



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le quattro età della regolamentazione bancaria: che fare oggi?

di Riccardo De Bonis e Maurizio Trapanese

Settembre 2023

Numero

796



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le quattro età della regolamentazione bancaria: che fare oggi?

di Riccardo De Bonis e Maurizio Trapanese

Numero 796 – Settembre 2023

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

LE QUATTRO ETÀ DELLA REGOLAMENTAZIONE BANCARIA: CHE FARE OGGI?

di Riccardo De Bonis^a e Maurizio Trapanese^b

Sintesi

Nell'illustrare le quattro età in cui può essere suddivisa l'evoluzione della regolamentazione bancaria dall'Ottocento a oggi, il lavoro sottolinea i legami tra l'approccio di vigilanza e la teoria economica prevalente in ciascuna epoca, cercando di trarre dall'esperienza storica indicazioni per il futuro. L'enfasi è sull'età della deregolamentazione bancaria e sulla successiva risposta alla crisi finanziaria del 2007-09. Nella fase attuale, il lavoro sottolinea come in alcune giurisdizioni si siano prese, a partire dal 2018, decisioni che hanno introdotto deviazioni dagli standard internazionali, in particolare da quelli stabiliti dal *Financial Stability Board*. È a questi elementi che possono essere fatte risalire le cause delle crisi di alcune banche regionali americane nei primi mesi del 2023. In prospettiva, si richiama l'attenzione sulla opportunità per le autorità di resistere alle pressioni per deregolamentare il sistema, introducendo invece i possibili correttivi suggeriti dai recenti casi di crisi. Allo stesso tempo, si sottolinea l'importanza di procedere a una riduzione della complessità regolamentare, perseguendo un giusto equilibrio tra proporzionalità nelle regole e tutela della stabilità finanziaria.

Parole chiave: regolamentazione, banche, crisi, storia economica, pensiero economico.

Classificazione JEL: B20, G01, G21, G39, N20.

DOI: 10.32057/0.QEF.2023.0796

^a Dipartimento Tutela della Clientela ed Educazione Finanziaria.

^b Dipartimento Economia e Statistica.

Sommario

1. Introduzione.....	5
2. Il <i>free banking</i>	7
3. La nascita della vigilanza negli anni Trenta del Novecento.....	9
4. Come è nata e cosa è stata la deregolamentazione bancaria	11
4.1 La battaglia delle idee.....	11
4.2 Come il mondo e le regole bancarie sono cambiati.....	13
4.3 Il nesso tra finanza e crescita negli anni della deregolamentazione.....	16
4.4 L'abbandono del paradigma struttura-condotta-performance	16
4.5 Il clima culturale della Grande Moderazione	17
4.6 Una sintesi: giusto rivedere le regole degli anni 30, sbagliato ridurre la vigilanza.....	18
5. L'aumento della regolamentazione in risposta alla crisi finanziaria globale	19
5.1 La crisi finanziaria globale in breve	19
Riquadro: Storia del coefficiente patrimoniale e degli accordi di Basilea.....	24
5.2 La reazione della regolamentazione negli anni 2010-2020.....	27
6. Considerazioni conclusive: che fare oggi?	30
6.1 Resistere alle pressioni per deregolamentare il sistema finanziario ma allo stesso tempo ...	30
6.2 ... ridurre la complessità eccessiva della regolamentazione e	33
6.3 ... definire un giusto equilibrio tra proporzionalità nelle regole e stabilità finanziaria	35
Bibliografia.....	38

“Teniamo a mente la sarcastica risposta di re Carlo d’Angiò a quei ‘buoni uomini’ di Napoli che gli vennero incontro a implorare misericordia per la rivolta della città, dicendo che era stata opera dei folli. ‘E che cosa facevano i savi?’ interrogò quel severo sovrano.” B. Croce, Storia del Regno di Napoli, Laterza, Bari, V Ed. 1958, pag. 300.

“Well, remember, though, whether or not ideology is, is a conceptual framework with the way people deal with reality. Everyone has one. You have to. To exist, you need an ideology.” Alan Greenspan. The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators. Committee on Oversight and Government Reform, House of Representatives, October 23 2008.

1. Introduzione ¹

Quando andiamo a scuola troviamo classificazioni che servono a inquadrare lunghi archi temporali. Distinguiamo per la storia quattro fasi: antica, medievale, moderna e contemporanea. Adottiamo lo stesso impianto cronologico, con qualche aggiustamento, per la filosofia e la storia dell’arte.

Seguendo un approccio simile, l’obiettivo di questo lavoro è illustrare le diverse età in cui può essere suddivisa l’evoluzione della regolamentazione bancaria – o della non regolamentazione – dall’Ottocento a oggi:

¹ Ringraziamo Paolo Angelini, Emilia Bonaccorsi di Patti, Alessio De Vincenzo, Maurizio Ghirga, Massimo Omiccioli, Andrea Pilati, Mario Quagliariello, e Luigi Federico Signorini per commenti e suggerimenti su una versione precedente del lavoro. Le opinioni presentate nel testo sono personali e non coinvolgono la responsabilità dell’Istituto.

- il free banking, rimasto in vigore fino agli anni Venti del Novecento;
- la nascita della regolamentazione in risposta alla Grande Depressione degli anni Trenta, con l'introduzione di controlli pubblici severi, che hanno governato i sistemi bancari fino agli anni Settanta-Ottanta del secolo scorso;
- la fase successiva di deregolamentazione, che ha dominato la scena fino all'esplosione della crisi finanziaria globale del 2007-2009;
- la quarta età, iniziata all'indomani della crisi finanziaria, che può essere divisa in due fasi: la prima (2010-2018), in cui sono state adottate regole più stringenti e coordinate a livello internazionale in risposta alla crisi; la seconda, nella quale viviamo oggi, in cui si sono registrati in alcune giurisdizioni, come Stati Uniti e Regno Unito, orientamenti che hanno introdotto deviazioni dagli standard internazionali. Nel marzo 2023 si sono verificate alcune crisi bancarie, che hanno interessato intermediari regionali statunitensi e una banca svizzera attiva a livello globale, e che hanno implicazioni per la regolamentazione e la vigilanza.

Cambiamenti nell'attitudine delle politiche pubbliche nell'affrontare i problemi dell'economia e della finanza sono costantemente emersi nel corso della storia, determinati dalla trasformazione dei sistemi economici e dal dibattito, fluttuante, sul ruolo dello Stato nell'economia (Stiglitz, 1992). Le innovazioni tecnologiche e finanziarie, l'apertura dei mercati, la comparsa di nuovi soggetti e istituzioni, i mutamenti nei paradigmi della politica economica e, soprattutto, le crisi bancarie e finanziarie modificano il contesto in cui gli agenti economici prendono le proprie decisioni. Questi cambiamenti influiscono sui modelli di comportamento delle autorità responsabili della stabilità finanziaria e della solvibilità degli intermediari (Visco, 2013).

Ricorrentemente gli interventi normativi sulle banche e sulla finanza hanno interagito con il succedersi dei cicli economici, determinando *'feedback loop'*, che hanno spesso ridotto l'efficienza dei mercati finanziari e la qualità della stessa regolamentazione (Rajan e Zingales, 2003a; Acharya et al., 2011; Dagher, 2018).

Non ci sono però, a nostra conoscenza, contributi che coprano tutta la storia della regolamentazione bancaria. E la gran parte dei lavori non approfondisce i nessi tra cambiamenti della regolamentazione ed evoluzione del pensiero economico. La regolamentazione bancaria è cambiata nel tempo, soprattutto in reazione alle crisi, ma è stata influenzata in misura determinante dagli orientamenti culturali prevalenti. Il nostro esercizio può essere considerato un esempio di storia delle idee (Lovejoy, 1936; Le Goff, 1992). Come ha scritto Keynes nell'ultima pagina della Teoria Generale, *"le idee degli economisti e dei filosofi politici, così*

quelle giuste come quelle sbagliate, sono più potenti di quanto ... si ritenga. In realtà il mondo è governato da poche cose all'infuori di quelle". Ciò vale spesso anche per la vigilanza bancaria.

Per rendere la discussione meno astratta, faremo riferimento all'evoluzione della regolamentazione con esempi tratti da Italia e Stati Uniti. In primo luogo, sarebbe impossibile coprire l'esperienza di molti paesi in un arco temporale così lungo. Inoltre, Italia e Stati Uniti hanno manifestato inaspettate somiglianze. Sperando di non far arrabbiare troppo il lettore, nel testo usiamo regolamentazione e vigilanza come sinonimi, pur essendo consapevoli che le due parole si riferiscono ad ambiti collegati ma diversi, sia concettualmente sia perché talvolta cadono sotto la responsabilità di istituzioni diverse, come avviene oggi nell'Unione europea.

I quattro paragrafi successivi sono dedicati alle quattro età della regolamentazione. Inizieremo con il *free banking* (paragrafo 2) e con la nascita della regolamentazione bancaria negli anni Trenta del Novecento (paragrafo 3). Passeremo poi alla terza fase, la deregolamentazione (paragrafo 4), e alla quarta fase, la risposta alla crisi finanziaria globale (paragrafo 5): questi paragrafi saranno più approfonditi rispetto ai precedenti, perché il dibattito sugli ultimi 40 anni è meno consolidato rispetto alle riflessioni sul *free banking* e sulle regole introdotte negli anni Trenta. Il paragrafo conclusivo presenta i caratteri – in gran parte ancora non nettamente definiti – della fase in cui siamo entrati da poco e alcune opzioni di policy su cui avviare la discussione.

2. Il *free banking*

Le crisi hanno caratterizzato l'attività delle banche sin dalle loro origini, che possiamo collocare intorno al XII secolo. Come ha scritto Carlo Maria Cipolla nella "Storia economica dell'Europa pre-industriale", le vicende delle banche nel Medioevo e nel Rinascimento sono finite per essere una penosa storia di continui fallimenti.

Nell'Ottocento e nei primi decenni del Novecento le crisi sono proseguite in molti paesi, con il ripetersi di alcune modalità prevalenti: l'eccesso di emissione di banconote quando gli istituti di emissione erano molteplici, la corsa al ritiro dei depositi e/o il deterioramento della qualità dei prestiti a causa del peggioramento delle condizioni dei debitori. Nel 2022 il premio Nobel – assegnato a Bernanke, Diamond e Dybvig – ha premiato contributi che, negli anni Ottanta del Novecento, avevano tenuto conto dei due fattori alla base dell'instabilità bancaria: la corsa al ritiro dei depositi dagli sportelli e la specificità dell'attività di concessione dei prestiti

(Diamond e Dybvig 1983; Bernanke 1983; Diamond 1984). Con un po' di ironia si può osservare che erano modalità note agli storici economici almeno dall'inizio del Novecento.

Malgrado i ripetuti disastri legati alle crisi bancarie, la prevalenza del pensiero liberale – o, meglio, di una sua declinazione estrema – è la spiegazione principale del ritardo nell'introduzione di forme di regolamentazione. Sia nel pensiero classico – si pensi a Smith e a Ricardo – sia nelle opere degli economisti neoclassici non abbondano le pagine a favore di una regolamentazione dell'attività delle banche (Rotelli, 1982; Ciocca e Sannucci, 1990)².

Per tutto l'Ottocento si continuò a pensare che non c'erano differenze sostanziali tra banche e imprese industriali. L'entrata nel settore bancario era libera e le forme di vigilanza erano scarse. Le banche emettevano le proprie banconote e, per un lungo periodo, in assenza di un istituto di emissione unico; successivamente svolgevano questa attività in concorrenza con l'istituto d'emissione (De Bonis e Vangelisti, 2019; Toniolo, 2022). Entrambi gli organismi raccoglievano depositi. Francesco Ferrara, il principale economista italiano dell'Ottocento, sosteneva la libertà delle banche nell'emissione di biglietti e avvertiva del pericolo di un monopolio pubblico. Questa posizione rallentò, soprattutto in Italia e negli Stati Uniti, la formazione di un unico istituto di emissione.

Solo con lentezza si affermò il modello odierno di divisione del lavoro, nel quale la banca centrale ha il monopolio dell'emissione delle banconote, mentre le banche raccolgono depositi (De Cecco, 2016). La creazione di una banca centrale fu negli Stati Uniti ancora più lenta che in Italia, con un ritardo di venti anni (Giannini, 2004; Ugolini, 2017).

All'inizio la banca centrale o altri organismi pubblici non esercitavano forme di vigilanza. L'unico strumento significativo per contrastare l'instabilità bancaria era il prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*); la banca centrale offriva liquidità a banche illiquide ma solvibili,

² Un ostacolo a forme di regolamentazione derivò dal predominio intellettuale della *real bills doctrine*, di cui Adam Smith fornì una presentazione nella *Ricchezza delle nazioni* (1776): le banche dovrebbero limitarsi allo sconto di titoli – *real bills*, cambiali – che un venditore ha ricevuto da un compratore a fronte di uno scambio di beni. Il venditore può scontare la cambiale in banca, prima della scadenza del titolo, a un prezzo inferiore a quello iniziale del titolo. La banca, comprando il titolo, anticipa liquidità al venditore. Il compratore dei beni, alla scadenza della cambiale, salderà il suo debito con la banca. In questo contesto il prestito della banca è considerato sicuro, perché collegato al valore dei beni scambiati nell'economia.

ma nella realtà spesso si distaccava dai precetti di Bagehot, finendo per prestare denaro anche a banche in stato di insolvenza (Schumpeter, 1979; Galbraith, 1984).

Il modello inaugurato nel Regno Unito – la banca centrale offre liquidità alle banche, ma non le regola né esercita una vigilanza – fu applicato con successo nei principali paesi industriali. Proposte di regolamentazione delle banche furono respinte nella gran parte dei paesi (Toniolo e White, 2015; Berdell e Mondschean, 2020).

3. La nascita della vigilanza negli anni Trenta del Novecento

La Grande Depressione degli anni Trenta, partita negli Stati Uniti e poi estesasi in tutto il mondo, e della quale esistono spiegazioni diverse, ha rappresentato il punto di svolta. Secondo alcuni, la Depressione ebbe origini reali (si veda Temin, 1989). Dopo i “ruggenti anni Venti”, gli investimenti rallentarono: il tentativo di preservare il Gold Standard determinò un clima deflazionistico in molti paesi, aggravando le condizioni dei debitori (Fisher 1933), proprio quando la congiuntura peggiorava. Friedman e Schwartz (1963) hanno invece offerto una spiegazione monetaria: negli Stati Uniti i panici bancari del 1930, con le corse agli sportelli dei cittadini per ritirare i depositi, hanno ridotto la moneta in circolazione, con un effetto negativo sul PIL. Bernanke (1983) ha avanzato una spiegazione complementare: la contrazione del PIL statunitense è stata determinata non solo dal rallentamento della moneta ma soprattutto dal taglio dei prestiti, legato ai fallimenti di imprese e banche (semplificando, Friedman e Schwartz hanno enfatizzato il legame tra moneta e PIL, Bernanke l’associazione tra credito e PIL).

La Grande Depressione ha dato luogo a diminuzioni del reddito nazionale e aumenti della disoccupazione in buona parte del mondo occidentale. Indipendentemente da quale spiegazione delle sue cause si condivida, di fronte ai fallimenti del mercato i paesi reagirono introducendo controlli pubblici. È curioso ricordare che l’Italia anticipò le riforme degli anni Trenta, introducendo una legge bancaria prima del 1929, già nel 1926, caso unico tra i paesi europei (Molteni e Pellegrino, 2021). La legge introdusse la riserva obbligatoria e la possibilità di applicare alle banche un rapporto determinato tra patrimonio e depositi, una misura contro la quale tuonò Luigi Einaudi³. Il provvedimento fu però efficace solo nei confronti delle piccole banche, non delle grandi banche miste, poi entrate in crisi e salvate dall’intervento pubblico, in

³ Einaudi era contrarissimo alla “*sorveglianza delle banche da parte dello Stato*”, perché essa “*darebbe soltanto una mano a banchieri furbi e disonesti per accalappiare i depositanti squadrando nei manifesti e negli annunci al pubblico il controllo dello Stato e menandone un vanto assordante*” (Einaudi 1922, citato da Toniolo 2022).

particolare con la costituzione dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) nel 1933 (Toniolo, 1978; Conti, 2007). Dopo la Grande Depressione, molto più incisiva di quella del 1926 fu la legge bancaria approvata nel 1936, rimasta in vigore, con qualche adattamento, fino agli inizi degli anni Novanta.

Nella gran parte dei paesi avanzati la nascita della regolamentazione si basò su strumenti comuni: introduzione di barriere all'entrata per la costituzione delle banche e di limiti all'apertura di sportelli (si pensi al *McFadden Act* statunitense del 1927, che limitava la possibilità per le banche di essere presenti con sportelli in stati diversi, segmentando i mercati creditizi e limitando la concorrenza); restrizioni alle attività che le banche possono svolgere, con l'imposizione di vincoli di specializzazione, ad esempio con la separazione tra banche commerciali e banche di investimento negli Stati Uniti (introdotta dal *Glass-Steagall Act* nel 1933) o tra aziende di credito e istituti di credito speciale in Italia; separazione – sia in Italia sia negli Stati Uniti, ma non in altri paesi come la Germania e il Giappone – tra la proprietà delle banche e quella delle imprese industriali; estensione della proprietà pubblica delle banche attraverso nazionalizzazioni (ma non nel Regno Unito e negli Stati Uniti); vincoli alla proprietà estera: limiti alla concorrenza bancaria, considerata pericolosa per la stabilità; introduzione – negli Stati Uniti, non in Europa – dell'assicurazione dei depositi (si rimanda a De Bonis, 2008).

Una buona parte delle misure ricordate miravano a determinare la struttura del sistema bancario; si trattava della vigilanza strutturale, mentre la vigilanza prudenziale, attenta a condizionare l'attività di ogni intermediario sulla base di parametri di bilancio, era più debole.

Le regole erano giustificate anche da una democratizzazione della finanza. Fino all'inizio del Novecento, la ricchezza dei cittadini era molto concentrata e rappresentata per la quasi totalità da terra e proprietà immobiliari: per fare un solo esempio, ancora nel 1950 la ricchezza reale delle famiglie italiane era circa sei volte la ricchezza finanziaria. Il possesso di attività bancarie e finanziarie – depositi, titoli e azioni – riguardava *elite* ristrette. Quando la diffusione degli strumenti bancari e finanziari si estese ai ceti meno abbienti, lo Stato si pose l'obiettivo di difendere il risparmio, non solo contro tassi elevati di inflazione. In altre parole, la posizione ortodossa di Ferrara ed Einaudi poteva avere un senso quando le banche erano affare di poche persone ricche e ben informate; ma divenne insostenibile quando l'attività bancaria diventò un fenomeno di massa.

Dopo la seconda guerra mondiale il pensiero economico prevalente riteneva che le forze economiche non fossero in grado di auto-correggersi in caso di fallimenti del mercato. Questo consenso era legato al predominio intellettuale della lezione di Keynes (malgrado la resistenza

proposta da Hayek, 1944). Si auspicava l'intervento dello Stato per assicurare il corretto funzionamento dell'economia e della finanza.

Si trattò di una lunga fase di "repressione finanziaria" (McKinnon, 1973; Shaw (1973). Accanto alle misure di vigilanza strutturale e prudenziale, i paesi utilizzarono, nella conduzione della politica monetaria, misure che contribuirono a frenare e a orientare verso il settore pubblico l'attività delle banche: massimali sui prestiti; vincoli di portafoglio; alti coefficienti della riserva obbligatoria; limiti alle operazioni in cambi e in valute estere. In Italia si continuò a fare uso di questi strumenti fino a oltre la metà degli anni '80 (si vedano i saggi raccolti in Cotula e De Stefani, 1979).

Le regole introdotte negli anni Trenta del Novecento contribuirono a una lunga fase di stabilità tra il 1945 e il 1975, in un quadro macroeconomico contraddistinto dall' "età dell'oro" del capitalismo, con tre decenni di crescita eccezionale dopo la fine della seconda guerra mondiale. Sul finire del trentennio si cominciarono ad avvertire i primi segni di fragilità, con il manifestarsi di molte crisi bancarie: la banca tedesca Herstatt, la Banca Privata Italiana, l'americana Penn Central (Cesarini e Onado, 1979). Le banche centrali reagirono con la costituzione nel 1974 del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. È questo Comitato che negli anni Ottanta ha creato il coefficiente di solvibilità patrimoniale, che rappresenta il primo strumento, coordinato a livello internazionale, per controllare i rischi dell'attività bancaria (per la storia degli accordi di Basilea si rimanda al paragrafo 5).

4. Come è nata e che cosa è stata la deregolamentazione bancaria

Questo paragrafo è diviso in sei sezioni. Nella sezione 4.1 riassumiamo le idee degli economisti che hanno spinto per un alleggerimento del ruolo degli organismi pubblici di supervisione. La sezione 4.2 analizza gli aspetti principali della deregolamentazione. La letteratura sul nesso tra finanza e crescita (sezione 4.3), l'abbandono del paradigma struttura-condotta-performance (sezione 4.4), il dibattito sulla Grande Moderazione (4.5) hanno ispirato alcuni elementi della deregolamentazione. Da ultimo, forniamo una valutazione complessiva (sezione 4.6).

4.1 La battaglia delle idee

A partire dagli anni Settanta il dibattito ha spostato l'attenzione sui fallimenti delle politiche economiche pubbliche. Le politiche monetarie e fiscali si erano rivelate incapaci di impedire il susseguirsi di periodi di alta inflazione ed elevata disoccupazione (la stagflazione;

Vicarelli, 1987). L'aumento dei deficit pubblici rese difficile la tenuta dei sistemi di stato sociale; emerse la crisi fiscale.

La proprietà pubblica di imprese e banche, nata in risposta ai fallimenti dei mercati negli anni Trenta, aveva a sua volta dato luogo a performance insoddisfacenti, a fallimenti nelle politiche pubbliche. Si è quindi registrata una spinta a ridurre il ruolo del settore pubblico nell'economia. Le concezioni di quattro studiosi – tutti premi Nobel – contribuirono a scardinare il vecchio consenso nei confronti del ruolo dello Stato nell'economia. Sarebbe impossibile riassumere le loro idee: ci limitiamo alle loro tesi in tema di moneta, banche e regolamentazione.

Hayek, che non aveva mai accettato la lezione keynesiana, ha ricevuto il premio Nobel per l'economia nel 1974. Uno dei suoi contributi fondamentali, risalente già agli anni Trenta, è stato l'attacco alla presunzione di conoscenza. Gli Stati e le autorità pubbliche, come le banche centrali e i regolamentatori, si illudono di conoscere il funzionamento dell'economia meglio degli individui e delle imprese. Ma è una convinzione illusoria. Nella realtà il mercato, libero da vincoli, è uno straordinario produttore di informazioni, attraverso le variazioni dei prezzi, che tutti gli agenti possono osservare (Hayek, 1945). Lo Stato non ha informazioni migliori di quelle a disposizione di famiglie e imprese, e non può quindi giustificare i suoi interventi – anche nel campo della regolamentazione – sostenendo di avere una conoscenza superiore dei meccanismi dell'economia rispetto al settore privato.

In campo monetario, Hayek portò alle estreme conseguenze la sua visione di minimizzazione dell'intervento pubblico, proponendo una denazionalizzazione della moneta: in ogni paese la produzione di banconote dovrebbe essere privatizzata, rompendo il monopolio pubblico e tornando a una concorrenza tra le banche, come quella in vigore fino al secolo XIX (Hayek, 1978). Come notò Federico Caffè, era la visione di Francesco Ferrara, riproposta 100 anni dopo; rimane oggi alla base della visione che guida i proponenti delle cripto-attività.

Un altro attacco al ruolo dello Stato nell'economia e alla regolamentazione è stato portato da Milton Friedman, premio Nobel nel 1976. Da “Capitalismo e libertà” (1962) al più divulgativo “Liberi di scegliere” (1980) – popolarizzato con lo stesso titolo in una serie TV di grande successo – Friedman ha attaccato molte forme di intervento pubblico in economia, dalle politiche monetarie discrezionali alla protezione del consumatore.

Nella visione di Friedman, anche la responsabilità della Grande Depressione era da assegnare agli errori della Federal Reserve. Friedman ha rivalutato gli episodi storici di “sospensione della convertibilità dei depositi” come soluzione automatica alle crisi bancarie (Friedman e Schwartz, 1963), sostenendo che l'assicurazione dei depositi è la soluzione

migliore al problema dell'instabilità bancaria: le regolamentazioni pubbliche potevano essere cancellate, perché meno in grado, rispetto all'assicurazione, di tenere conto della rischiosità effettiva di ogni intermediario (Friedman e Schwartz, 1986).

George Stigler, che ha ricevuto il premio Nobel nel 1982, è stato tra i primi a contestare l'idea che la regolamentazione persegua obiettivi pubblici. Nella realtà il regolatore persegue interessi personali e può essere catturato dall'obiettivo di difendere gli interessi dell'industria sulla quale vigila (Stigler, 1971). Fuor di metafora, le barriere all'entrata nei sistemi bancari – ad esempio i vincoli alla costituzione di nuove banche e all'apertura di sportelli – sono uno strumento per limitare la concorrenza, difendendo le imprese già presenti nel mercato (*incumbent*), a scapito dei nuovi entranti.

La visione di Friedman e di Stigler ha molti punti di contatto con le idee di James Buchanan, premio Nobel per l'economia nel 1986 e con il movimento della *Public Choice*, attivo già dagli anni Sessanta del Novecento. Buchanan ha sottolineato che lo Stato non ha nessuna virtù superiore rispetto agli individui; la polemica contro forme di tassazione eccessive (Brennan e Buchanan, 1980) ha avuto come corollario una posizione di estremo scetticismo nei confronti di forme di espansione dell'intervento pubblico in economia, inclusa la regolamentazione.⁴

4.2 Come il mondo e le regole bancarie sono cambiati

In concomitanza con il mutato clima ideologico, negli anni Settanta e Ottanta, le economie mondiali hanno subito trasformazioni radicali. Il collasso del sistema dei cambi fissi di Bretton Woods, la globalizzazione dei mercati finanziari, il rallentamento della crescita economica ed errori nei controlli pubblici determinarono il ritorno delle crisi bancarie (Caffè, 1979; Laeven e Valencia, 2018)⁵. L'economia mondiale tornò a una fase di globalizzazione degli scambi simile per intensità a quella osservata alla fine dell'Ottocento. Anche l'innovazione finanziaria e il progresso tecnologico crearono le condizioni per la

⁴ La *Public Choice* si è ispirata alla scuola italiana di scienza delle finanze. Per fare un solo esempio, negli anni Venti e Trenta del Novecento Luigi Einaudi protestò in più occasioni contro le regole sulle banche introdotte dalla “burocrazia romana” (si vedano i saggi raccolti in Einaudi, 2016).

⁵ Secondo la Banca Mondiale, tra il 1970 e la crisi globale 2007-2009, nel mondo ci sono state 117 crisi bancarie sistemiche, che hanno coinvolto l'intero sistema bancario di un paese o di un'area, distribuite in 93 paesi. Si sono inoltre verificate 51 crisi minori in 49 paesi.

deregolamentazione. La concorrenza tra le banche e gli altri intermediari si intensificò. I fondi comuni monetari iniziarono a essere un'alternativa ai depositi bancari (Tobin, 1963).

La complessità dell'economia diventa la giustificazione degli orientamenti politici ed economici, diventati poi egemoni, che hanno creato le condizioni per l'adozione da parte dei regolatori, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, di un atteggiamento di benevole distacco (*benign neglect*) dai meccanismi dei mercati e della finanza.

Alla base di queste convinzioni vi era l'assunto che l'industria finanziaria avesse al proprio interno gli incentivi giusti per tenere sotto controllo i rischi. La diffusione di nuovi strumenti e tecniche aveva ampliato la disponibilità delle informazioni e la copertura dei rischi, prefigurando mercati completi ed efficienti, secondo la tradizione che da Walras arriva ad Arrow-Debreu. In particolare, l'equilibrio viene raggiunto attraverso variazioni dei prezzi (*market clearing*), che permettono l'incontro tra domanda e offerta.

In economia esisteva una lunga tradizione nella quale sono le variazioni di domanda e offerta, non dei prezzi, che conducono a un equilibrio: in presenza di selezione avversa o di azzardo morale, l'offerta è razionata; nel mercato del credito, ad esempio, anche se il tasso di interesse fosse più alto, l'offerta di fondi non crescerebbe (Stiglitz e Weiss, 1981).⁶ Ma l'idea del *market clearing* era prevalente.

La letteratura sulle asimmetrie informative aveva dato contributi importanti – si pensi ai premi Nobel attribuiti a Akerlof, Spence e Stiglitz nel 2001 – e aveva conquistato spazio nella teoria microeconomica – si pensi, per ripeterci, ai modelli con selezione avversa e azzardo morale – ma non aveva influenzato la regolamentazione e i modelli macroeconomici. In questi ultimi il settore finanziario aveva un ruolo marginale; era carente un'analisi dei meccanismi di interazione tra settore reale e settore finanziario dell'economia.

Dal momento che il mercato avrebbe consegnato alla fine un gioco a somma zero, con le perdite degli uni compensate dai guadagni degli altri, non era necessario un forte impegno delle autorità a regolare in maniera stringente le istituzioni e le operazioni finanziarie. Al contrario, l'intervento regolatorio pubblico avrebbe comportato inefficienze.

La vigilanza bancaria, soprattutto nei paesi a matrice anglo-sassone, si è trasformata nella "*light-touch supervision*", in ossequio all'indirizzo secondo il quale il mercato è sempre in

⁶ È quello che è successo dopo il fallimento di Lehman Brothers nel mercato interbancario, dove l'offerta di fondi si è rarefatta, perché nessuno intermediario voleva prestare fondi a un potenziale "nuovo *Lehman Brothers*" (si rimanda al paragrafo 5).

grado di trovare da solo condizioni di equilibrio. Molte delle regole introdotte negli anni Trenta vincolavano la capacità di reazione delle banche alle innovazioni dei mercati, ad esempio limitandone l'espansione geografica e la diversificazione degli strumenti, sia nel passivo sia nell'attivo di bilancio, o impedendo la remunerazione dei depositi per evitare forme di concorrenza – si pensi alla *Regulation Q* americana – una misura insostenibile in tempi di inflazione elevata. La crescente diffusione delle idee liberiste e le decisioni di politica economica di Reagan e Thatcher negli anni Ottanta contribuirono così alla deregolamentazione bancaria.

Le misure furono diverse. Le barriere all'entrata furono ridotte, liberalizzando la costituzione di nuove banche e l'apertura di sportelli; negli Stati Uniti i limiti geografici all'attività bancaria furono cancellati nel 1994 dal *Riegle/Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*. Le specializzazioni operative delle banche furono abolite: il *Glass-Steagall Act* fu sostituito nel 1999 dal *Gramm-Leach-Bliley Act*, consentendo alle banche commerciali di assumere partecipazioni in altri intermediari, svolgendo così attività in titoli. In tutti paesi si osservò un'apertura dei mercati domestici alle banche straniere, nel contesto della liberalizzazione dei movimenti di capitale.

Privatizzazioni di banche pubbliche divennero frequenti. Le autorità nazionali di supervisione facilitarono fusioni e acquisizioni, anche con l'obiettivo di costruire campioni nazionali. La concorrenza bancaria fu incentivata (Angelini e Cetorelli 2003; De Bonis, Marinelli e Vercelli, 2018). Dagli anni Ottanta del Novecento emerse un approccio alla regolamentazione basato sui requisiti di capitale (si rimanda alla sezione 5.2): in estrema sintesi, più vigilanza prudenziale, minori interventi sulla struttura degli intermediari.

In Italia si affermò definitivamente l'idea che la banca è un'impresa, che non esercita un servizio pubblico, pur continuando a godere di una protezione pubblica per la specificità della sua attività, caratterizzata dalla simultanea presenza in bilancio di impieghi illiquidi e depositi liquidi. L'apertura di sportelli fu liberalizzata nel 1990; le vecchie specializzazioni funzionali e temporali furono cancellate (Ciocca, 1991 e 2000; Costi, 1994).

Molte di queste misure furono prese sotto la spinta della Commissione europea, anche in relazione all'obiettivo del mercato unico. Si possono ricordare, in particolare, la Prima e la Seconda Direttiva di coordinamento bancario, che affermarono i principi della libertà di

costituzione delle banche, della liberalizzazione dell'apertura di sportelli, della libertà di insediamento di banche estere nei mercati nazionali.

4.3 Il nesso tra finanza e crescita negli anni della deregolamentazione

Al clima culturale prevalente contribuì la letteratura sui nessi positivi tra finanza e crescita economica. Schumpeter (1911) era stato tra i primi a enfatizzare il nesso tra prestiti bancari e crescita. Raymond Goldsmith (1969) aveva notato l'esistenza di correlazioni tra le dimensioni della finanza e le dimensioni di indicatori reali come il PIL.

Riprendendo queste idee, dagli anni Novanta del Novecento una grande mole di ricerche ha sostenuto l'esistenza di un nesso causale che va dallo sviluppo della finanza – misurata dal rapporto prestiti/PIL e/o dal rapporto capitalizzazione di Borsa/PIL – alla crescita dell'economia reale (King e Levine, 1993; Levine, 2005). Esistevano opinioni contrarie – sia Joan Robinson sia Robert Lucas sostenevano che la finanza segue l'economia reale – ma la letteratura su finanza e crescita ebbe la meglio, diventando una delle giustificazioni culturali della deregolamentazione. L'idea era semplice: se una finanza più grande e più articolata aiuta la crescita del PIL, occorre cancellare le misure che frenano lo sviluppo della stessa finanza.

La letteratura era gravata dai normali problemi degli esercizi econometrici – correlazione o causazione? Causalità inversa? – ma ebbe la meglio. L'ottimismo sul nesso tra crescita e finanza era soprattutto espressione della insoddisfazione verso i vecchi strumenti della regolamentazione: una volta eliminati quelli, la finanza si sarebbe liberata, promuovendo lo sviluppo economico.⁷

4.4 L'abbandono del paradigma struttura-condotta-performance

Nei primi decenni del dopoguerra i regolamentatori adottavano lo schema concettuale struttura-condotta-performance (si rimanda a Berger, 1995): erano quindi scettici o prudenti sulle fusioni bancarie. Un livello di concentrazione elevato dei mercati bancari era infatti sintomo di un potere di mercato che andava contrastato.

Il clima intellettuale cambiò dagli anni Ottanta del Novecento, sotto la spinta degli orientamenti della scuola di Chicago e della teoria dei mercati contendibili (Baumol, Panzar e

⁷ La letteratura sul nesso tra finanza e crescita può essere accusata di ottimismo eccessivo. Ma è vero che dopo la crisi globale si sta commettendo l'errore opposto, demonizzando spesso il ruolo della finanza.

Willig, 1982). Quello che conta è la libertà di entrata e di uscita nei mercati: anche se esiste un monopolista, il suo predominio potrebbe derivare dal fatto che è stato più innovativo e più efficiente. Il punto decisivo è la contendibilità del mercato, basata sull'ipotesi – irrealistica – che non esistano costi irrecuperabili quando un'impresa lascia un mercato.⁸ In un contesto dominato da una maggiore concorrenza internazionale, dagli anni Novanta, con modalità diverse nei paesi, i Governi hanno favorito le concentrazioni bancarie, anche con l'obiettivo di costruire campioni nazionali. Era un obiettivo condiviso. L'integrazione economico-finanziaria, ad esempio la nascita del mercato unico europeo e poi dell'area dell'euro, rendevano più facili acquisizioni di banche da parte di istituti esteri. Le autorità nazionali reagirono favorendo un aumento delle dimensioni delle banche residenti.

Dopo la crisi finanziaria globale sono emerse nuove posizioni. La concentrazione – sia industriale sia bancaria – è come il colesterolo: esiste quello buono e quello cattivo (Philippon, 2019). Ci possono essere grandi imprese e grandi banche frutto della capacità di innovare e di conquistare quote di mercato, assorbendo i concorrenti meno efficienti. Ma mercati molto concentrati, come mostra l'esperienza statunitense, possono anche essere il segnale di imprese che raggiungono posizioni di predominio, perché dotate di un potere politico che frena gli interventi delle autorità, in particolare di quelle *anti-trust* (sul ripensamento recente delle politiche antitrust si vedano Wu, 2021, e Grillo 2022).

4.5 Il clima culturale della Grande Moderazione

Dall'inizio del nuovo millennio, il clima culturale della “Grande Moderazione” – l'idea che il capitalismo avesse trovato il modo di risolvere il problema secolare dell'alternarsi di boom e recessioni – portò a una sottovalutazione dei rischi della finanza, con campanelli d'allarme che rimasero isolati (Rajan, 2006).

È vero che crisi finanziarie e gravi recessioni colpirono alcuni paesi asiatici – Corea del Sud, Tailandia, Filippine, Malesia, Singapore, Indonesia – nella seconda metà degli anni Novanta del Novecento (De Bonis, Giustiniani e Gomel 1999). Le crisi erano connesse, dopo anni di elevata crescita economica, a forti indebitamenti in valuta estera; i tassi di cambio

⁸ Il trasporto aereo è uno dei pochi esempi a favore dell'idea che esistano mercati contendibili. Se una nuova compagnia ha offerto la tratta Roma – Milano può abbandonarla con facilità, se non la reputa più profittevole, offrendo, ad esempio, il volo Catania – Trieste. Ma nella generalità delle industrie l'abbandono di un mercato comporta costi irrecuperabili, spesso non trascurabili.

prevalenti diventarono insostenibili; i paesi subirono deterioramenti delle bilance commerciali e furono costretti a svalutare le proprie monete, innescando tensioni inflazionistiche. La crisi asiatica non cambiò l'atteggiamento dei paesi avanzati: i paesi dell'Est asiatico erano semplicemente gravati dai problemi tipici del capitalismo familiare, con un nucleo ristretto di famiglie che esercitava un'influenza spropositata negli organi di governo, nelle banche e nelle imprese (Rajan e Zingales 2003b).

I contributi della “*legal view*” della finanza diffusero l'idea che i sistemi finanziari migliori sono quelli la cui origine legale è anglosassone, in contrapposizione ai sistemi di origine tedesca, scandinava e, soprattutto, francese (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 1998). La protezione di azionisti e creditori è migliore nei paesi di “*common law*”: ciò spiega perché gli stessi paesi hanno sistemi finanziari più grandi e più efficienti.

Nei paesi avanzati si era purtroppo diffusa la convinzione che il ciclo economico fosse morto e che eventuali fluttuazioni economiche fossero da addebitare a fattori reali – in particolare a variazioni della produttività derivanti da innovazioni tecnologiche – secondo i dettami della *real business cycle theory*: le forze creditizie e finanziarie, malgrado contributi importanti come quelli di Kindleberger (1981) e Minsky (1982), potevano essere lasciate da parte. Crisi sistemiche potevano colpire i paesi emergenti, non le economie più sviluppate, il cui quadro istituzionale è migliore, soprattutto nei paesi di “*common law*”.

4.6 Una sintesi: giusto rivedere le regole degli anni 30, sbagliato ridurre la vigilanza

L'abolizione di buona parte dell'apparato istituzionale e regolamentare creato negli anni Trenta ha risposto a un'esigenza sentita. La repressione finanziaria doveva essere cancellata: nel 1980 in alcuni paesi industriali il grado di sviluppo della finanza era più basso che nel 1913 (Rajan e Zingales, 2003a). Non era più possibile difendere le regole sulla specializzazione degli intermediari, né i limiti alla concorrenza, né la forte prevalenza della proprietà pubblica, né la proliferazione di regole con una scarsa giustificazione economica, né gli strumenti amministrativi di controllo del credito.

Gli errori gravi sono stati alleggerire la vigilanza, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, sfiduciare gli apparati pubblici di regolamentazione e assumere un atteggiamento messianico nei confronti della disciplina dei mercati. Le strutture della vigilanza sono state indebolite, a favore di forme di auto-regolamentazione da parte delle banche. Uno degli esempi più significativi fu quello inglese: l'autorità di vigilanza fu separata dalla banca centrale, con

l'istituzione nel 1998 della Financial Services Authority (FSA), resa operativa nei primi anni 2000, una scelta decisiva nel ridurre l'efficacia della supervisione prudenziale.

Questi orientamenti politici ed economici hanno dato vita a nuovi casi di “cattura del regolamentatore”. Nel modello originario di Stigler (1971) la cattura si manifesta con l'introduzione di controlli e barriere all'entrata per favorire gli *incumbent* e sfavorire i nuovi concorrenti. Fino alla crisi finanziaria globale, il regolamentatore ha invece ceduto alle pressioni sia degli *incumbent* sia delle nuove imprese, riducendo drasticamente i controlli.

Un libro è particolarmente significativo. Barth, Caprio, e Levine (2006) – autori ispiratori di misure di policy da parte della Banca mondiale – criticarono i primi due pilastri di Basilea 2 – la dotazione di capitale e i poteri dei supervisori – sostenendo che trasparenza e disciplina di mercato sono strumenti migliori per migliorare la performance dei sistemi creditizi. La fiducia nei confronti dei meccanismi di autocorrezione dei mercati sarebbe stata smentita nel giro di pochi anni.

5. L'aumento della regolamentazione in risposta alla crisi finanziaria globale

In questo paragrafo esponiamo i tratti salienti della crisi finanziaria globale (paragrafo 5.1) e analizziamo le misure regolamentari introdotte dopo la crisi (sessione 5.3). Nel riquadro riassumiamo la storia del coefficiente patrimoniale di Basilea.

5.1 La crisi finanziaria globale in breve

La crisi finanziaria globale degli anni 2007-09 ha mostrato che le forze del mercato non sono da sole in grado di garantire la stabilità del sistema finanziario – una convinzione considerata scontata, quasi banale dagli anni Trenta agli anni Settanta del Novecento – e di assicurare un flusso di finanziamenti stabile all'economia.⁹ La crisi finanziaria e le drammatiche conseguenze in termini di aumento della disoccupazione e di crollo del PIL hanno determinato il ritorno a forme più intense di regolamentazione. Soltanto l'intervento massiccio di governi nazionali e banche centrali – di politica fiscale e di politica monetaria – hanno

⁹ “Accettare l'idea che un ‘benevole distacco’ fosse l'atteggiamento giusto da tenere è stato un errore fatale” (Visco, 2013).

permesso di parlare di una “Grande Recessione” piuttosto che di una “Grande Depressione” analoga a quella degli anni Trenta del Novecento.¹⁰

Come abbiamo visto, gli economisti forniscono spiegazioni diverse delle cause della Grande Depressione degli anni Trenta del Novecento. È dunque normale che non ci sia ancora un pieno consenso sui fattori della crisi 2007/08. Vediamo comunque i punti d'accordo. I progressi nelle tecnologie dell'informazione, la diffusione di prodotti strutturati, come le *asset-backed securities* (ABS), l'operatività di un numero crescente di intermediari specializzati hanno determinato un cambiamento nel modello di intermediazione creditizia (Coval et al., 2009). Si è passati, soprattutto negli Stati Uniti, da un modello che prevedeva la permanenza del rischio di credito nei bilanci delle banche fino alla scadenza del prestito (*Originate-To-Hold* - OTH) a un modello nel quale i rischi venivano decomposti e ridistribuiti tramite i meccanismi del mercato su di una moltitudine di soggetti e istituzioni (*Originate-To-Distribute* – OTD; si rimanda a Adrian e Shin (2010) e al numero monografico del *Journal of Economic Perspectives* dell'estate del 2018).

La complessità delle operazioni di finanza strutturata, la presenza di intermediari – le banche di investimento – non sottoposti ad adeguata vigilanza prudenziale (come avviene per le banche), contraddistinti da elevata leva finanziaria e alta propensione al rischio, la lunghezza della catena di intermediazione unita all'assenza di trasparenza, hanno impedito in molti casi una corretta valutazione del merito di credito, mascherandone il potenziale impatto negativo sul sistema nel suo complesso (Trapanese, 2021).

Lo shock iniziale legato alle insolvenze dei mutui *sub-prime* statunitensi è stato relativamente piccolo dal punto di vista macroeconomico, ma diversi fattori ne hanno amplificato gli effetti (si vedano Blanchard, 2008; Gorton e Metrick, 2012): le cartolarizzazioni dei prestiti avevano favorito la diffusione di strumenti finanziari opachi; i bassi gradi di patrimonializzazione e di liquidità non hanno permesso agli intermediari di far fronte alle prime perdite, dando luogo al fenomeno delle *fire sales*, la svendita a prezzi di saldo di attività in

¹⁰ Solo in Italia, afflitta da una crescita deludente dalla seconda metà degli anni Novanta del Novecento, la contrazione di reddito, investimenti e occupazione è stata più forte tra il 2007 e il 2014 che nell'intervallo 1929-1936 (De Bonis, Marinelli, e Vercelli, 2023): il sistema bancario ha però retto meglio nel 2007-2014 che durante la Grande Depressione. Sugli effetti della Grande Recessione sul credito si vedano anche Gaiotti (2013), Bofondi, Carpinelli e Sette (2018), Bonaccorsi di Patti e Sette (2016), Schiantarelli, Stacchini e Strahan (2020).

bilancio; il cattivo funzionamento del mercato interbancario, dominato da asimmetrie informative, ha impedito la buona circolazione della liquidità bancaria, favorendo la trasmissione internazionale della crisi.

Un detonatore importante della crisi è stato il calo dei prezzi degli immobili negli USA, registrato per la prima volta dopo decenni di espansione. L'eccessivo indebitamento delle famiglie – cresciuto fino al 2007 soprattutto negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Spagna – è stato il fattore che ha amplificato la crisi (Mian e Sufi, 2014); ma va detto che la spiegazione non si attaglia all'Italia, dove il debito delle famiglie era e rimane molto basso nel confronto internazionale.

Anche se la metafora è abusata, è vero che le crisi finanziarie sono tutte diverse, come le famiglie in disgrazia di Tolstoj (*Anna Karenina*, Ed. It. 1945). Per secoli le crisi bancarie sono state legate alle corse al ritiro dei depositi e, soprattutto dal Novecento, ai deterioramenti della qualità del credito: si pensi alla Grande Depressione e al caso italiano dal 2011 al 2016.

La crisi finanziaria globale è stata invece innescata dalle difficoltà delle banche di investimento. Grande è stata la responsabilità delle autorità statunitensi: come sottolineato da Charles Goodhart, la crisi di Lehman Brothers andava gestita con un salvataggio pubblico, analogo a quello messo in atto nei primi mesi del 2008 per *Bearn and Stears* e poi, in settembre, per il gruppo assicurativo AIG. È anche emerso un ruolo centrale delle frodi, da parte di diversi operatori, nel determinare la crisi (Griffin, 2021): è una evidenza paradossale, dato che per decenni l'accademia statunitense aveva sbandierato – si ricordi la “*legal view*” della finanza riassunta nel paragrafo 4 – la superiorità delle regole anglosassoni nell'assicurare tutela dei clienti e sviluppo dei mercati finanziari. Ricordiamo un solo dato che ha dell'incredibile: prima dell'esplosione della crisi il 90 per cento dei titoli legati alle cartolarizzazioni dei prestiti bancari aveva rating AAA, un fatto più unico che raro nei sistemi di *rating* di qualsivoglia categoria di titoli.

La crisi è derivata dalla fiducia eccessiva nei meccanismi auto-equilibratori del mercato. Resta memorabile la candida affermazione di Greenspan durante l'audizione nel Parlamento americano nel 2008: il modello di funzionamento dell'economia nel quale aveva creduto si era rivelato inadeguato.

Ecco le sue parole di fronte alle critiche dei parlamentari americani: *“I do have an ideology. My judgment is that free, competitive markets are by far the un-rivalled way to organize economies. We have tried regulation, none meaningfully worked. (...) I found a flaw, I don't know how significant or permanent it is, but I have been very distressed by that fact. (...) I found a flaw in the model that I perceived is the critical functioning structure that defines how the world works. That's precisely the reason I was shocked, because I had been going for 40 years or more with very considerable evidence that it was working exceptionally well”*. (Greenspan, 2008).

L'ammissione di Greenspan – seguace della scrittrice e filosofa libertaria Ayn Rand negli anni Sessanta – è chiara: il mio modello teorico ha funzionato bene per circa 40 anni; poi è andato in frantumi; e io sono rimasto scioccato. Non solo in Greenspan ma in vasti circoli culturali, aveva prevalso la visione neo-austriaca del capitalismo, propria di pensatori come Schumpeter e Hayek. Il capitalismo si basa sulle innovazioni, in gran parte introdotte da grandi imprese, il cui potere non va limitato; le crisi sono inevitabili e utili, perché espellono dal mercato le aziende inefficienti, mentre le imprese efficienti sopravvivono; le crisi possono portare a recessioni, ma esse saranno di breve durata. Greenspan confermava questa visione nella sua audizione: *this crisis will pass, and America will reemerge with a far sounder financial system*. Insomma, non ti curar delle crisi, ma guarda e passa. Questa visione ha portato negli Usa alla sottovalutazione dei primi segnali della crisi nel 2007 e all'incapacità della sua gestione nel 2008. Va però ammesso che l'economia americana aveva sempre mostrato una capacità straordinaria di reagire alle crisi, riemergendo con forza da fallimenti come quelli delle *saving and loans* e della Continental Illinois negli anni Ottanta del Novecento (ma grazie all'immissione di ingenti risorse pubbliche) o da crolli di Borsa come quello coincidente con l'esplosione della bolla delle dot.com nel 2000.

Per concludere, nelle discussioni teoriche sull'efficienza del mercato e sul suo fallimento si trascura quasi sempre che il mercato è uno strumento allocativo efficiente nella misura in cui domanda e offerta sono determinate rispettivamente dai bisogni che il bene soddisfa e dai costi necessari per produrlo. Questa condizione spesso non vale per le attività finanziarie, che vengono domandate non sempre per i servizi che forniscono, ma per il valore futuro che

rappresentano. Domanda e offerta in questo caso sono determinate in larga misura, non da bisogni o costi reali, ma dalle aspettative sul valore futuro delle attività.

Ne consegue che il meccanismo di formazione dei prezzi non è più caratterizzato né da efficienza allocativa né da equilibri stabili: se la crescita del prezzo di un *asset* suscita attese generalizzate di crescite ulteriori, domanda e offerta si muovono in direzioni destabilizzanti. Ragionamenti in parte simili si possono fare per i meccanismi di contagio. La storia è piena di esempi, dalla vicenda dei tulipani olandesi all'altalena di Bitcoin. In conclusione, come vedremo nel prossimo paragrafo, la crisi finanziaria del 2007/08 ha rappresentato la fine dell'illusione che il mercato finanziario possa essere trattato come qualsiasi altro, rafforzandola consapevolezza che esso necessita di maggiore regolamentazione e controlli.

Riquadro: Storia del coefficiente patrimoniale e degli accordi di Basilea

Prima di esaminare da vicino i caratteri distintivi della risposta regolamentare alla grande crisi finanziaria globale, può essere utile ripercorrere brevemente la storia di un istituto chiave della vigilanza prudenziale sulle banche: il coefficiente di solvibilità patrimoniale, creato per far fronte ai principali rischi della gestione bancaria. È stato il primo strumento di vigilanza definito a livello internazionale, ricorrentemente oggetto di riforme e modifiche. La sua elaborazione e attuazione ha interessato diverse età regolamentari.

La sua introduzione, nel 1988, fu accompagnata dallo smantellamento della vigilanza strutturale (discusso nel paragrafo 4): ma preferiamo riesaminare la sua evoluzione qui, perché il coefficiente è cambiato molto negli anni a cavallo della crisi globale.

Il primo accordo del Comitato di Basilea del 1988 venne adottato per rispondere alla crescente concorrenza internazionale tra le banche e compensare le diverse forme di deregolamentazione. L'accordo introduceva un requisito minimo di capitalizzazione, pari all'8 per cento delle attività ponderate secondo i rischi.

I coefficienti prudenziali presuppongono che un sistema di principi di bilancio solidi che portino alla determinazione corretta delle perdite attese. Questo sistema nel 1988 era assente: non esistevano principi contabili condivisi; ogni giurisdizione ragionava per conto suo. La calibrazione del numero 8% sottostimava il fatto che in periodi di crisi le correlazioni tra fattori di rischio tendono a impennarsi, rendendo evidente la carenza di capitale. Non vi erano nemmeno prove di stress, poi introdotte, miranti ad anticipare la previsione di eventi più estremi.

La nuova misura aveva tre giustificazioni: creare un "*level playing field*", soprattutto per le grandi banche internazionali (erano gli anni della paura negli Stati Uniti per la presenza delle grandi banche giapponesi); fornire incentivi agli azionisti delle banche per un controllo delle performance degli amministratori; assicurare un cuscinetto a fronte di perdite "normali" (non quelle che si osservano durante forti recessioni). Si trattava di una misura leggera, soprattutto se posta a confronto con la severità delle misure della vigilanza strutturale. Era una misura semplice nell'individuazione dei rischi, prevedendo solo quattro grandi categorie di attività e coefficienti di ponderazione. Segnava anche un punto a favore dell'idea di una regolamentazione automatica, meno discrezionale rispetto al passato (Dewatripont e Tirole, 1994).

Gli standard internazionali adottati dal Comitato di Basilea si applicano alle banche attive a livello internazionale, la cui chiara definizione non è contemplata negli standard stessi, ed è delegata alle autorità nazionali.

In Italia introducemmo anche una quinta categoria di attività, le sofferenze, con una ponderazione del 200 per cento, doppia rispetto agli impieghi normali. Data la difficoltà – si potrebbe dire l'arbitrarietà – di concepire coefficienti di ponderazione, la Banca d'Italia introdusse anche un coefficiente patrimoniale dimensionale. Il patrimonio bancario doveva essere pari ad almeno il 4,4 per cento dell'attivo totale (non ponderato). Era una misura semplice, complementare al coefficiente basato sulla ponderazione dei rischi. Si trattava di una misura simile a un leverage, una sorta di *backstop* che doveva funzionare in modo complementare al coefficiente commisurato ai rischi, proprio perché avevamo capito correttamente, con qualche decennio di anticipo, che una misura solo *risk sensitive* non è sufficiente.

Nell'accademia anglo-sassone l'accordo di Basilea del 1988 non fu accettato. In primo luogo, la finanza classica ha come uno dei capisaldi il teorema di Modigliani e Miller: la struttura del passivo di bilancio di un'impresa è irrilevante per stabilirne valore e stabilità. Un'impresa con il 50 per cento di capitale proprio e il 50 per cento di debiti è uguale a un'impresa con valori rispettivi del 10 e del 90 per cento. Il teorema vale sotto ipotesi particolari; è stato concepito per imprese industriali, non per le banche, ma ciò non bastava a superare lo scetticismo accademico verso l'accordo di Basilea. In secondo luogo, negli Stati Uniti non esiste un vincolo di capitale proprio per la costituzione di imprese (come invece esiste in Italia e in altri paesi). In terzo luogo, e questa è forse la motivazione più importante, si riteneva che la teoria della finanza avesse compiuto grandi progressi.

Nel 1990 Harry M. Markowitz, Merton M. Miller e William Forsyth Sharpe avevano ricevuto il premio Nobel (si rimanda a Bernstein, 1992). Robert C. Merton e Myron Scholes lo avrebbero ricevuto nel 2008 (per i metodi per determinare il valore degli strumenti derivati). Questi contributi modellano il rischio in maniera più complessa rispetto alle semplificazioni del primo accordo di Basilea e costituiscono una delle origini intellettuali del suo rifiuto. La risposta dell'industria finanziaria all'accordo del 1988 non si fece attendere, materializzandosi attorno al consenso verso i modelli interni sviluppati dalle grandi banche internazionali per la misurazione dei rischi e per la calibrazione dei requisiti di capitale. Questo cambiamento di paradigma rappresenta il fulcro della riforma di Basilea II, definita nel 2004.

Il punto centrale della riforma è basato sulla convinzione che le banche siano in grado di calcolare l'ammontare dei rischi meglio dei loro controllori e che gli incentivi che muovono i manager delle banche siano sempre in linea con quelli della vigilanza (ipotesi che a molti sembrò immediatamente comica e che sarebbe stata smentita di lì a poco dai fatti). Questa fiducia è stata alimentata dal consolidamento dell'industria finanziaria, che ha portato alla costituzione di intermediari di grandi dimensioni – a volte operanti su scala globale – divenuti gli unici a possedere le informazioni rilevanti e le tecnologie adatte a misurare i rischi. Nel nuovo clima culturale, l'Italia fu costretta ad abbandonare il coefficiente dimensionale, una

misura considerata rozza, perché contraria all'idea che i singoli rischi bancari possano essere misurati con precisione. Scomodando Antonio Gramsci, si è trattato, nella battaglia delle idee, del consolidarsi di una egemonia culturale anglosassone nei consessi internazionali.

La forte *reliance* di Basilea II sui modelli interni ha costituito un atto di eccessiva fiducia verso la capacità delle istituzioni finanziarie di 'pensarci da loro' sulle questioni più importanti. Dal punto di vista delle autorità, si potrebbe parlare di una sorta di *outsourcing* della responsabilità, dal momento che le salvaguardie di tutela dell'interesse pubblico, pure previste nelle regole internazionali nell'ambito del cosiddetto processo di validazione, non sono valse a garantire sempre una corretta misurazione dei rischi e una adeguata calibrazione della quantità di capitale necessario per fronteggiarli (Gerding, 2009).

Quando è scoppiata la crisi del 2007-09, Basilea II non era stata ancora attuata per intero né introdotta nelle principali giurisdizioni. Sarebbe pertanto scorretto ascrivere ai modelli interni a fronte dei rischi di credito l'intera responsabilità di quanto è accaduto successivamente. Il baco originario di Basilea I era il trattamento delle linee di liquidità a breve fornite dalle banche ai veicoli di cartolarizzazione, con ponderazione pari allo 0 per cento se la scadenza era inferiore all'anno.

Piuttosto, la responsabilità della crisi va ricercata nell'utilizzo che le grandi banche internazionali hanno fatto, a partire dal 1996, dei modelli interni sui rischi di mercato. È stata la sottovalutazione di questi rischi, consentita dall'applicazione di modelli interni, spesso opachi, ai portafogli di *trading* a contribuire ad aggravare l'intensità e il costo della crisi (Pilati, 2021). A ciò si deve aggiungere che il capitale bancario era costituito da strumenti che non hanno dato buona prova nell'assorbire le perdite quando queste si sono materializzate.

Basilea II va collocata sullo sfondo della deregolamentazione e della riduzione dell'intervento pubblico che ha caratterizzato quegli anni: Basilea II, nel momento in cui attraverso i modelli interni riconosceva la possibilità di ampi risparmi sul patrimonio delle grandi banche, non costituiva la soluzione giusta per fronteggiare i problemi che la crisi avrebbe poi messo in risalto (Barbagallo, 2018).

Gli effetti di queste scelte si sono riverberati anche negli anni più recenti, tant'è che i regolatori si sono trovati nella condizione di intervenire ancora nel 2017 quando il Comitato di Basilea ha portato a termine l'accordo avviato nel 2010. Questo accordo, che va sotto il nome di Basilea III 2017 finale, limita l'uso dei modelli interni e i connessi guadagni che le banche possono ottenere, in termini di requisiti di capitale, rispetto alle misurazioni dei rischi che sono effettuate sulla base dei metodi standardizzati (il cosiddetto *model dividend*). L'obiettivo è stato quello di evitare risultati troppo variabili tra le banche in termini di attivi ponderati, che riducono la credibilità dei processi interni delle banche (e di quelli di validazione delle autorità) e rendono difficili comparazioni internazionali (BCBS, 2017a, 2017b).

5.2 La reazione della regolamentazione negli anni 2010-2020

Negli anni antecedenti la crisi finanziaria, la possibilità di contagio e la trasmissione veloce degli *shock* sono state accentuate dalla crescente interdipendenza tra le componenti del sistema finanziario alimentata dal modello di intermediazione OTD, come pure dal coinvolgimento nelle operazioni di finanza strutturata delle banche tradizionali, attratte dall'inaridirsi delle fonti di reddito derivanti dall'attività creditizia tradizionale.

Sono sviluppi che, visti dal lato delle forze di mercato, hanno prodotto effetti positivi, come la migliore gestione dei rischi, la riduzione dei costi, la diversificazione e l'ampliamento delle fonti di finanziamento. I banchieri hanno interesse ad avere meno capitale possibile, perché questo aumenta il ROE; l'aumento del ROE rende le banche più appetibili da parte degli investitori, che le finanziano a costi che non riflettono correttamente i rischi; questo a sua volta determina ulteriori aumenti del reddito aziendale e fa aumentare la remunerazione variabile degli amministratori e dell'alta dirigenza.

Finché il meccanismo funziona, la situazione è ottimale per banche e regolatori. Come ha notato un banchiere americano, all'inizio della crisi nel 2007, "*As long as the music is playing, you've got to get up and dance, ... We're still dancing*".¹¹ Quando il meccanismo si inceppa, la musica si interrompe, il ballo si blocca e si scatena la tempesta: assunzione eccessiva dei rischi, comportamenti opportunistici da parte degli intermediari, alimentati da sistemi di incentivi distorti, maggiore correlazione tra i prezzi delle attività finanziarie, innalzamento, come è avvenuto nel 2007-08, della pro-ciclicità della finanza e del rischio sistemico (Shleifer and Vishny, 2011).

Negli anni immediatamente successivi alla crisi, la regolamentazione ha reagito, introducendo nuove misure, in un contesto difficile, contraddistinto da bassa crescita dei PIL, redditività contenuta delle banche e tassi di interesse vicini allo zero o addirittura negativi.

Il carattere che ha contraddistinto la risposta regolamentare è il forte coordinamento internazionale, che ha permesso l'emanazione di standard comuni da parte del *Financial*

¹¹ Negli anni Trenta un osservatore ha notato che in queste situazioni il compito di una banca centrale, molto difficile, è analogo a quello del padrone di casa durante una festa: far sparire gli alcolici quando il clima del party diventa troppo agitato perché gli ospiti hanno bevuto troppo. Anche oggi la vigilanza macro-prudenziale deve intervenire quando banche e finanza si surriscaldano.

Stability Board (FSB) e del *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS); questi standard hanno riscritto le regole a livello globale, intervenendo sulle carenze del sistema finanziario e della regolamentazione che più avevano contribuito alla crisi (Ingves, 2018; Trapanese, 2019; BCBS, 2019; BCBS, 2020).

È stata introdotta una regolamentazione più incisiva sugli elementi chiave della finanza e del settore bancario, unitamente a strumenti di controllo dei rischi più rigorosi. Le ragioni economiche alla base di questo cambiamento sono legate all'esistenza di fallimenti normativi associati a esternalità e frizioni esistenti nel sistema finanziario, in particolare quelli che erano sorti prima e durante la crisi e che erano stati ignorati o trattati in modo improprio nella regolamentazione allora vigente. Nel decennio successivo alla crisi è stata abbandonata la *light-touch supervision* adottata in alcuni paesi nei primi anni 2000.

Agli intermediari, soprattutto a quelli attivi a livello *cross-border*, è stato richiesto di innalzare la quantità di capitale e di migliorarne la qualità, accrescendo la capacità di assorbimento delle perdite da parte degli strumenti che possono essere emessi e computati nel patrimonio di vigilanza, sia in condizioni di continuità di impresa sia in caso di crisi. La copertura dei rischi è stata ampliata, rafforzando quella relativa alle attività di negoziazione, alle cartolarizzazioni, alle esposizioni verso i veicoli speciali fuori bilancio e ai derivati.

Alle regole patrimoniali basate sulla misurazione dei rischi si è aggiunta una misura 'più semplice', il *leverage ratio* misurato da un rapporto almeno uguale al 3 per cento tra i mezzi propri e il totale dell'attivo nominale) per ridurre l'eccessiva leva presente nel sistema finanziario internazionale, che tanta parte aveva avuto nel determinare la crisi del 2007-09. È stata una reintroduzione, quasi ironica anche se inconsapevole, del vecchio coefficiente dimensionale italiano.

Sono stati ampliati gli strumenti per il controllo dei rischi aggiungendo, nella dotazione di capitale delle banche, *buffer* aggiuntivi che possono essere 'usati' in caso di *stress*. Sono stati resi obbligatori nuovi requisiti di liquidità delle banche, al fine di metterle in grado di resistere a *shock* protratti nei mercati della liquidità e definire un profilo di provvista stabile in relazione alla composizione dell'attivo e delle operazioni fuori bilancio (BCBS, 2010a, BCBS, 2010b, Coen, 2016).

Le regole sono diventate più severe per le istituzioni finanziarie sistemicamente importanti, maggiormente soggette all'azzardo morale, allo scopo di contenerne l'assunzione di rischi, applicando vincoli addizionali di capitale e di capacità di assorbimento delle perdite.

L'obiettivo è stato quello di minimizzare gli effetti di contagio e *spill-over* tra operatori sempre più interconnessi, anche su scala globale.

Un nuovo quadro istituzionale e nuovi poteri di intervento/modelli di analisi sono stati introdotti per associare al controllo micro-prudenziale dei rischi strumenti macro-prudenziali in grado di contrastare il rischio sistemico. Nell'Unione Europea, l'architettura istituzionale è cambiata in profondità: è stato creato un sistema comune per vigilanza finanziaria, volto alla definizione di regole armonizzate – il cosiddetto *single rulebook* – per le banche, le assicurazioni e i mercati, e al controllo del rischio sistemico; è stato costituito presso la Banca centrale europea il meccanismo unico di vigilanza, che ha introdotto un'unica autorità per i paesi dell'area dell'euro.

Si è cercato di estendere il perimetro della regolamentazione agli intermediari finanziari non bancari, che in precedenza non erano soggetti a controlli di carattere prudenziale e che avevano contribuito alla propagazione della crisi finanziaria (Signorini, 2019; Tarullo, 2019; Trapanese, 2022a).

L'Italia costituisce una eccezione, dato che dalla fine degli anni Ottanta erano state introdotte forme di regolamentazione degli intermediari non bancari (Banca d'Italia, 1989): in Italia *lo shadow banking system* non esiste da decenni. Su questo fronte a livello internazionale ci sono ancora ostacoli per: (i) includere nel perimetro della regolamentazione tutte le entità dell'intermediazione non bancaria che pongono un rischio alla stabilità finanziaria; (ii) aumentare le fonti informative e la granularità dei dati per il monitoraggio dei rischi; (iii) innalzare il livello di *disclosure* al mercato; (iv) rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità, soprattutto a livello *cross-border* (Signorini, 2018, Trapanese, 2021).

Grazie alle riforme, nel decennio 2010-2020 il sistema bancario internazionale ha aumentato nella media i propri presidi di solvibilità (FSB, 2020; FSB, 2021a; BCBS, 2020; Signorini, 2021). Ne abbiamo avuto prova anche nella crisi del 2020-2021 determinata dalla pandemia.

Rimangono da completare i lavori per il recepimento nelle singole giurisdizioni delle regole derivanti dall'accordo di Basilea III del dicembre 2017, che entreranno gradualmente in vigore a partire dal 2023 (il periodo di *phase-in* terminerà nel 2028), con un anno ulteriore di

periodo transitorio deciso a marzo 2020 nell'ambito delle misure finalizzate ad alleviare per gli intermediari gli effetti della pandemia da COVID-19.¹²

Ulteriori ritardi avrebbero l'effetto di indebolire l'intera risposta regolamentare alla crisi del 2007-09. Questa affermazione è tanto più vera se si tiene in conto che sulla base della tempistica concordata a livello internazionale la complessiva riforma sulle banche entrerà a pieno regime solo allo scadere dei 20 anni dalla crisi stessa (intorno al 2028).

6. Considerazioni conclusive: che fare oggi?

6.1 Resistere alle pressioni per deregolamentare il sistema finanziario ma allo stesso tempo ...

Nei paragrafi precedenti abbiamo mostrato che nei periodi che fanno seguito alle crisi finanziarie prevale una tendenza volta a rafforzare la regolamentazione di banche e finanza, come reazione alla fase precedente caratterizzata da un orientamento opposto. Con il passare degli anni dalla precedente crisi, prevalgono considerazioni che vedono nella regolamentazione un ostacolo allo sviluppo dei mercati e alla crescita economica, per cui si prendono decisioni volte a deregolamentare il sistema. Queste oscillazioni rendono più difficile fronteggiare e controllare i nuovi rischi che sorgono sui mercati (Wolf, 2019; Trapanese, 2020).

Le regole scritte dopo la crisi finanziaria del 2007-09 avevano l'obiettivo di incidere sulle sue determinanti, consegnando un sistema finanziario internazionale in grado di resistere agli *shock*. Tra le cause della crisi si poneva l'accento da una parte sulla inadeguatezza delle norme allora vigenti e sulla loro attuazione eterogenea tra i paesi, che avevano prodotto arbitraggi regolamentari, competizione verso il basso tra gli ordinamenti (*competition in laxity*); d'altra parte, si sottolineava l'insufficiente coordinamento tra le autorità a livello *cross-border*, che aveva favorito comportamenti opportunistici delle singole autorità (*ring-fencing*), volti a

¹² La gran parte delle giurisdizioni ha fatto segnare rilevanti progressi nell'implementazione delle riforme in materia di *resolution*. La loro attuazione è più avanzata nel settore bancario (per le assicurazioni e le controparti centrali i progressi sono meno rilevanti). Un ulteriore tassello attiene al recepimento negli ordinamenti nazionali di norme per dotare le autorità di tutti i poteri previsti dal *framework* in materia di risoluzione (per esempio, poteri in materia *bail-in*, piani di *recovery* e *resolution*) e di liquidazione ordinata delle banche non sistemiche che non hanno accesso alla risoluzione (Restoy et al., 2020, Majnoni et al., 2021).

preservare in primis la stabilità finanziaria nazionale (IMF, 2009a, e 2009b, Reinhart and Rogoff, 2008; Acharya et al., 2011).

Con l'economia globale che sta vivendo oggi una fase di grande incertezza come conseguenza della pandemia nel 2020/21 e dell'aggressione russa all'Ucraina nel 2022, sono emerse richieste per un allentamento in via strutturale dei requisiti prudenziali (Angeloni, 2020). Ciò sarebbe in contrasto con l'orientamento finora adottato dalle istituzioni internazionali, volto a preservare l'integrità degli standard internazionali (pur ammettendo la possibilità di far uso di tutta la flessibilità prevista per il loro adattamento alle condizioni congiunturali attuali), dal momento che proprio grazie ai loro effetti è stato possibile garantire la tenuta del sistema bancario internazionale (FSB, 2020).

Approcci meno stringenti si stanno diffondendo in diverse importanti giurisdizioni – soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito – e possono essere riferiti a una pluralità di circostanze e contesti istituzionali (Jenkins, 2019; Wolf, 2019; King, 2023).

Negli Stati Uniti nel gennaio 2020 è entrato in vigore un sistema regolamentare, adottato nel 2018, sulle grandi banche, che sono state divise in categorie differenti per l'applicazione dei requisiti prudenziali, con gradi di stringenza diversificati; tali categorie sono determinate sulla base di indicatori come la dimensione, le attività internazionali detenute, la raccolta sui mercati all'ingrosso a breve termine, le attività fuori bilancio. I cambiamenti sono stati motivati con la necessità di graduare (*'tailoring'*) gli interventi normativi (e quelli di vigilanza) all'effettivo grado di rischio e al modello di business di ogni singola banca.

Sono obiettivi – proporzionalità della regolamentazione e riduzione della sua complessità – teoricamente condivisibili. Tuttavia, questi mutamenti hanno finito per immettere nel sistema elementi di deregolamentazione, introducendo deviazioni dagli *standard* concordati a livello globale dopo la crisi finanziaria (Gelzins, 2019, Trapanese, 2020, e Veron, 2020).

La possibilità ammessa negli Stati Uniti per banche che sono comunque di dimensioni rilevanti – anche nel confronto con le banche europee – di derogare, ovvero di calibrare in misura ridotta alcuni requisiti prudenziali (di liquidità e di capitale) non è in linea con il tratto distintivo degli *standard* internazionali, che si configurano come requisiti minimi, rispetto ai quali le singole giurisdizioni possono prevedere calibrazioni al di sopra – non al di sotto – dei livelli concordati.

Le deroghe sono state così all'origine delle crisi di alcune banche regionali nel marzo 2023. Le autorità statunitensi hanno ammesso che la crisi della Silicon Valley Bank (SVB) è derivata dall'incapacità degli amministratori e del management di controllare i rischi. Ma anche

i supervisori non avevano ben valutato le vulnerabilità di SVB, legate alla crescita delle dimensioni e della complessità di bilancio; e quando i problemi di SVB sono stati identificati, i supervisori non hanno assunto le iniziative necessarie per consentire che SVB risolvesse velocemente le sue problematiche. Soprattutto, requisiti di liquidità e di capitale più alti, disapplicati nel 2020 su alcune categorie di banche, avrebbero consentito una maggiore resistenza di SVB di fronte alla crisi (Turner, 2023; Smith and Palma, 2023; Wilkes, 2023; Legras, 2023; Ackerman, 2023).

Va riconosciuta la velocità di reazione delle autorità statunitensi, non solo nella attivazione di strumenti ‘eccezionali’ per la gestione delle crisi, che hanno impedito fenomeni di contagio a livello sistemico, ma anche nella capacità di trarre le necessarie lezioni, attraverso la riproposizione di orientamenti di vigilanza volti a definire regole e approcci connotati ai rischi posti dalle banche regionali (Board of the Governors of the Federal Reserve System, 2023).

Gli orientamenti verso un approccio meno stringente in materia di regolamentazione e supervisione bancaria si sono diffusi anche fuori degli Stati Uniti. Stanno emergendo preoccupazioni sulla capacità del Regno Unito di riuscire a mantenere una legislazione finanziaria equivalente a quella dell’Unione europea nei prossimi anni. Dopo la Brexit, il governo inglese ha ripetutamente invitato la *Bank of England* e la (collegata) *Prudential Regulation Authority* (PRA) a prevedere la possibilità di distaccarsi dagli accordi internazionali sulla regolamentazione (si vedano Lexology 2021a, e 2021b; Fernandez-Bollo, 2022; e Thomas, 2022).

Si è determinato un significativo indebolimento dell’equilibrio regolamentare coordinato a livello internazionale, quale si era delineato negli anni immediatamente successivi alla crisi. I principali organismi internazionali raccomandano ancora oggi alle autorità competenti di effettuare interventi coerenti con l’obiettivo di preservare gli *standard* internazionali. Nell’UE questo rileva soprattutto nel contesto del recepimento nella legislazione degli accordi finali di Basilea III definiti nel 2017.

Con l’aumento della distanza temporale dalla crisi finanziaria, le pressioni per un allentamento delle regole potrebbero crescere velocemente. È proprio in questa fase che bisogna mantenere un approccio coerente nella regolamentazione finanziaria internazionale, resistendo alle pressioni per deregolamentare il sistema (Borio et al., 2020, Trapanese, 2020).

Tuttavia, occorrerà procedere a introdurre nella regolamentazione bancaria i necessari correttivi per tener conto della lezione che viene dai recenti episodi di crisi. Per esempio, rimanendo nel campo della regolamentazione prudenziale, bisogna valutare l’adeguatezza rispetto ai nuovi contesti di mercato dei requisiti in materia di liquidità, delle regole per il

calcolo dell'impatto di variazioni dei tassi di interesse sui bilanci bancari, dei metodi di valutazione dei titoli a medio e lungo termine nei portafogli delle banche. (Spitzer et al., 2023; Carrascosa, 2023a and 2023b; Felberg, 2023a and 2023b). A livello internazionale, è in corso una riflessione sulle lezioni da trarre da questi casi di crisi.

6.2 ... ridurre la complessità eccessiva della regolamentazione e ...

La crisi finanziaria del 2007-08 ha indotto le banche centrali e le autorità di regolamentazione a riconsiderare la portata del rischio sistemico e i suoi meccanismi di contagio, procedendo a una revisione della regolamentazione.

Come abbiamo visto, il regime normativo che ne è derivato è un sistema con molti vincoli, in cui ogni misura compensa le potenziali carenze e gli incentivi avversi connessi con le altre (Haldane, 2015; Signorini, 2017). Tuttavia, la densità e la complessità del nuovo regime hanno sollevato preoccupazioni: un'eccessiva complessità normativa può creare barriere all'ingresso per i nuovi arrivati, limitando o addirittura ostacolando la concorrenza e l'innovazione nel sistema finanziario.

Riequilibrare la regolamentazione verso la semplicità può produrre miglioramenti paretiani e incoraggiare un migliore processo decisionale da parte delle autorità e delle entità regolamentate (Haldane and Madouros, 2012). Tuttavia, è bene ribadire che affrontare il rischio sistemico in un sistema finanziario complesso non deve comportare la sostituzione di norme eccessivamente complesse con norme eccessivamente semplici o meno rigorose. Anche se le regole semplici possono essere interessanti, non possono essere considerate una panacea o un obiettivo di vigilanza di per sé (Trapanese, 2022b).

Una soluzione ragionevole è quella di ridurre la complessità ritenuta non necessaria. Questo obiettivo comporterebbe: 1) per le autorità di regolamentazione, una maggiore capacità di affrontare le contingenze sconosciute in modo flessibile, eventualmente ricalibrando alcuni strumenti di base (e facili da gestire) e adottando risposte fluide e tempestive; 2) per le entità regolamentate, la riduzione degli incentivi a spostare i rischi al di fuori del perimetro regolamentare. La vera sfida è definire criteri e metodi per valutare il grado di inutile complessità nella regolamentazione.

A tal fine, nel prosieguo del lavoro discutiamo quattro opzioni.

Una prima opzione dovrebbe scoraggiare l'adozione di regole che accrescono la complessità. A questo fine, anche nella risposta regolamentare alla crisi finanziaria del 2007-08, per esempio, andavano evitate norme che – sia nella elaborazione sia nell'attuazione – si sono rivelate non semplici. Ci riferiamo alle varie proposte sulla riforma strutturale delle attività

delle banche, ai metodi di calcolo previsti per una metrica in linea di principio semplice, come il *leverage*. Anche definizioni apparentemente semplici hanno mostrato una tendenza a evolversi in regolamenti troppo complessi da applicare (ad esempio, *market making*, *trading* proprietario, e *living wills*).

Andrebbero ripensati alcuni aspetti della regolamentazione sulle banche che hanno finito per determinare aree di *overlapping* tra gli strumenti (è il caso delle diverse tipologie di buffer di capitale), oppure situazioni di difficile gestione degli strumenti previsti, come per esempio nel caso del quadro normativo sulle crisi bancarie nell'UE, che in realtà necessita di regole semplici e flessibili, come è stato dimostrato anche dalla risposta alle recenti crisi attivata dalle autorità statunitensi.¹³

Proprio in relazione ai recenti casi di crisi e agli strumenti di intervento adottati dalle autorità statunitensi, sono state avviate riflessioni secondo le quali una gestione dell'offerta di liquidità da parte delle banche centrali maggiormente calibrata sulle caratteristiche delle passività esigibili a vista delle banche commerciali comporterebbe una più efficace gestione delle situazioni di emergenza, anche sistemiche. In tal modo, si determinerebbe una forte semplificazione delle regole riguardanti il capitale e la liquidità delle banche, così come sono state definite dopo la crisi finanziaria globale (King, 2023).

Il dibattito su queste proposte è appena avviato. In via preliminare ci sembra che esse non tengano nel giusto conto la circostanza che le banche sono intrinsecamente fragili, non solo perché accettano passività a vista, come i depositi, ma anche perché trasformano queste passività a breve termine in prestiti a lungo termine e rischiosi. Questa è quella che la letteratura economica che abbiamo esaminato nei paragrafi precedenti definisce la “specificità dell'attività bancaria” (si veda anche Diamond e Rajan 2001). Proprio la particolare combinazione di attività e passività determina la fragilità a cui possono essere esposte le banche, come dimostra l'esperienza plurisecolare delle crisi bancarie. È questa la ragione per cui le regole prudenziali incidono sia sul passivo sia, in misura forse maggiore, sull'attivo delle banche.

La Silicon Valley Bank e il Credit Suisse hanno avuto problemi idiosincratici. L'obiettivo della regolamentazione e della vigilanza sulle banche non è quello di creare un sistema bancario con rischio di fallimento pari a zero. “Il compito degli organi di regolamentazione non è ... quello di impedire una selezione darwiniana nel sistema finanziario (Padoa-Schioppa, 2000).

¹³ Come è stato notato, noi europei siamo bravi a prevenire le crisi ma meno bravi a risolverle. Gli americani fanno l'opposto: non prevenono le crisi, ma sono bravi a gestirle.

Piuttosto, le regole che sono state definite sul passivo e sull'attivo rispondono all'esigenza di ridurre in maniera significativa la probabilità di fallimento e di limitare il suo impatto sull'intermediazione finanziaria e sul sistema economico nel suo complesso.

Una seconda opzione dovrebbe evitare il sovrapporsi di autorità e di finalità nell'azione di vigilanza (Mason et al., 2018). Occorrerebbe considerare complementari e non sostitutive e facenti capo a autorità diverse le regolamentazioni basate sulle caratteristiche degli intermediari e quelle fondate sulle specificità delle attività svolte (*entity vs activity-based regulations*). Data la recente evoluzione del sistema finanziario internazionale soprattutto in alcuni settori (quali l'intermediazione finanziaria non bancaria e il *fintech*) che richiedono un trattamento coerente dei rischi, questi approcci dovrebbero essere visti come componenti di una strategia integrata per regolare le forme emergenti di rischio sistemico. Ciò contribuirebbe a evitare l'arbitraggio normativo e il trasferimento dei rischi al di fuori del perimetro normativo, riducendo nel contempo la complessità, soprattutto nelle giurisdizioni con un elevato livello di frammentazione istituzionale (ad esempio, gli Stati Uniti e l'UE).

6.3 ... definire un giusto equilibrio tra proporzionalità nelle regole e stabilità finanziaria

La terza opzione che abbiamo preso in esame sottolinea come un maggiore grado di proporzionalità delle norme consentirebbe di garantire in modo più efficace che il costo della regolamentazione sia commisurato alle dimensioni e alla rischiosità delle banche e degli altri istituti finanziari. Tuttavia, nella progettazione della proporzionalità è necessario individuare un giusto equilibrio che consenta di preservare condizioni di stabilità per il sistema finanziario nel suo complesso.

Nel definire in concreto regole proporzionali, le autorità non dovrebbero determinare una riduzione dei requisiti complessivi di liquidità e di solvibilità: non si può trascurare la possibile accumulazione di rischi (anche con impatto sistemico) nelle banche di minore dimensione, che normalmente adottano il medesimo modello di business e potrebbero essere interessate da una situazione di stress simultaneamente. Queste banche non dovrebbero essere sottoposte a una vigilanza meno intensa, dal momento che i rischi, anche quelli reputazionali, per i regolatori potrebbero aumentare in maniera inattesa.

Inoltre, occorre evitare di perseguire una proporzionalità al contrario, come è stato il caso degli interventi regolamentari americani del 2020 richiamati nel paragrafo precedente. Questi interventi hanno finito per allentare le regole e la vigilanza su banche che - seppure di minore

dimensione rispetto alle grandi banche con operatività internazionale - sono pur sempre in grado di compromettere la stabilità del sistema.

Norme stabili, semplici e pienamente attuate possono far compiere progressi significativi verso questo obiettivo. Maggiore proporzionalità nelle regole prudenziali ridurrebbe i costi di *compliance*. La legge bancaria del 1936 e il Testo unico bancario del 1993 – basati sull'enunciazione di regole generali di principio – potevano avere i loro limiti; ma definire regolamenti molto dettagliati, con l'obiettivo di evitare applicazioni delle norme divergenti tra i paesi, potrebbe non essere la soluzione ideale.

Prendiamo ad esempio il caso delle riforme sull'intermediazione finanziaria non bancaria. Questo segmento dell'intermediazione crea leva e trasforma scadenze. Finora l'approccio regolamentare è stato dettato quasi esclusivamente da considerazioni di natura micro-prudenziale, portando alla messa a punto di strumenti volti alla salvaguardia di singole istituzioni e attività. Oggi è cruciale affiancare a questi strumenti micro-prudenziali (fondamentali per il controllo dei rischi idiosincratichi, il cui ambito va esteso a tutti gli intermediari del settore), un *framework* macro-prudenziale, in grado di catturare e mitigare i potenziali rischi sistemici derivanti dall'intermediazione non bancaria, anche quelli che possono emergere nel campo del *fintech* (Barba Navaretti, Calzolari e Pozzolo 2019; FSB, 2021b; FSB, 2021c; Signorini, 2022; Trapanese, 2021).

Gli intermediari di questo tipo si suddividono in almeno cinque categorie: fondi comuni; istituzioni che cartolarizzano prestiti o altre attività; intermediari che erogano prestiti senza raccogliere depositi dal pubblico, come molte delle società di leasing, di factoring, di credito al consumo; istituzioni che operano in titoli, in conto proprio o per conto della clientela, come le *investment bank* anglosassoni, o le nostre SIM; una categoria residuale, che include ad esempio le holding finanziarie. Il peso di questi intermediari sul totale delle attività finanziarie delle società finanziarie o del PIL è elevato nel Regno Unito, Canada e Stati Uniti, molto più basso in Italia, Spagna e Germania.

Gli intermediari non bancari hanno strutture di bilancio diverse, rendendo impossibile l'applicazione di regole uniformi. Nei paesi dove prevale la banca universale, come in Germania, alcune categorie di intermediari non bancari di fatto non esistono, perché la loro attività è ricompresa in quella bancaria. In altri casi, si pensi alla Francia, alcune istituzioni – le società di *leasing* e di *factoring* – sono già classificate come banche. E, soprattutto, sotto la stessa denominazione, si nascondono intermediari completamente diversi.

Il caso forse più clamoroso è quello dei fondi comuni monetari. Negli Stati Uniti detengono attività anche particolarmente rischiose, come la carta commerciale emessa dalle

imprese, e sono stati già protagonisti di casi di crisi; in molti paesi europei, invece, sono intermediari che investono in depositi e titoli pubblici. Nella misura in cui gli intermediari finanziari non bancari emettono passività assimilabili ai depositi bancari, per contenere gli effetti sistemici di una crisi si dovrebbero studiare le modalità per consentire anche a questi operatori l'accesso al finanziamento di ultima istanza delle banche centrali (King, 2023).

È una discussione ricorrente. L'ultima crisi del sistema finanziario inglese nell'Ottocento colpì, nel 1866, la banca di investimento "Overend, Gurney and Co": il fallimento dell'intermediario, seguito da effetti rovinosi sull'economia britannica, fu influenzato dalla scelta dei direttori della Banca d'Inghilterra di non offrire liquidità a un intermediario che non era una banca commerciale (cfr. la ricostruzione in Martin 2014). E anche nell'estate del 2008 le autorità statunitensi assunsero un atteggiamento simile nei confronti di Lehman Brothers, smentendo la decisione di pochi mesi prima nei confronti di Bear Stearns (senza negare, naturalmente, le differenze enormi tra l'Inghilterra del 1866 e gli Stati Uniti del 2008).

Infine, la quarta opzione mette in rilievo come di fronte all'aumento dei costi di *compliance* si possa valutare dove tagliarli senza fare danni. Occorre stabilire se sia possibile semplificare o eliminare alcune regole e i connessi oneri per tutti gli intermediari (quando si discute di complessità) o per quelli più piccoli e non complessi (quando si discute di proporzionalità), senza determinare un aumento del rischio del sistema finanziario nel suo complesso o dei piccoli intermediari. Per affrontare i temi della complessità e della proporzionalità della regolamentazione in modo fruttuoso occorrerebbe abbandonare il livello concettuale della discussione e tentare di individuare specifici casi pratici di regole che contribuiscono in misura solo marginale al contenimento dei rischi (Angelini, 2022).

Bibliografia

- Ackerman A., (2023), “How Bank Oversight Failed: The Economy Changed, Regulators Didn’t”, WSJ, March 24.
- Angelini, P. e Cetorelli N., (2003), "The Effects of Regulatory Reform on Competition in the Banking Industry," *Journal of Money, Credit and Banking*, 35, 5, 663-684.
- Angelini P., (2022), “Proporzionalità della regolamentazione e problemi delle piccole banche”, Università Bocconi, Milano, giugno.
- Angeloni I., (2020), “European bank regulators aren’t yet doing what it takes”, Vox.eu, 24 marzo.
- Acharya V., Cooley T. F., Richardson M. P., e Walter, I., (2011), “Market failures and Regulatory Failures: Lessons from Past and Present Financial Crises”, Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 264.
- Adrian T., e Shin H.S., (2010), “The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No 439, April.
- Banca d’Italia (1989), “Intermediazione finanziaria non bancaria e gruppi bancari plurifunzionali: le esigenze di regolamentazione prudenziale”, Temi di discussione, n. 113, febbraio.
- Barba Navaretti G., Calzolari G., e Pozzolo A. F., (2019), “Banche e fintech. Amici o nemici?”, in Fimmanò, F. e F. Falcone (a cura di), *Fintech*, Napoli, Edizioni scientifiche italiane.
- Barbagallo C., (2018), “Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive”, marzo.
- Barth J. R., Caprio G., e Levine R., (2006), “Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern”, Cambridge University Press, New York.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2010a), “Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems”, December.
- BCBS, (2010b), “Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring”, December.
- BCBS, (2017a), “High-level Summary of Basel III Reforms”, December.
- BCBS, (2017b), “Finalizing Post-Crisis Reforms”, December.
- BCBS, (2019), *Basel III Monitoring Report*, Basel, May.
- BCBS, (2020), “Implementation of Basel Standards, A Report to G20 Leaders on Implementation of the Basel III Regulatory Reforms”, November.
- Baumol W. J., Panzar J. C., e Willig R. D., (1982), “Contestable Markets and the Theory of Industry Structure”, Harcourt Brace Jovanovich, San Diego.

- Berdell J., e Mondschean T., (2020), “Regulating Banks versus Managing Liquidity: Jeremy Bentham and Henry Thornton”, *Journal of Economic Perspectives*, 34 (4), 195-209.
- Berger A. N., (1995), “The Profit-Structure Relationship in Banking – Tests of Market Power and Efficient Structure Hypothesis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 27.
- Bernanke B. S., (1983), “Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, 73, 3, 257-76.
- Bernstein P. L., (1992), “Capital Ideas. The Improbable Origins of Modern Wall Street”, The Free Press.
- Blanchard O., (2008), “The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies”, IMF working paper, 09/80.
- Board of the Governors of the Federal Reserve System (2023), “Review of the Federal Reserve’s Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank”, aprile.
- Bofondi M., L. Carpinelli e Sette E., (2018), "Credit Supply During a Sovereign Debt Crisis," *Journal of the European Economic Association*, 6(3), 696-729.
- Bonaccorsi di Patti E., e Sette E., (2016), "Did the securitization market freeze affect bank lending during the financial crisis? Evidence from a credit register," *Journal of Financial Intermediation*, 25(C), 54-76.
- Brennan G., Buchanan J. M., (1980), “The Power to Tax. Analytical foundations of a fiscal constitution”, Cambridge University Press.
- Borio C., Farag M., e Tarashev N., (2020), “Post-Crisis International Financial Regulatory Reforms: A Primer”, BIS Working Papers No. 859, April.
- Caffè F., (1979), “Appunti sull’economia contemporanea: il ritorno agli studi sulle crisi finanziarie”, *Moneta e Credito*, dicembre, 445-454.
- Carrascosa A., (2023a), The Credit Suisse crisis: What are bank resolution rules for?”, *Expansion*, March 21.
- Carrascosa A., (2023b), “Liquidity and banking crises”, *Expansion*, March 28.
- Cesarini F., e Onado M., (1979, a cura di), “Struttura e stabilità del sistema finanziario”, il Mulino, Bologna.
- Ciocca P., e Sannucci V., (1990), “Henry Thornton, primo teorico della banca centrale”, in H. Thornton, “Indagine sulla natura e sugli effetti del credito cartolare in Gran Bretagna”, CRT, Torino.
- Ciocca P., (1991), “Banca, finanza, mercato”, Einaudi, Torino.
- Ciocca P., (2000), “La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)”, Bollati Boringhieri, Torino.
- Coen W., (2016), “Looking Ahead by Looking Back”, Speech at the 20th ICBS Conference, Abu Dhabi, November.
- Conti G., (2007), “Creare il credito e arginare i rischi”, Il Mulino, Bologna.
- Costi R., (1994), “L’ordinamento bancario”, Il Mulino, Bologna.

- Cotula F., e de' Stefani P., (1979), "La politica monetaria in Italia. Istituti e strumenti", Il Mulino, Bologna.
- Coval J., Jurek J., e Stafford E., (2009), "The Economics of Structured Finance", *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 3-25, January.
- Dagher J., (2018), "Regulatory Cycles: Revisiting the Political Economy of Financial Crises", IMF, Working Paper No. 8.
- De Bonis R., Giustiniani A., e Gomel G., (1999), "Crises and Bail Outs of Banks and Countries: Linkages, Analogies, and Differences", *The World Economy*, 22 (1), 55-86.
- De Bonis R. (2008), "La banca", Carocci editore.
- De Bonis R., G. Marinelli e Vercelli F., (2018), "Playing yo-yo with bank competition: New evidence from 1890 to 2014," *Explorations in Economic History*, 67(C), 134-151.
- De Bonis R., e Vangelisti M. I., (2019), "Moneta - Dai buoi di Omero ai Bitcoin", Il Mulino, Bologna.
- De Bonis R., G. Marinelli, e Vercelli F., (2023), "Bank lending in the Great Recession and in the Great Depression," *Empirical Economics*, 64(2), 567-602.
- De Cecco M., (2016), "Moneta e impero", Donzelli (nuova edizione), Roma.
- Dewatripont M., e J. Tirole (1994), "The Prudential Regulation of Banks", MIT Press.
- Diamond, D. W., e Dybvig P.H., (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy* 91, 401-419.
- Diamond, D. W., (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *The review of economic studies* 51, 393-414.
- Diamond D.W., e Rajan R. G., (2001), "Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking", *Journal of Political Economy* 109, 287-327.
- Einaudi L., (1922), "L'azione del governo e la Banca di Sconto", *Il Corriere della Sera*, 14 febbraio.
- Einaudi L., (2016), "La difficile arte del banchiere", Laterza, Bari.
- Felberg G., (2023a), "Lessons from Applying the Liquidity Coverage Ratio to Silicon Valley Bank", Yale University, Program on Financial Stability, Online, March 27.
- Felberg G., (2023b), "Silicon Valley Bank's Liquidity, Part Two: What About the Net Stable Funding ratio?", Yale University, Program on Financial Stability, Online, April 4.
- Fernandez-Bollo E., (2022), "The future of EU banking supervision", *New Financial*, settembre.
- Fisher I., (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depression", *Econometrica*, ottobre, 1, 337-357.
- Financial Stability Board (FSB), (2020), "Implementation and Effects of the G-20 Financial Regulatory Reforms", November.
- FSB, (2021a), "Promoting Global Financial Stability", October.

- FSB, (2021b), “Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation”, November.
- FSB, (2021c), “Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2021”, December.
- Friedman M., e Schwartz A.J., (1963), “The Monetary History of the United States - 1867-1960”, Princeton University Press, NBER publications.
- Friedman M., e Schwartz A.J., (1986), “Has Government Any Role in Money?”, *Journal of Monetary Economics*, 17, 1, 37-62.
- Gaiotti E., (2013), "Credit availability and investment: Lessons from the “Great Recession”, *European Economic Review*, 59(C), 212-227.
- Galbraith J. K., (1984), “La moneta”, Mondadori, Milano.
- Gelzinis G., (2019), “Tailoring Banking Regulations to Accelerate the Next Crisis”, Centre for American Progress, May.
- Gerding E., (2009), “Code, crash, and open source: the outsourcing of financial regulation to risk models and the global financial crisis”, *Washington Law Review*, 84 (2), 127-198.
- Giannini C., (2004), “L’età delle banche centrali”, il Mulino, Bologna.
- Goldsmith R. W., (1969), “Financial structure and development”, Yale University Press, New Haven.
- Gorton G., e Metrick A., (2012), “Getting up to speed on the financial crisis: a one-weekend-reader's guide”, *Journal of Economic Literature*, 50, 128-50.
- Greenspan A., (2008), “Testimony before the Committee on Oversight and Government Reform, The financial crisis and the role of federal regulators”, House of Representatives, October 23.
- Griffin J. M., (2021), “Ten Years of Evidence: Was Fraud a Force in the Financial Crisis?”, *Journal of Economic Literature*, 59(4), 1293-1321.
- Grillo M., (2022), “Competition, Efficiency, and Liberty”, mimeo.
- Haldane A. G., e Madouros V., (2012), “The Dog and the Frisbee.” Speech given at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s 36th economic policy symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31.
- Haldane A. G., (2015), “Multi-Polar Regulation”, *International Journal of Central Banking*, 11 (3), pp. 385-401.
- Hayek F. A., (1944), “The Road to Serfdom”, University of Chicago Press.
- Hayek F. A., (1945), “The use of knowledge in society”, *American Economic Review*, 35, settembre, 519-530.
- Hayek F. A., (1978), “Denationalisation of Money. The Argument Refined”, Institute of Economic Affairs, Londra, 2^a edizione ampliata.
- International Monetary Fund (IMF), (2009a), “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, February.

- IMF, (2009b), “Initial Lessons of the Crisis”, February.
- Ingves S., (2018), “Basel III: Are we done now?”, Speech of the Chairman of the BCBS, Frankfurt, January.
- Jenkins P., (2019), “Worrying Signs that a Great Global Deregulation Has Begun”, Financial Times, December 9.
- Laeven L., e Valencia F., (2018), “Systemic Banking Crises Revisited”, International Monetary Fund, Working Paper no. 206.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, e R. W. Vishny (1998), “Law and Finance.” Journal of Political Economy 106 (6): 1113-1155.
- Le Goff J., (1992), “Storia delle idee”, voce in Enciclopedia Italiana, Istituto della Enciclopedia Italiana.
- Legras J., (2023), “SVB crash is a red flag on rate risk”, Financial Times, March 14.
- Levine R., (2005), “Finance and growth: theory and evidence”, in Aghion P. e S.N. Durlauf (a cura di), Handbook of economic growth, vol. 1, Elsevier, Amsterdam.
- Lexology (2021a), “UK-EU Divergence in Financial Services Regulation”, 7 dicembre.
- Lexology (2021b), “Future of Financial Services Regulation in the UK”, 14 dicembre.
- Lovejoy A., (1936), “The Great Chain of Being”, New York, Harper Thorcbooks, trad. it. 1966, “La grande catena dell’essere”, Milano, Feltrinelli.
- Kindleberger C. P., (1981, trad. it.), “Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie”, Laterza Bari.
- King M., (2023), “We need a new approach to bank regulation”, Financial Times, May, 12.
- King R. G., e R. Levine, (1993), “Finance and growth: Schumpeter might be right”, Quarterly Journal of Economics, 108, 717-737.
- McKinnon, R. I., (1973), “Money and Capital in Economic Development”, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Majnoni G., Bernardini G., Dal Santo A., e Trapanese M., (2021), “The EU Bank Insolvency Framework: Could Less Be More?”, Bank of Italy, Occasional Papers No. 594, February.
- Martin F., (2014), “Denaro. La storia vera: quello che il capitalismo non ha capito”, Utet (edizione inglese del 2013).
- Mason J., Balcombe J., e Dalrymple W., (2018), “Financial Supervision and Regulation in the US - Dodd- Frank Reform”, European Parliament, December.
- Mian A., e A. Sufi (2014), “House of Debt. How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again”, The University of Chicago Press.
- Minsky H. P., (1982), “Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29”, Einaudi, Torino.

- Molteni M., e D. Pellegrino, (2021), “Lessons from the Early Establishment of Banking Supervision in Italy (1926-1936)”, Quaderni di Storia Economica della Banca d’Italia, n. 48, ottobre.
- Padoa-Schioppa T., (2000), “L’autorizzazione bancaria è ancora necessaria?”, Banca, Impresa, Società, n. 1, aprile.
- Philippon T., (2019), “The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets”, Harvard University Press.
- Pilati A., (2021), “Basel III and beyond”, (In Italian), Speech, Bank of Italy, June.
- Rajan R. G., (2006), “Has finance made the world riskier?”, European Financial Management 12, 499-533.
- Rajan R. G., e L. Zingales, (2003a), “The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”, Journal of Financial Economics, 69, 1, 5-50.
- Rajan R. G., e L. Zingales, (2003b), Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis, Journal of Applied Corporate Finance, 11.3, 40-48.
- Reinhart C. M., e Rogoff K. S., (2008), “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, NBER Working Paper No. 13882, December.
- Restoy F., Vrbaski R., e Walters R., (2020), “Bank Failure Management in the European Banking Union: What Is Wrong and How to Fix It”, BIS-FSI, Occasional Paper, No. 15, July.
- Rotelli C., (1982), “Le origini della controversia monetaria (1794-1844)”, Il Mulino, Bologna.
- Schiantarelli F., Stacchini M., e Strahan P. E., (2020), “Bank Quality, Judicial Efficiency, and Loan Repayment Delays in Italy”, The Journal of Finance, LXXV, 4, Agosto,
- Schumpeter J. A., (1911), “The Theory of Economic Development”, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Schumpeter J. A., (1979), “Storia dell’analisi economica”, Boringhieri, Torino.
- Shaw, E. S., (1973), “Financial Deepening in Economic Development”. New York, Oxford University Press.
- Shleifer A., e Vishny R., (2011), “Fire Sales in Finance and Macroeconomics”, Journal of Economic Perspectives, 25.
- Signorini L. F., (2017), “Of dogs, black swans and endangered species: a perspective on financial regulation”, Laudatio of Andrew G. Haldane, Palermo, December.
- Signorini L.F., (2018), “The Regulation of Non-Bank Finance: the Challenges Ahead”, November.
- Signorini L. F., (2019), “Non-Bank Finance: opportunities and risks”, Workshop Euromed, “Non-Bank Finance and Financial Intermediation”, Naples, June.
- Signorini L. F., (2021), “Banks and the years of Basel III”, National Association for the Study of Credit Problems, November.

- Signorini L.F., (2022), “Outcomes of Italy’s G20 Presidency”, Eurofi High Level Seminar, Paris, February.
- Smith C., e Palma S., (2023), “Regulators face questions over missed warning signs at Silicon Valley bank”, Financial Times, March 13.
- Spitzer K. G., Magnus M., e Grigaité K., (2023), “A European perspective on recent US bank failure”, EGOV In-depth Analysis, March.
- Stigler G.J., (1971), “The Theory of Economic Regulation”, Bell Journal of Economics and Management Science, 2.
- Stiglitz J. E., (1992, traduzione italiana), “Il ruolo economico dello Stato”, Il Mulino, Bologna.
- Stiglitz J. E., e A. Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, American Economic Review, 71, 3, 393-410.
- Tarullo D. K., (2019), “Financial Regulation: Still Unsettled a Decade After the Crisis”, Journal of Economic Perspectives, 33, 61-80.
- Temin P., (1989), “Lessons from the Great Depression”, MIT Press.
- Tobin J., (1963), “Commercial Banks as Creators of Money”, in D. Carson (a cura di), Banking and Monetary Studies, Richard D. Irwin, Homewood (IL).
- Thomas H., (2022), “Is bank capital the next flashpoint over City regulation?”, The Financial Times, 24 agosto.
- Toniolo G., (1978, a cura di), “Industria e banca nella grande crisi 1929 – 1934”, Etas Libri, Milano.
- Toniolo G., (2022), “Storia della Banca d’Italia. Formazione ed evoluzione di una banca centrale, 1893-1943”, Il Mulino, Bologna.
- Toniolo G., e E. N. White (2015), “The Evolution of the Financial Stability Mandate: From Its Origins to the Present Day, NBER Working Paper No. 20844, gennaio.
- Trapanese M., (2019), “L’agenda del G-20 per la regolamentazione finanziaria: stato di attuazione e principali questioni aperte a dieci anni dalla crisi”, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 529.
- Trapanese M., (2020), “The Regulatory Cycle in Banking: What Lessons from the US experience? From the Dodd-Frank Act to COVID-19”, Bank of Italy, Occasional Papers, No. 585, November.
- Trapanese M., (2021), “The economics of non-bank financial intermediation: Why do we need to fill the regulation gap?”, Bank of Italy, Occasional Papers Series, No. 625, June.
- Trapanese M., (2022a), “The international effort to manage non-bank financial intermediation risks: Where do we stand?”, Central Banking, April.
- Trapanese M., (2022b), “Regulatory complexity, uncertainty, and systemic risk”, Bank of Italy, Occasional Papers Series, No. 698, June.

- Turner Ph., (2023), “What are the systemic lessons of SVB?”, Central Banking Online, March 20.
- Ugolini S., (2017), “The Evolution of Central Banking: Theory and History”, Palgrave Macmillan, Londra.
- Veron, N., (2020), “Is the United States Reneging on International Financial Standards?”, Peterson Institute for International Economics, April.
- Vicarelli F., (1987), “Stagflazione e prezzi relativi: un tentativo di interpretazione della crisi degli anni settanta”, ora in “La questione economica nella società italiana”, Il Mulino, Bologna.
- Visco I., (2013), “Economia e finanza dopo la crisi”, Accademia Nazionale dei Lincei, 8 marzo.
- Wilkes S., (2023), “Missing Basel metric could have revealed SVB risks”, Risks.net, March 15.
- Wolf M., (2019), “Why Further Financial Crises Are Inevitable”, Financial Times, March.
- Wu T., (2021), “La maledizione dei giganti. Un manifesto per la concorrenza e la democrazia”, Il Mulino.