

Università di Macerata
Fondazione “Angelo Colocci”

BANCA, RISCHIO, VIGILANZA:
RIFLESSIONI ALLA LUCE DELLA CRISI

Intervento di *Stefano Mieli*
Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria
Banca d'Italia

Jesi, 12 novembre 2010

1. Introduzione

Ringrazio la Fondazione Colocci per avermi invitato a tenere questa conferenza. Sono Direttore Centrale della Vigilanza da quasi due anni; la “macchina” della Vigilanza ha retto ragionevolmente bene all’urto della crisi, ma la pressione dell’operatività ci ha dato poco respiro. Questo invito ha rappresentato un’occasione preziosa per ritornare sulla teoria dell’intermediazione, un tema che mi ha appassionato durante tutta la vita professionale.

La finanza ha giocato un ruolo decisivo nella genesi della crisi che stiamo ancora vivendo; l’origine finanziaria dell’attuale fase economica avversa impone di riflettere sulla teoria economica per individuare le iniziative necessarie ad evitare che quanto è accaduto si ripeta, ma anche per porre domande: fino a pochi anni fa, infatti, l’analisi economica, o almeno la componente più ascoltata e accreditata di essa, aveva dato una valutazione largamente positiva dell’evoluzione in atto nel sistema finanziario.

2. Il quadro teorico di riferimento: gli intermediari come risposta alle imperfezioni del sistema economico, il ruolo della vigilanza.

L’attività di intermediazione finanziaria consiste nel prendere a prestito fondi dalle unità in surplus e trasferirli a quelle in deficit, intervenendo nel processo di allocazione delle risorse nel sistema economico. Anche se la banca in senso moderno esiste da più di un secolo, il problema dell’integrazione della teoria dell’intermediazione nei modelli di funzionamento dell’economia resta aperto; il paradosso consiste nel fatto che in condizioni caratterizzate da mercati perfetti - schema di riferimento ideale per la teoria economica neoclassica - l’allocazione ottimale delle risorse non richiede la presenza di intermediari finanziari.

Nei modelli di equilibrio economico generale à la Arrow e Debreu, in cui esiste uno spettro completo di mercati a pronti e a termine, la moneta non è necessaria ed assume il ruolo di puro numerario; nemmeno le riserve di liquidità sono necessarie, poiché nessun evento può modificare i piani di investimento degli agenti economici. Per quanto astratto, questo modello rappresenta un utile strumento di analisi per vasti settori delle moderne economie di mercato, comprese le transazioni finanziarie. Ingenti volumi di risorse sono allocati attraverso mercati in cui sono scambiati titoli di proprietà e di debito; il loro funzionamento può essere analizzato

attraverso le diverse formulazioni del modello standard che una sterminata letteratura economica ha sviluppato negli ultimi 50 anni.

Anche nei sistemi economici più avanzati, tuttavia, una parte molto ampia delle transazioni finanziarie è intermediata da agenti che interpongono il proprio bilancio tra le unità in deficit e le unità in surplus. Gli intermediari consentono di “fare finanza” anche nei casi in cui costi di transazione e asimmetrie informative impediscono la creazione o il corretto funzionamento dei mercati.

Gli intermediari, in particolare le banche, contribuiscono al benessere sociale in due modi: creano liquidità attraverso le loro passività e allocano risorse laddove questa funzione non sarebbe svolta (o sarebbe svolta a costi più elevati) dai mercati .

L'utilizzo di beni capitali nei processi produttivi e l'incertezza sulle necessità di consumo sono alla base della domanda di liquidità. Le banche creano liquidità finanziando attività a lungo termine con l'emissione di passività a breve, consentendo da un lato al sistema produttivo di immobilizzare risorse in investimenti a rendimento elevato, ma differito nel tempo, dall'altro agli agenti economici di disporre di strumenti finanziari, quali i depositi, immediatamente utilizzabili per acquistare beni e servizi. La trasformazione delle scadenze, che genera benefici sociali, è resa possibile dalla circostanza che, in generale, soltanto una parte degli attori economici sperimenta esigenze di liquidità in un determinato periodo. Gli intermediari forniscono una forma di assicurazione a fronte di questi shock. La stabilità dei loro bilanci, tuttavia, è frutto di delicati equilibri, che dipendono in modo cruciale dalla fiducia.

Gli intermediari svolgono anche un secondo compito importante. In presenza di costi di transazione e di asimmetrie informative, essi sono in grado di conseguire economie di scala nel controllare che le risorse siano impiegate negli usi più produttivi, raccogliendo informazioni, valutando la qualità dei progetti di investimento e monitorando i comportamenti dei prenditori una volta che i finanziamenti sono stati erogati. In questo modo si espongono al rischio che una parte dei fondi prestatati non venga rimborsata. La rischiosità dell'attivo è segmentata, nel passivo, tra strumenti che si distinguono per una diversa priorità nella copertura delle eventuali perdite (le azioni, il debito subordinato, i depositi).

Così strutturata, la banca è uno strumento potente di mobilitazione del risparmio e di supporto alla crescita ma è anche intrinsecamente fragile. La trasformazione delle scadenze, in particolare, la rende incapace di fare fronte alla richiesta di rimborso da parte dei depositanti nei casi in cui le esigenze di liquidità derivino non da eventi specifici ai singoli agenti, ma da fenomeni collettivi. La polarizzazione delle aspettative è uno di questi fenomeni: la perdita di fiducia nella qualità dell'attivo di una banca può quindi dare luogo a una corsa al ritiro dei depositi. In questo caso, la necessità di rendere disponibili risorse investite in attività a lungo termine può comportare perdite tali da compromettere la solvibilità dell'intermediario. La fragilità di ciascun intermediario si trasmette al sistema bancario e finanziario attraverso la fitta rete di connessioni che lo lega agli altri. Infine, proprio la centralità degli intermediari nel processo di allocazione e la loro interconnessione sono alla base delle esternalità negative prodotte dai fallimenti bancari; la situazione attuale evidenzia efficacemente quali possono essere le ricadute sulla fiducia, la dinamica dell'economia, l'occupazione - in una parola sul benessere collettivo - di una crisi finanziaria.

Per fronteggiare e controllare l'instabilità strutturale degli intermediari si è andato nel tempo affinando un articolato strumentario di vigilanza. Si è in una prima fase ritenuto che la stabilità monetaria fosse condizione necessaria e sufficiente per la stabilità del sistema finanziario. Dopo la crisi degli anni trenta il sistema finanziario è stato assoggettato ad una serie di vincoli strutturali per contenere la rischiosità degli attivi. Iniziative sono state adottate anche con riferimento alle passività, introducendo l'assicurazione dei depositi in modo da evitarne il ritiro in condizioni di difficoltà, effettive o soltanto percepite, degli intermediari. È nata in questa fase la funzione di supervisione, motivata dalla necessità di assicurare il rispetto della regolamentazione e di evitare che le garanzie esplicite o implicite fornite dagli Stati inducessero gli intermediari ad assumere comportamenti rischiosi. Nel tempo, i controlli strutturali, che limitavano la concorrenza e quindi avevano effetti negativi sull'efficienza nell'allocazione delle risorse, sono stati sostituiti con l'imposizione dell'obbligo per gli intermediari di operare con una dotazione minima di capitale, commisurata al grado di rischiosità dell'attivo e con controlli vieppiù basati sul rischio.

Banche, intermediari, e mercati svolgono dunque funzioni in parte complementari, in parte concorrenti. Gli incerti confini tra i rispettivi territori di competenza sono stati tracciati, dalla tecnologia, dall'innovazione finanziaria, dalla regolamentazione. Nel quarto di secolo che ha preceduto la crisi del 2008, tutti e tre questi fattori hanno contribuito ad alterare in misura

significativa la divisione del lavoro tra mercati e intermediari che si era consolidata nel secondo dopoguerra.

3. L'evoluzione del sistema finanziario prima della crisi

Dalla fine degli anni settanta il sistema finanziario è cresciuto straordinariamente in dimensioni e complessità. La deregolamentazione, il progresso tecnologico, il venir meno delle segmentazioni operative hanno accresciuto lo spettro dei prodotti, ampliato le combinazioni rischio rendimento disponibili, ridotto i costi di transazione. Hanno acquisito un ruolo rilevante nuovi operatori quali i fondi pensione e, negli ultimi dieci anni, gli *hedge fund*.

Il motore delle trasformazioni che hanno caratterizzato i sistemi finanziari è stata la crescita dei mercati, che si sono ampliati e integrati; l'integrazione con il mercato ha interessato anche l'attività bancaria tradizionale, sia dal lato dell'attivo sia da quello del passivo. Gli intermediari sono stati in grado di mobilitare, attraverso le cartolarizzazioni, una quota crescente delle proprie attività; hanno potuto accedere a modalità diversificate di raccolta all'ingrosso, svincolando così, almeno temporaneamente, le opportunità di crescita dall'accesso alla raccolta al dettaglio.

La cartolarizzazione consente in teoria di ridurre i rischi e i costi dell'intermediazione: se il rischio di credito viene trasferito agli investitori finali, le banche possono contenere la dotazione di capitale in eccesso ed evitare di sostenerne i costi, con beneficio per l'efficienza del processo di intermediazione. Essa offre inoltre preziose opportunità di diversificazione alle istituzioni creditizie locali, altrimenti legate in modo indissolubile al territorio di insediamento, alla sua struttura produttiva e ai rischi da essa generati. Attraverso la cartolarizzazione, infine, il credito è sottoposto alla valutazione del mercato. Quest'ultima, retroagendo sulle decisioni degli intermediari, produce effetti favorevoli se la visione collettiva prodotta dall'interazione tra i partecipanti è corretta, cioè se il mercato risponde ai postulati di efficienza. Se ciò non accade, e il giudizio collettivo è frutto di atteggiamenti imitativi, ovvero è soggetto a fenomeni di euforia e panico, risulta pregiudicata l'efficienza allocativa e viene enfatizzata la tendenza dell'espansione o della contrazione del credito ad autoalimentarsi.

Negli anni precedenti la crisi, lo sviluppo dell'attività di cartolarizzazione, in buona parte legata alla crescita dei finanziamenti alle attività immobiliari, è stato un potente fattore di

innovazione finanziaria e ha dato uno straordinario impulso alla negoziazione in titoli e in derivati. Il modello incentrato sulla formula “*originate to distribute*” prevedeva che i crediti erogati dagli intermediari specializzati passassero alle banche di investimento per essere “impacchettati”, venissero da queste ceduti, secondo schemi che prevedevano il mantenimento di una quota del rischio attraverso la stipula di un contratto derivato di credito, o ricartolarizzati, ritornassero infine, soprattutto nella componente meno rischiosa o supposta tale, nei bilanci delle banche e degli altri intermediari. I prodotti finanziari elaborati attraverso questo articolato processo di trasformazione erano connotati da una complessità – in diversi casi da vera e propria opacità – che era solo in parte il riflesso di nuove combinazioni tra rischio e rendimento, e rappresentava spesso la modalità con cui venivano create e sfruttate nuove asimmetrie informative.

Le possibilità offerte dalle tecniche di cartolarizzazione sono state utilizzate dagli intermediari per accrescere il volume delle attività e il grado di leva e mantenere così rendimenti elevati anche in un contesto di bassi tassi di interesse; il quadro regolamentare non ha rappresentato che un vincolo blando alla lievitazione degli attivi, poiché i coefficienti prudenziali relativi all’attività di trading erano particolarmente contenuti. Nessun vincolo ha operato per il cosiddetto *shadow banking system*, costituito da intermediari poco o per nulla vigilati in grado di far crescere le dimensioni del proprio bilancio facendo un ricorso sistematico alla raccolta collateralizzata. Anche a causa di sistemi di incentivo distorti, incentrati su obiettivi di breve periodo, la trasformazione delle scadenze è stata esasperata, facendo affidamento sull’efficienza dei mercati per il rifinanziamento delle posizioni, e si è verificato un abbassamento degli standard creditizi. A determinare tale risultato ha contribuito l’allungamento della catena di intermediazione: il modello “*originate to distribute*”, ottimale in teoria perché ciascun operatore poteva specializzarsi nelle funzioni relative al proprio specifico segmento, si è rivelato pericoloso in pratica, poiché nessuno dei numerosi soggetti coinvolti aveva effettivo interesse a monitorare la performance dei debitori.

Si è ritenuto che questa accresciuta complessità potesse essere efficacemente gestita e controllata con lo strumentario del risk management, rafforzato dalle maggiori capacità di elaborazione dei dati e dai progressi della teoria della finanza. I modelli di risk management, in gran parte incentrati sull’approccio VAR, risentivano tuttavia degli elementi di debolezza già da tempo evidenziati da alcuni analisti: i parametri, stimati in un periodo caratterizzato da relativa stabilità delle variabili economiche e di mercato, ne incorporavano, per così dire, le caratteristiche; il rischio era considerato un fattore esogeno e non si teneva quindi conto degli

effetti di *feed-back* determinati dall'interazione tra gli operatori. I modelli, efficaci nella fase di stabilità precedente alla crisi, non hanno retto alla prova di quest'ultima.

Gli sviluppi del sistema finanziario sono stati imponenti sotto numerosi aspetti: il *financial deepening*, l'incremento dell'attività di trading, l'accelerazione del processo di innovazione, la diffusione delle cartolarizzazioni e la crescita dei mercati dei prodotti derivati. Anche se l'espansione della finanza è stata accompagnata da elementi di fragilità, è stata giudicata con favore dalla maggior parte degli analisti, degli studiosi e anche dei responsabili della politica economica e finanziaria. È prevalsa una lettura unilaterale, che vedeva nelle trasformazioni in atto una migliore allocazione del rischio e soprattutto il completamento dei mercati, condizione necessaria, nello schema di equilibrio economico generale, per muovere verso un sistema più efficiente e meglio in grado di garantire la massimizzazione del benessere collettivo. Non è stato colto il fatto che il rischio, invece di disperdersi come previsto negli schemi teorici, si stava invece pericolosamente concentrando presso alcuni intermediari. Non sono state tenute nella dovuta considerazione, infine, analisi alternative, che rifacendosi ad un filone eterodosso della teoria economica (Schumpeter, Minsky, Kindleberger), ponevano l'attenzione sul fatto che il sistema finanziario stesse predisponendo i germi della crisi attraverso un'espansione incontrollata del credito.

L'immagine di un sistema finanziario integrato, efficiente, in grado di disperdere e allocare il rischio presso i soggetti più adatti a sostenerlo è risultata convincente anche per diverse autorità di vigilanza. In altri paesi le funzioni di controllo hanno subito gli effetti di un atteggiamento di sfavore che, assumendo contorni ideologici, ha portato al contenimento o alla mancata implementazione della regolamentazione, alla riduzione degli organici e dei fondi, secondo una politica ispirata alla convinzione che l'interferenza con i meccanismi di mercato dovesse essere in ogni modo limitata. Si sono così accreditati, un po' per convinzione, un po' per necessità, approcci di vigilanza basati sul "*light touch*", sul concetto che l'innovazione finanziaria dovesse essere incoraggiata sempre e comunque perché ampliava le scelte degli investitori e degli emittenti e che gli interventi delle autorità dovessero essere circoscritti ai soli casi in cui fossero individuati specifici malfunzionamenti nel mercato o manifeste difficoltà nei soggetti vigilati.

4. Le caratteristiche della crisi e le risposte strutturali

Ad un esame attento la crisi appare il risultato dell'interazione tra la tradizionale attività delle banche, il mercato immobiliare, nuove e complesse modalità di erogazione del credito e di trasformazione delle scadenze da parte degli intermediari del "sistema ombra" e mercati finanziari nei quali la valutazione del credito era divenuta auto-referenziale. Le regole contabili incentrate sul *fair value* hanno enfatizzato l'impatto sui bilanci bancari della fluttuazione dei prezzi delle attività: al ciclo rialzista basato sull'interazione tra crescita del credito, aumento dei prezzi di immobili e titoli, nuova espansione delle attività degli intermediari, ha fatto seguito, quando i prezzi delle attività immobiliari hanno cominciato a flettere, una spirale ribassista in cui i timori sull'effettivo valore degli attivi si sono tradotti, con estrema rapidità, in un loro drastico deprezzamento, in una crisi di liquidità, in uno sgonfiamento repentino dei bilanci degli intermediari. La maggiore connessione tra le diverse componenti del sistema finanziario (intermediari, banche, operatori del "sistema ombra", società di assicurazione), prodotta dal reticolo dei contratti derivati e in particolare dall'intreccio di acquisti e vendite di copertura sui rischi di credito realizzato attraverso la negoziazione dei *credit default swaps*, ha reso più forte l'impatto sistemico.

Rispetto al passato sono cambiate le caratteristiche e le dimensioni della crisi, non la sua essenza, che va ricercata in un'eccessiva espansione creditizia, in questo caso sostenuta dal boom del mercato immobiliare e motivata, almeno negli Stati Uniti, dalla volontà di preservare artificialmente i livelli di reddito e di consumo. Resta quindi aperto il problema della volatilità del credito e della sua interazione con le attività finanziarie e immobiliari, già enucleato alla metà dell'Ottocento quando i primi analisti hanno colto le potenzialità della banca come strumento per mobilitare il risparmio, ma anche la sua possibile pericolosità come fattore di amplificazione del ciclo economico. Allora, i sostenitori della *real bills theory* avevano argomentato che le banche, per garantire insieme stabilità finanziaria e stabilità monetaria, dovessero limitare lo sconto ai titoli relativi alle attività reali, escludendo dal credito la speculazione immobiliare e finanziaria.

Nella fase iniziale della crisi l'attenzione si è concentrata su alcuni fenomeni eclatanti: gli incentivi sbagliati dati dai sistemi di remunerazione, la caduta degli standard creditizi connessa con il modello *originate to distribute*, l'eccessiva complessità degli strumenti negoziati, i conflitti di interesse dei diversi soggetti coinvolti e in particolare delle agenzie di

rating. Con il crescere dei costi sociali, il dibattito sulle iniziative da adottare per evitare il ripetersi della crisi si è esteso alle tematiche strutturali, prefigurando riforme di ampio respiro. Si è proposto di intervenire sull'interazione tra banca e mercato, ponendo vincoli allo svolgimento dell'attività di trading proprietario da parte delle banche commerciali (la cosiddetta *Volcker Rule*); si è suggerito di separare i depositi dal credito, dando luogo a banche in senso stretto, le cosiddette *narrow banks*, che investano solo in attività prive di rischio; si è ipotizzato perfino di abolire del tutto le banche, delegando la funzione creditizia a fondi di investimento finanziati attraverso l'emissione di quote il cui valore rifletta un'eventuale svalutazione degli attivi.

Porre limiti allo svolgimento dell'attività di trading da parte delle banche commerciali potrebbe essere teoricamente auspicabile: le perdite da negoziazione verificatesi nella prima fase della crisi hanno determinato un crollo di fiducia ed eroso le dotazioni patrimoniali, determinando un impatto negativo sull'offerta di credito. Più difficile è dare contenuto operativo a questa indicazione, definendo le modalità con cui distinguere tra trading proprietario e funzioni svolte a supporto della clientela.

La creazione di banche in senso stretto che investano solo in titoli privi di rischio garantirebbe probabilmente maggior sicurezza ai depositi bancari. La sicurezza non sarebbe comunque assoluta, perché la crisi del debito sovrano ha messo in discussione, in alcuni paesi, la nozione stessa di titolo privo di rischio. Nulla assicurerebbe, inoltre, che il credito, affidato a soggetti diversi dalle banche, non manifesti la medesima volatilità che ha connotato la fase precedente e successiva alla crisi.

Anche la soluzione di giungere alla completa abolizione della banca non sembra in grado di stabilizzare la dinamica del credito. Il volume dei finanziamenti all'economia dipenderebbe infatti dalla capacità di raccolta dei fondi di investimento che sostituirebbero le banche. È ragionevole ritenere che essa sarebbe elevata nelle fasi favorevoli del ciclo, modesta o nulla in quelle negative. Il credito potrebbe in questo caso essere soggetto ad oscillazioni anche più estreme di quelle finora osservate.

Il problema del ciclo del credito non si risolve eliminando, con la banca, la trasformazione delle scadenze che ne costituisce l'essenza e, entro limiti determinati, produce benefici sociali. Esso va affrontato imponendo alle banche di operare con più capitale e

maggiori riserve di liquidità e soprattutto introducendo strumenti anticiclici, che evitino la spirale tra espansione del credito, rivalutazione delle attività (finanziarie o reali), ulteriore lievitazione degli attivi degli intermediari.

A questo obiettivo rispondono gli interventi di revisione dell'Accordo sul capitale che vanno sotto il nome di Basilea 3. Essi prevedono requisiti patrimoniali più stringenti in termini di strumenti di elevata qualità, (il cosiddetto *common equity*, costituito da capitale e riserve, è fissato al 4,5%), l'introduzione di un *leverage ratio* (in questo caso computato in termini di *tier 1*) pari al 3 per cento del totale dell'attivo non ponderato per il rischio, misure finalizzate a ridurre la prociclicità delle regole prudenziali. La prima prevede che le banche si dotino di un *buffer* di capitale al di sopra dei limiti regolamentari, pari al 2,5% di *common equity* in rapporto all'attivo a rischio;¹ la seconda implica l'introduzione di un ulteriore *buffer* del 2,5%, che le banche dovrebbero accumulare nella fase favorevole del ciclo, quando il rischio cresce e tende ad autoalimentarsi la spirale del credito. Mentre il primo *buffer* è costituito secondo criteri oggettivi, il secondo implica elementi di discrezionalità. Si pone quindi il problema delle modalità e dei tempi con cui sarà attivato: il rapporto tra credito e prodotto interno lordo costituirà un riferimento comune per l'attivazione dello strumento, ma le autorità potranno utilizzare una serie ampia di indicatori, compreso il valore delle attività finanziarie e immobiliari. Il pacchetto di Basilea 3 deve essere ora completato con la definizione di specifiche misure per le banche a rilevanza sistemica, tali da far cadere il principio che qualche intermediario sia *too big to fail* e assicurare che, in condizioni di crisi, azionisti e obbligazionisti siano chiamati a coprire le perdite prima dei contribuenti.

Le analisi volte a stimare il possibile impatto della riforma sulla crescita economica condotte con riferimento ai paesi del G-20 mostrano che nella fase di transizione verso le nuove regole le conseguenze sulla dinamica del prodotto saranno relativamente contenute, dell'ordine di alcuni punti base, se, come previsto, la nuova regolamentazione verrà introdotta con il necessario gradualismo.

La regolamentazione non è da sola sufficiente a garantire la stabilità finanziaria, perché gli intermediari sono organismi in continua mutazione e la massimizzazione del rendimento stimola nuove forme di arbitraggio normativo. È quindi necessario affiancarle una supervisione

¹ Le banche che non deterranno questo buffer subiranno delle penalizzazioni in termine di distribuzione dei dividendi e di attribuzione di bonus, penalizzazioni che diverranno tanto più severe quanto più il buffer si assottiglia.

forte. Anche su questo fronte sembra ora prevalere, sotto la denominazione di “*intensive supervision*”, uno schema comune che, con varianti legate alle specificità nazionali, prevede un ampio ricorso all’attività ispettiva, la possibilità di mettere in discussione anche le scelte gestionali delle banche, spazi di discrezionalità tecnica necessari per tener conto delle carenze dei modelli quantitativi di *risk management*, della continua evoluzione dei modelli di business, dell’emergere di nuovi rischi. Con un po’ di orgoglio si può ricordare che questi sono gli aspetti che da sempre connotano il modo di fare vigilanza della Banca d’Italia.

5. La crisi e il sistema bancario italiano

Non si è verificato in Italia l’intreccio patologico tra espansione del credito e lievitazione delle attività immobiliari che ha portato alla crisi e quest’ultima è stata dunque “importata” nel nostro Paese. Le banche italiane soffrono ora degli effetti di una recessione che non hanno contribuito a determinare. Resta aperto il tema delle caratteristiche del nostro sistema finanziario, che è caratterizzato da mercati poco sviluppati e da una prevalenza del ruolo degli intermediari.

Nel tempo, la teoria ha enucleato vantaggi e svantaggi di due modelli di finanza, quello basato sulle relazioni, tipico dei sistemi incentrati sugli intermediari e quello caratterizzato dalla “distanza di braccio”, legato invece alla prevalenza dei mercati. Il primo è più efficace quando mercati e imprese hanno dimensioni più contenute, quando la protezione legale è più debole, c’è minore trasparenza e l’innovazione ha carattere incrementale; al contrario, la finanza “a distanza di braccio” produce risultati migliori quando mercati e imprese hanno dimensioni maggiori, le imprese sono più strutturate dal punto di vista organizzativo, più elevate sono tutela legale e trasparenza e quando l’innovazione tende ad avere carattere strutturale.

Si tratta di due schemi semplificati che consentono però di orientare l’analisi. Ci piacerebbe forse che il nostro paese potesse riconoscersi nel secondo, ma dobbiamo comunque ammettere che è il primo ad attagliarsi al contesto italiano: il nostro quadro istituzionale e le caratteristiche del nostro sistema produttivo ci rendono adatti alla finanza di relazione.

La finanza di mercato, quella a distanza di braccio, resta appannaggio nel nostro Paese di pochi grandi gruppi; nonostante la forte crescita delle emissioni nel 2009 le imprese italiane

si caratterizzano nel confronto internazionale per un modesto ricorso al debito obbligazionario: alla fine dell'anno la quota di debiti finanziari rappresentata da titoli era pari al 7 per cento contro il 9 della Germania, il 19 in Francia, il 29 nel Regno Unito, il 40 negli Stati Uniti.

Ma nemmeno la finanza di relazione si è consolidata in Italia, come testimonia la persistenza, anche nel caso di imprese medie e piccole, della prassi del multiaffidamento, che consente alle banche di gestire il credito secondo una logica prevalentemente assicurativa, alle imprese di limitare gli obblighi di trasparenza ed evita ad entrambe di stabilire rapporti stretti duraturi. Si tratta di problemi da lungo tempo dibattuti. L'impressione è che l'evoluzione più recente possa averli enfatizzati, invece di avviarne la soluzione.

Gli anni immediatamente precedenti la crisi hanno coinciso con l'applicazione di Basilea 2 e la messa a punto all'interno delle banche maggiori dei modelli di *rating*; in una fase di ciclo relativamente favorevole, la disponibilità di indicatori sintetici e obiettivi del merito di credito, la volontà di contenere i costi, la spinta commerciale degli intermediari hanno forse concorso a diffondere un approccio quasi automatico all'erogazione del credito in cui quest'ultimo è stato considerato come un bene fungibile, una *commodity*, da concedere copiosamente quando la situazione è favorevole, salvo poi ritirarla al manifestarsi di condizioni di difficoltà. Questo modello si è rivelato scarsamente fruttuoso prima e durante la crisi. In effetti, negli anni precedenti la crisi la quota del mercato credito ascrivibile ai grandi gruppi si è costantemente ridotta; a partire dalla primavera del 2009 i volumi erogati da questi intermediari si sono contratti anche in termini assoluti. A tale flessione ha fatto riscontro un incremento del credito concesso dalle banche di media e piccola dimensione. Queste ultime nelle aree di tradizionale insediamento sviluppano, sia pure in modo embrionale, approcci da *hausbank* che possono difficilmente replicare nei confronti della nuova clientela rispetto alla quale non dispongono del patrimonio di informazioni qualitative e, molto spesso, nemmeno del vantaggio derivante dalla prossimità e dalla conoscenza dell'economia locale.

Alcune analisi condotte dai ricercatori della Banca d'Italia mostrano che nei rapporti bancari fedeltà e stabilità pagano. Le imprese che intrattengono rapporti creditizi con un numero più elevato di banche hanno subito in media una più forte contrazione del credito nel corso della crisi, il medesimo impatto si è riscontrato per le imprese che concentrano una quota più contenuta dell'operatività presso la banca principale. Anche la stabilità della relazione banca-impresa ha rappresentato un fattore di mitigazione della restrizione creditizia.

Il *relationship banking* che la teoria ci suggerisce ha costi per la banca perché richiede, con il rafforzamento delle funzioni di screening ed il monitoraggio, l'impiego di risorse qualificate, nuove o sottratte alla pura attività commerciale. Ne ha nel breve periodo anche per l'impresa, che deve assumere un atteggiamento di maggiore trasparenza e accettare una qualche forma di ingerenza sulla struttura finanziaria e i programmi di investimento.

Un patto in cui le banche offrono alle imprese assistenza in cambio di trasparenza e capitalizzazione stenta ad affermarsi, eppure un rapporto più stretto, di lungo periodo, tra banca e impresa costituirebbe uno strumento fondamentale per accompagnare il sistema delle imprese fuori dalla crisi.

6. Conclusioni

La crisi ci ha impartito diverse lezioni. La prima, e più severa, è consistita nel ricordarci che i meccanismi chiave dell'intermediazione finanziaria, la trasformazione delle scadenze e la segmentazione del rischio oltre ad essere potenti elementi di sviluppo sono anche fattori di instabilità. Da questo punto di vista, lo sviluppo dei mercati e la loro crescente integrazione con gli intermediari hanno giocato un ruolo duplice: da un lato, coerentemente con i postulati della teoria neoclassica, hanno accresciuto le combinazioni rischio/rendimento e le possibilità di copertura e di diversificazione; dall'altro hanno però pericolosamente enfatizzato la tendenza all'auto-alimentazione della dinamica del credito. Lo strumentario di *risk management* e di vigilanza non si è dimostrato, almeno in alcuni paesi, adeguato a prevenire una crisi nella quale un involucro nuovo, costituito da cartolarizzazioni, prodotti strutturati, derivati esotici, nascondeva il nocciolo vecchio di una bolla immobiliare sostenuta da una lunga espansione creditizia.

Per chi opera nel mondo della finanza, da banchiere, da regolatore, da consulente, il riferimento alla teoria è fondamentale, come strumento di analisi e interpretazione della realtà, come guida per l'azione. La teoria dell'intermediazione offre, con il suo pluralismo di metodologie e di approcci, visioni diverse del funzionamento del sistema finanziario, in alcuni casi alternative, spesso complementari o almeno compatibili. Un altro insegnamento della crisi è che è opportuno attingere all'intero spettro delle conoscenze disponibili, diffidando delle semplificazioni, per quanto intellettualmente affascinanti. Piuttosto che scoprirsi schiavi di un economista defunto, è meglio, in finanza, riconoscersi allievi di molti maestri.