanziaria hanno spesso accumulato strumenti rischiosi e poco trasparenti, presentando la loro *performance* come frutto di abilità invece che come la mera conseguenza dei rischi assunti (ossia, per dirla nel loro linguaggio, presentando agli investitori il loro "beta" come se rappresentasse un "alpha"). Schemi retributivi collegati a *performance* di breve termine hanno indotto *traders*, venditori di prodotti strutturati e *asset managers* ad assumere rischi eccessivi, incamerando i profitti e lasciando ad altri l'onere di mettere ordine dopo la crisi.

Complessità

Una seconda lezione proviene dalla crescente complessità del sistema. La diffusione di prodotti strutturati complessi e il peso crescente di conglomerati finanziari anch'essi altamente complessi hanno reso assai difficile l'analisi, la valutazione e la gestione del rischio. La vulnerabilità del sistema a eventi estremi è stata accresciuta dal diffuso ricorso alla leva finanziaria, a sua volta stimolato da condizioni macroeconomiche favorevoli e agevolato dal basso costo dei finanziamenti.

A livello globale, sono aumentati i rischi di contagio finanziario. Uno shock emerso in un segmento specifico (il mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti) si è diffuso a più mercati con rapidità difficilmente prevedibile. La caduta dei prezzi di una determinata tipologia di titoli ha generato timori, talora panico, sull'evoluzione dei corsi di altre categorie di titoli; le vendite di strumenti finanziari volte a far fronte ai *margin requirements* hanno determinato una forte pressione al ribasso sui prezzi. Gli shock si sono propagati a livello internazionale, estendendosi ai mercati monetari e a quelli relativi agli *swap* di valute. Le banche sono divenute pienamente consapevoli dei loro stretti collegamenti con altri intermediari.

È divenuto evidente che come in passato la complessità abbia spesso offuscato il reale grado di interdipendenza tra i diversi operatori e comparti del sistema finanziario, mostrando una diversificazione illusoria. In realtà, le diverse tipologie di strumenti finanziari e i portafogli degli operatori sono oggi presumibilmente più correlati tra loro rispetto al passato.

Il modello di business che ha stimolato la crescita straordinaria del settore finanziario e che è alla base della sua complessità è ora messo in discussione. In particolare, le forti perdite subite da importanti banche internazionali sollevano dubbi sui sistemi di gestione del rischio e sul valore

strategico dei conglomerati finanziari globali. Spesso la crescita dimensionale di questi intermediari non ha comportato adeguati guadagni di efficienza attraverso economie di scala o di scopo.

Pro-Ciclicità

La crisi dei mutui *subprime* è esplosa dopo un lungo periodo di bassi premi per il rischio e di crescita del *leverage*; molti dei crediti concessi all'apice del ciclo si sono rivelati di bassa qualità. Con il peggiorare delle condizioni di mercato, gli investitori hanno rapidamente chiuso posizioni ad alta leva finanziaria e ridotto l'offerta di credito. Sia l'iniziale "euforia finanziaria" sia la successiva, brusca fase di ripiegamento hanno creato eccessi, instabilità e distorsioni nel processo di intermediazione, imponendo costi considerevoli al sistema finanziario e all'economia nel suo complesso.

Il comportamento pro-ciclico del sistema finanziario ha più cause. Valutazioni basate sul criterio contabile del *fair value* possono non rappresentare in maniera accurata il valore delle attività finanziarie in momenti di crisi e di stasi dei mercati. Ovviamente, l'alternativa non è quella di tornare a valutazioni basate sul costo storico, ma quella di fornire alle imprese e ai revisori linee guida circa metodi di valutazione e norme di trasparenza rispettosi dei fondamentali, da adottare nelle fasi in cui i mercati smettono di funzionare. Per essere pienamente funzionali, queste linee guida dovrebbero valere nelle fasi favorevoli così come in quelle sfavorevoli dei mercati, e garantire piena trasparenza.

I requisiti patrimoniali basati sull'effettiva rischiosità dell'attivo bancario possono anch'essi accrescere la pro-ciclicità del settore finanziario, accentuando la riduzione dell'offerta di credito in fasi di debolezza dell'economia reale. Il crescente ricorso alla raccolta sui mercati invece che mediante depositi al dettaglio potrebbe inoltre rafforzare il legame tra disponibilità di credito e

prezzi dei titoli. Una ulteriore potenziale fonte di pro-ciclicità è rappresentata dagli incentivi di breve termine offerti per la negoziazione e la vendita di strumenti finanziari all'interno di banche e *hedge funds*, che possono stimolare l'assunzione di rischi eccessivi soprattutto in fasi cicliche favorevoli e – più in generale – dar luogo a comportamenti imitativi (*herd behaviour*) in grado di accentuare le fluttuazioni dei mercati.

Innovazione finanziaria

I recenti avvenimenti hanno mostrato che l'innovazione finanziaria può generare svantaggi. Essa accresce l'efficienza del sistema finanziario completando i mercati, migliorando l'allocazione del rischio, riducendo i costi di transazione. Ma può anche contribuire a rendere i mercati meno stabili: è questo il caso, ad esempio, dei prodotti concepiti al mero scopo di eludere norme, sfruttare arbitraggi regolamentari o asimmetrie informative a beneficio di alcune parti e a danno di altre, come probabilmente è successo con alcuni degli strumenti assai poco trasparenti emessi negli anni più recenti.

Nonostante la difficoltà di distinguere ex ante i prodotti in grado di migliorare l'allocazione delle risorse e l'efficienza complessiva dell'intermediazione da quelli che rendono i mercati meno stabili, opachi ed inutilmente complessi, la valutazione dell'innovazione finanziaria rappresenta una questione che le Autorità di controllo e gli stessi operatori dovranno affrontare. La crisi ha dimostrato che il ruolo della disciplina di mercato è stato sovrastimato e che il rischio di *market failures* è presumibilmente più elevato di quanto si potesse ritenere.

Sfide per le banche

Negli anni precedenti la crisi, la redditività dei principali intermediari finanziari è aumentata significativamente, grazie all'espansione del volume di cartolarizzazioni, all'aumento del *leverage*

e all'incremento dei ricavi derivanti dalla prestazione di servizi finanziari complessi. Una analisi approfondita di questo modello di attività è oramai improcrastinabile.

I processi di ristrutturazione e gli aumenti di capitale finora annunciati dalle maggiori banche sono generalmente guidati da due principi: accrescere l'efficienza e migliorare la gestione del rischio.

Efficienza

Le grandi banche hanno avviato un ripensamento delle proprie strategie, adattando l'attività alle mutate prospettive dell'economia e del settore finanziario e riducendo le proprie dimensioni, cedendo attività periferiche rispetto al *core business*. Nell'immediato, ciò comporta un ridimensionamento dell'attività e tagli al personale: si tratta di passaggi necessari, a fronte dell'impatto negativo che la riduzione della leva finanziaria inevitabilmente comporta per la redditività delle banche. Tuttavia, la minore dimensione e il taglio dei costi migliorano l'efficienza solo se si associano a politiche in grado di trattenere le risorse con maggior talento. Il rischio principale per le banche è un *brain drain*, una depauperazione del capitale umano.

In risposta alla turbolenza, il *business mix* di primari operatori potrebbe mutare. Le tecniche più sofisticate di ingegneria finanziaria hanno presumibilmente perso parte del loro valore, mentre le fonti di finanziamento più tradizionali e più stabili, quali i depositi al dettaglio, sembrano tornati a ricoprire un ruolo di rilievo. Alcuni intermediari internazionali molto grandi e complessi si sono rivelati meno diversificati di quanto la loro dimensione sembrava suggerire solo pochi mesi fa.

Questa evoluzione – unitamente alle profonde differenze che la crisi ha scavato tra le diverse banche quanto a redditività e disponibilità di capitale – potrebbero stimolare ulteriori operazioni di riorganizzazione societaria. Le fusioni, così come le ristrutturazioni di singoli intermediari,

potrebbero rappresentare una soluzione efficace per gestire la trasformazione del business mix dei gruppi bancari e per conseguire un'esposizione più equilibrata ai rischi; un ruolo altrettanto rilevante potrà essere svolto da operazioni di scorporo di aziende o di cessione di rami di attività. Alcuni operatori globali stanno già vendendo comparti che si sono rivelati difficili da integrare o incapaci di generare sinergie. Gli intermediari con le migliori capacità manageriali e con la maggiore dotazione di capitale potranno beneficiare dalle occasioni che emergeranno dal processo di ristrutturazione.

Gestione del rischio

La convergenza tra banche e mercati ha evidenziato nuove fonti di rischio, emerse appieno durante la crisi.

Il rischio di reputazione è aumentato. In presenza di una gamma di prodotti sempre più vasta, le banche hanno sfruttato appieno il loro marchio per attrarre nuovi clienti. In tale contesto tuttavia le difficoltà di un mercato o di singoli prodotti rischiano di danneggiare la reputazione della banca nel suo complesso. In futuro, l'attività di *risk management* dovrà valutare ciascuna operazione alla luce delle sue potenziali ripercussioni sulla reputazione dell'intera azienda. I rischi reputazionali non sono facili da quantificare ex ante, ma sono in grado di produrre effetti assai gravi ex post.

Il passaggio a una attività sempre più basata sul trasferimento dei rischi dalle banche ai mercati e incentrata su prodotti scambiati sugli stessi mercati ha anche aumentato i rischi di natura fiduciaria. La vendita alla clientela di prodotti al alto rischio potrebbe generare conseguenze di natura legale o anche politica, con riferimento ad esempio alla protezione dei consumatori. Le banche devono valutare con attenzione ciascun prodotto, accrescendone la chiarezza e la trasparenza; devono migliorare il grado di preparazione del personale, contribuire ad innalzare la cultura finanziaria dei

risparmiatori, al fine di fornire loro indicazioni che consentano scelte di investimento avvedute e consapevoli.

La diffusione di prodotti a lungo termine ha esteso nel tempo, e su larga scala, i rischi operativi. È evidente che le banche non hanno valutato appieno la portata di un tale fenomeno, che richiede ora un esame approfondito. Peraltro, rischi di questa natura possono essere assicurati ma certamente non trasferiti a terzi.

La turbolenza finanziaria ha rivelato gravi debolezze anche nella gestione dei rischi tradizionali da parte delle principali banche internazionali, come dimostra il Rapporto del *Financial Stability Forum*. Le *best practices* emerse a livello internazionale indicano possibili vie di miglioramento. La gestione del rischio richiede innanzi tutto una attenta valutazione della coerenza tra la strategia complessiva della banca e i livelli di rischio desiderati dagli azionisti. A questo proposito, i *risk managers* dovrebbero preoccuparsi non solo delle perdite, ma dei anche dei profitti inattesi: ricavi incoerenti con il *target* di rischio prescelto possono infatti rivelare una sottostima dei rischi che la banca effettivamente sopporta. Dal loro canto, i vertici aziendali dovrebbero tener conto dei rischi che possono derivare dall'evoluzione dei mercati, dall'evoluzione di settori o di singoli intermediari, dall'innovazione finanziaria.

I consigli di amministrazione e l'alta dirigenza devono assicurare che l'attività di gestione del rischio abbracci l'intera attività della banca, garantirne la piena indipendenza. Il secondo pilastro dell'Accordo di Basilea già richiede alle banche - nell'ambito delle procedure di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale - un impegno crescente per valutare l'esposizione complessiva alle diverse tipologie di rischio.

La crisi ha messo in luce, infine, l'importanza di combinare diverse modalità di valutare il rischio. Qualunque modello di valutazione, per quanto sofisticato, non può che fornire una rappresentazione imperfetta della realtà; le ipotesi su cui esso si basa e i suoi limiti vanno compresi appieno. Gli *stress test* costituiscono un utile strumento di valutazione dei possibili effetti di shock inattesi; essi dovrebbero stimolare il dibattito all'interno della banca e facilitare i necessari interventi.

La risposta delle Autorità

La crisi ha rivelato debolezze nel quadro regolamentare e di vigilanza. Sono necessarie azioni volte a ripristinare la fiducia e a preservare la stabilità del sistema. Gli incentivi che le Autorità forniscono attraverso i requisiti patrimoniali e di liquidità e mediante l'attività di supervisione, andranno essere riesaminati al fine di ridurre le possibilità di arbitraggio normativo e di rafforzare la disciplina di mercato. I potenziali limiti di Basilea II, quale un aumento della pro-ciclicità dell'offerta di credito, richiedono attenta considerazione. Le Autorità di vigilanza dovrebbero coordinarsi per far fronte al ruolo crescente di operatori internazionali con rilevanza sistemica – un passo in tal senso è rappresentato dalla costituzione, entro la fine di quest'anno, di *supervisory collages* per seguire l'attività di questi intermediari.

Basilea II: verso un approccio integrato al rischio

La crisi ha stimolato la discussione sull'adeguatezza delle norme e dell'attività di vigilanza. Il *Financial Stability Forum* ha rilevato come i limiti e le possibilità di elusione normativa offerte da Basilea I abbiano incentivato il trasferimento del rischio presso operatori non regolamentati, aggravando il problema dei “*conduit/SIV*”. In alcuni casi, le autorità di vigilanza non hanno mostrato l'attenzione e il rigore necessari per una attenta valutazione dell'innovazione finanziaria.

Il *framework* di Basilea II allinea maggiormente i requisiti patrimoniali ai rischi effettivi delle banche, introducendo tecniche avanzate di gestione del rischio, stimolando lo scrutinio continuo delle scelte delle banche da parte delle Autorità di vigilanza, promuovendo la diffusione di informazioni al mercato. Nell'ambito del primo pilastro, le esposizioni fuori bilancio, così come quelle in bilancio, sono valutate accuratamente ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali; il trattamento delle attività derivanti da cartolarizzazioni elimina gli incentivi all'arbitraggio regolamentare nel calcolo dei requisiti. Inoltre, le nuove norme prudenziali sono caratterizzate dalla flessibilità necessaria per fronteggiare le sfide poste dall'innovazione finanziaria, assegnando a ciascun intermediario il compito di adeguare i criteri di gestione del rischio all'evoluzione della propria attività.

Il secondo pilastro consentirà alle Autorità di vigilanza rafforzare le procedure di supervisione intensificando il dialogo con le banche. Ciò dovrebbe stimolare gli stessi intermediari a tenere sotto controllo il cosiddetto "*tail risk*", al fine di evitare concentrazioni di rischio eccessive. Le Autorità di vigilanza, a loro volta, hanno bisogno di risorse e competenze in grado di valutare i rischi complessivi e i sistemi di gestione del rischio delle singole banche, di vagliare i modelli interni degli intermediari. Le banche andranno stimolate a migliorare i sistemi di gestione del rischio e, in base al principio della proporzionalità, ad adottare approcci tanto più avanzati quanto più complessa è la loro attività.

La disciplina di mercato verrà rafforzata nell'ambito del terzo pilastro. Durante la turbolenza, la mancanza di informazioni, il ritardo nella loro divulgazione hanno amplificato la crisi, minando la fiducia dei mercati e accrescendo l'incertezza. Gli intermediari finanziari devono aumentare la trasparenza, adattando l'informazione che essi rendono disponibile al mutare delle condizioni di mercato, al fine di allineare al meglio gli incentivi di tutti i soggetti interessati. Queste raccomandazioni possono migliorare il dialogo tra banche e mercati.

Il rapido recepimento di dell'Accordo di Basilea II da parte di molti paesi è essenziale per rafforzare il sistema finanziario, ma è solo il primo passo. Una volta attuato l'Accordo, le Autorità di vigilanza dovranno seguire i progressi e l'evoluzione dei mercati finanziari, esaminare in modo continuo l'adeguatezza del quadro normativo. Tale processo è di fatto già iniziato: il FSF ha richiesto alle Autorità di vigilanza di valutare l'opportunità di rafforzare il requisito patrimoniale di Basilea II per i prodotti strutturati complessi e per i titoli rivenienti da cartolarizzazioni; di applicare adeguati requisiti patrimoniali per i rischi di insolvenza derivanti dal portafoglio di negoziazione; di aumentare i coefficienti patrimoniali a fronte delle linee di credito concesse ai *conduits/SIV*. Ogni qualvolta le banche sostengano gran parte dei rischi derivanti dai veicoli che esse stesse sponsorizzano, questi ultimi devono essere inclusi nel perimetro del consolidamento.

La pro-ciclicità della regolamentazione

Molto è stato fatto per valutare i possibili effetti di Basilea II sul capitale delle banche; tuttavia una valutazione esaustiva sarà possibile solo dopo la piena attuazione dell'Accordo. È necessario esaminare attentamente la volatilità dei requisiti patrimoniali e la loro valutazione nelle diverse fasi cicliche. Questo effetto non è del tutto indesiderato, in quanto la normativa mira a una più stretta relazione tra il capitale e il grado di rischio dell'attivo delle banche. Ma vanno comprese meglio le sue interazioni con le prassi di vigilanza, con l'andamento dei mercati e del sistema finanziario nel suo complesso. Ad esempio, il passaggio a criteri contabili basati sul *fair value* – necessario per garantire maggiore trasparenza – potrebbe amplificare la pro-ciclicità del sistema.

In questi ultimi mesi, ricercatori e operatori hanno proposto diversi modi attraverso cui attenuare questi effetti, ad esempio introducendo requisiti di capitale anticiclici (ossia che aumentano al diminuire dei premi per il rischio) o adottando il sistema di *dynamic provisioning* applicato dalle

Autorità di vigilanza in Spagna. Queste e altre proposte andranno valutate non solo per il loro impatto sulla pro-ciclicità ma anche per la loro coerenza con il complesso delle norme prudenziali. I potenziali effetti sistemici vanno esaminati con attenzione; vanno introdotte misure – tra cui l’aggiornamento dei parametri di rischio e l’affinamento dello stesso quadro normativo – per trovare il giusto equilibrio tra reattività al rischio e pro-ciclicità.

La vigilanza sugli operatori globali

La regolamentazione e il quadro di vigilanza prevalenti a livello nazionale vanno armonizzati, al fine di evitare che le stesse norme e le diverse pratiche di vigilanza influenzino le decisioni strategiche delle banche. Ciò è essenziale per scongiurare una “corsa al ribasso” nella fissazione delle norme o nell’attività di supervisione delle banche. La cooperazione dovrebbe progressivamente attenuare eventuali differenze nelle pratiche nazionali e stimolare il confronto internazionale, al fine di individuare *best practices* e rendere più efficace la vigilanza sulle istituzioni finanziarie complesse.

La cooperazione internazionale tra Autorità di vigilanza va intensificata, partendo dall’esperienza dei *supervisory colleges*. L’istituzione di un college internazionale per ciascuna delle maggiori istituzioni finanziarie globali rappresenta un passo nella giusta direzione. Le diverse Autorità di vigilanza nazionali dovrebbero inoltre mirare a coordinare le proprie analisi, i propri interventi, le valutazioni sulla rischiosità e sulle modalità di gestione delle singole banche, al fine di trarre lezioni dalle diverse esperienze e stabilire punti di riferimento comuni.

Gli eventi recenti hanno evidenziato lo stretto legame che intercorre tra gli schemi di retribuzione dei dipendenti e l’assunzione di rischio da parte della banca. In pratica gli incentivi hanno spesso finito per conferire peso eccessivo ai profitti di breve periodo, sottostimando invece i rischi a lungo

termine; essi faticano a contemperare la propensione al rischio con i controlli sul rischio stesso. Gli schemi di remunerazione dovrebbero invece far riferimento alla redditività di lungo periodo dell'intero gruppo bancario. Questo principio è stato finora applicato in maniera disuguale dai diversi intermediari, specialmente nell'attività di vendita dei prodotti finanziari. Molte banche, colpite dalla crisi, stanno ora rivedendo i sistemi di retribuzione basati sulla performance. In più paesi le Autorità hanno annunciato che in futuro accentueranno l'attenzione posta sulle modalità con cui le banche contengono i rischi che possono scaturire dai sistemi di remunerazione basati sulla performance.

L'accresciuta trasparenza e la comunicazione agli azionisti di informazioni esaustive sugli schemi retributivi contribuirebbero ad allineare gli incentivi agli obiettivi a lungo termine della banca. La Banca d'Italia ha avviato il dibattito nell'ambito del sistema bancario italiano attraverso l'emanazione di norme apposite.

Il ruolo delle banche centrali

Le banche centrali hanno svolto un ruolo cruciale nella gestione della crisi. Nel loro nuovo, duplice ruolo di prestatori di ultima istanza per mercati e banche, hanno evitato il tracollo del sistema finanziario. Ma al tempo stesso hanno tratto importanti lezioni. Il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse negli anni scorsi aveva contribuito alla crescita eccessiva della liquidità, al *mispicing* dei diversi strumenti finanziari, ad allocare il rischio in maniera inefficiente. Le banche centrali dovrebbero considerare questi effetti al momento di fissare i tassi di riferimento della politica monetaria. Nel nuovo contesto finanziario, la politica monetaria ha un legame sempre più stretto con la stabilità finanziaria, che le banche centrali non possono più trascurare.

Le modalità con cui la politica monetaria viene attuata hanno consentito di rispondere alla crisi con tempestività e in modo innovativo. Fin dall'insorgere della crisi, le banche centrali hanno fornito alle banche la liquidità necessaria ad operare; hanno rivisto le modalità dei loro interventi per aumentarne la flessibilità, intensificando il coordinamento internazionale. Sono emerse tendenze comuni: le banche centrali hanno ampliato il numero delle controparti ammesse alle loro operazioni; hanno aumentato la frequenza degli interventi e la durata delle operazioni di rifinanziamento; hanno esteso la gamma dei titoli ammessi a garanzia al fine di rendere più liquidi i bilanci delle banche. Quest'ultimo obiettivo, in particolare, è stato perseguito attraverso gli schemi di *swap* di titoli recentemente avviati dalla *Federal Reserve* e dalla *Bank of England*. Le misure innovative volte ad allentare le tensioni sul mercato monetario del dollaro includono il recente accordo tra la *Federal Reserve*, la BCE e la Banca Nazionale Svizzera che ha reso disponibili alle controparti dell'Eurosistema e a quelle della banca centrale elvetica finanziamenti denominati in dollari.

Le banche centrali sono generalmente riuscite a mantenere i tassi a brevissimo termine in linea con i valori di riferimento, pur in presenza di un forte aumento della volatilità. Esse non hanno potuto però attenuare le tensioni sui mercati monetari, dove gli scarti tra i tassi sui prestiti non garantiti e quelli garantiti sono rimasti ampi e variabili. L'allungamento della scadenza delle operazioni di rifinanziamento ha tuttavia contenuto gli effetti sistemici delle tensioni nell'offerta di liquidità interbancaria. Le banche centrali non hanno potuto eliminare le cause di tali tensioni - e probabilmente ciò non rientra tra i loro compiti.

Un ulteriore aspetto che richiederà una attenta valutazione da parte delle banche centrali è l'azzardo morale. Gli interventi in favore di singoli intermediari con rilevanza sistemica comportano un costo, in quanto potrebbero incoraggiare l'assunzione di rischio da parte di altre banche. Per contenere l'onere regolamentare che può associarsi all'estensione del *safety net* garantito dalle banche

centrali, il costo dei salvataggi deve ricadere quanto più possibile sugli azionisti e sui massimi dirigenti delle banche in crisi.

La lezione che, in ultima analisi, sembra emergere dalla crisi è che una maggiore disciplina da parte degli operatori di mercato è l'elemento su cui si fonda la solidità del sistema finanziario.