

# LEZIONI AMERICANE PER LA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA: PIU' MERCATO, MENO POLITICA

di Donato Masciandaro  
08 agosto 2008

È trascorso quasi un anno dall'inizio delle perturbazioni sui mercati finanziari originate dalla crisi del settore statunitense dei mutui ad alto rischio. Possiamo già ricavare delle lezioni da quello che è successo in termini di disegno della regolamentazione e della vigilanza finanziaria?

1. Le cause: dalla non regolamentazione alla illiquidità, passando per l'incertezza

All'inizio della nostra storia non può che esserci la crisi del mercato americano dei mutui ad alto rischio (subprime). Ma di cosa stiamo parlando?

Negli USA il mercato dei mutui subprime ha registrato una crescita eccezionale ed inattesa nel giro di pochi anni. I contratti di credito subprime sono passati dai 624000 dell'anno 2001 ai 2.646.000 dell'anno 2006: un numero più che triplicato. In totale, sono stati stipulati 12.100.000 contratti ad alto rischio. Di pari passo, sono aumentati gli importi medi: dai 151.000 dollari del 2001 ai 259.000 dollari del 2006. In termini aggregati, il fenomeno appare ancor più rilevante il mercato dei crediti subprime è cresciuto più di sei volte, passato dai 94 miliardi di dollari del 2001 ai 685 miliardi del 2006, con un valore totale nel quinquennio pari a 2601 miliardi di dollari. I prestiti ad alto rischio sono divenuti un comparto rilevante del complesso dei mutui erogati alle famiglie americane: si è passati dall'8% del 2001 al 20% del 2006.

In buona sostanza, si è assistito ad una crescita repentina e diffusa di erogazione del credito a soggetti che, in altre condizioni istituzionali, non avrebbero mai potuto beneficiare di un mutuo. Due i motori del fenomeno: la accesa concorrenza tra banche, da un lato, e la accondiscendenza dei regolatori, dall'altro, che ha permesso che in quel mercato ed a partire da quel mercato si costruissero strutture finanziarie sempre più articolate e complesse.

Ad oggi, quale è il risultato negli USA di aver erogato credito a soggetti ad alto rischio? I dati, relativi al 2006, ci dicono che i casi di crediti subprime non riscossi seguiti da pignoramento, che variano a seconda della scadenza del prestito, sono arrivati a sfiorare il 10%. Sono valori di insolvenza patologici? Tutte le analisi economiche finora prodotte sul fenomeno lo considerano un classico esempio di "inefficienza da boom": nelle fasi in cui si hanno forti espansioni del credito si può assistere ad un parallelo peggioramento delle capacità medie di erogarlo, come effetto indesiderato della maggiore concorrenza.

A fianco all'inefficienza, ci sono poi le patologie: operatori che sfruttano la crescita impetuosa di questo o quel mercato, o la sua più o meno rapida implosione, per trarne dei vantaggi illeciti privati. Se i dati finora annunciati fossero veri e definitivi, in questo caso, con un calcolo da retro della busta, potremmo dire che le ipotesi di frode finanziaria - se le cifre si dimostreranno veritiere e tutte relative ai contratti ad alto rischio - avrebbe causato un danno comparabile allo 0.1% del valore del mercato subprime del solo 2006, ovvero allo 0.03% del suo valore complessivo nel quinquennio. Non sono dunque cifre che, di per sé, possono creare preoccupazione.

Ma la crisi del mercato dei mutui subprime altro non è che un fiammifero che ha prodotto alla fine un incendio a causa di una ben identificata benzina: l'attività del settore finanziario non bancario.

In questi anni nei mercati finanziari - soprattutto americani, ma non solo - si sono sviluppati dei nuovi animali, di solito raggruppati sotto il generico nome di "strumenti finanziari di Wall Street". Questi animali hanno svolto nell'ecosistema americano un ruolo a tutti gradito: inventare nuovi strumenti e nuovi veicoli per distribuire e gestire il rischio, partendo magari dai mercati finanziari più tradizionali, quelli del credito.

I cosiddetti Veicoli per Investimenti Speciali (SIV) meritano una menzione speciale. I SIV sono finiti sotto i riflettori fin dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto del 2007. La ragione è semplice: i SIV sono un'istituzione di mercato sviluppatasi negli ultimi anni '90, che può migliorare la gestione finanziaria delle imprese, ma nel contempo possono nascondere insidie per chi le finanzia - le banche, le quali possono anche utilizzarle direttamente - ed a catena su chi alle banche affida i propri risparmi.

I SIV si sono sviluppati negli USA sulla base di un'idea molto semplice: per un'impresa può essere conveniente affidare lo svolgimento di una specifica attività o iniziativa ad una struttura istituzionale - veicolo - speciale, da essa separata. Il veicolo deve avere una funzione peculiare e un orizzonte temporale tendenzialmente limitato, oltre a essere istituzionalmente separato dall'impresa - tendenzialmente una - che lo ha promosso. L'impresa isola così una sua specifica attività, identificandone il profilo atteso dei ricavi, ed in tal modo rendendo più facile il reperimento dei capitali per finanziarla, principalmente tramite emissione di obbligazioni e/o prestiti bancari. L'effetto atteso è una maggiore liquidità ed un minor costo del capitale. Inoltre il veicolo speciale non è compreso nel perimetro di bilancio dell'impresa promotrice.

Il lato bello della medaglia è che il veicolo, in quanto specializzato e separato, dovrebbe svolgere meglio la missione aziendale affidatagli, oltre a consentire vantaggi organizzativi e fiscali. Il lato oscuro può essere rappresentato dalla possibilità di ridurre le informazioni sulla effettiva assunzione di rischio che il veicolo, ed a catena l'impresa che lo ha promosso e le banche ed intermediari che lo hanno finanziato, stanno affrontando. Il caso Enron è emblematico, in termini di utilizzo spericolato di veicoli speciali, al fine di mascherare operazioni fraudolente.

I SIV hanno registrato una rapida e notevole crescita. Una recente indagine, svolta sui dati relativi al periodo tra il 1991 ed il 2004 su quasi 7000 imprese censite dalla SEC americana ha registrato un sensibile sviluppo dell'utilizzo dei SIV da parte delle aziende americane: si è passati dal 10% del 1994 a quasi il 60% del 2004. Non solo: lo studio ha cercato di rispondere alla domanda: cosa spinge un'impresa a promuovere un SIV?

La prima motivazione è legata alla dimensione d'impresa: più grande l'impresa, più riesce a sostenere l'investimento - legato anche alla complessità organizzativa - connesso con la costituzione di un SIV. La seconda motivazione vede la propensione ad usare SIV legarsi alle caratteristiche del settore in cui l'impresa è impegnata, tra cui spiccano quelli in cui è diffuso lo strumento del leasing, poi le banche e le telecomunicazioni. È rilevante la struttura finanziaria dell'impresa promotrice (alta leva), come pure le ragioni legate alla cosiddetta pianificazione fiscale. Infine la governance: peggiori sono gli indicatori che misurano la qualità dell'assetto della proprietà e del controllo, maggiori le probabilità di creare un SIV.

Dunque, lo studio conferma l'esistenza di una parte potenzialmente buona, ma anche del lato oscuro. La doppia natura dei SIV è oramai dimostrata, oltre che dai dati aggregati, da singoli eclatanti episodi di utilizzo del SIV per scopi fraudolenti.

Dunque, i nuovi animali finanziari, veicoli speciali inclusi, sono subito piaciuti alle specie più antiche, come le banche commerciali. Le finanziarie di Wall Street hanno consentito di trasformare in titoli scambiabili sui mercati rapporti di debito e di credito che prima non lo erano. In tal modo, gli stessi mercati bancari a monte ne hanno tratto beneficio, aumentando i profitti e aprendosi a soggetti che prima dal credito venivano esclusi.

Ma il lato positivo della medaglia - l'aumento delle dimensioni complessive dei mercati bancari e finanziari - ha avuto come sempre il suo lato problematico: l'aumento della complessità dei mercati stessi. In questi anni si sono venute edificando vere e proprie piramidi finanziarie, e dalla originaria funzione di gestione del rischio si è passati a forme di assunzione del rischio sempre più aggressive. Oggi tutti notano che il fondo di Carlyle - entrato in crisi - aveva 31 dollari di debito per ogni dollaro di attivo, e taluni magari mostrano meraviglia per una "leva finanziaria" così poderosa.

Ma la meraviglia deve lasciare il posto alla semplice constatazione che le piramidi finanziarie sono divenute tratto caratteristico dell'ecosistema americano anche per la benevolenza dei loro regolatori. Le piramidi finanziarie escono dal perimetro delle banche tradizionali, quindi non sono in generale sottoposte agli stessi rigorosi requisiti di capitale. Le piramidi crescono, ma il regolatore può far finta di nulla, perché nell'alveo delle sue competenze nulla di nuovo appare all'orizzonte. Accade però che il rischio, uscito dalla porta, può rientrare dalla finestra, se sono poi le stesse banche a finanziare le piramidi. Ed allora può accadere che le banche che avevano finanziato il fondo Carlyle tirino i remi in barca, mandandolo a fondo.

Ma perché si è diffusa la tentazione di tirare i remi in barca? Perché non si è compreso come e dove sia distribuito il rischio. Esiste un deficit di informazione su quello che accade sui mercati.

La presenza di un deficit informativo si spiega in modo semplice: in tutti i paesi, l'innovazione finanziaria - negli strumenti come nei "veicoli" - che è spesso di natura transnazionale, si intreccia con l'intermediazione bancaria, che invece tradizionalmente ha una natura più nazionale. Poiché i sistemi di

regolamentazione, ma soprattutto di supervisione, hanno prevalentemente un perimetro nazionale, ed i meccanismi di coordinamento e cooperazione tra le autorità sono di gran lunga meno sviluppati dell'integrazione degli scambi finanziari internazionali, la conseguenza non può che essere appunto un deficit nella comprensione completa di come il rischio finanziario sia gestito ed allocato. Quando non si sa dove esattamente il rischio, è più facile che una crisi settoriale e limitata provochi, a cerchi concentrici, scricchiolii in tutto il sistema.

In conclusione: si è avuta una crisi di liquidità, che, originata da uno specifico e limitato comparto creditizio (negli USA), ha diffuso incertezza e sfiducia in gran parte del sistema finanziario mondiale, a causa della non regolamentazione di cui hanno potuto giovare taluni strumenti e intermediari finanziari, con riflessi che potremo valutare pienamente solo con il passare dei mesi.

## 2. Prima lezione: riformare la regolamentazione ...

Constatata l'esistenza di un deficit informativo significa dover in primo luogo riflettere sugli standard che la regolamentazione finanziaria internazionale si appresta ad adottare, ed in particolare sulle caratteristiche del cosiddetto modello di Basilea 2.

Di Basilea 2 si inizia a discutere nel 1999, quando governanti e supervisori dei paesi sviluppati, scossi dalle crisi finanziarie degli anni '90, si trovarono d'accordo nel definire il precedente modello - Basilea Uno - obsoleto, con la sua semplice regola di fissare dei coefficienti di capitale uguali per tutte le banche. Occorreva un modello che utilizzasse al meglio le informazioni disponibili, per valutare al meglio il rischio.

Nacque Basilea 2, con i suoi tre pilastri - coefficienti patrimoniali, supervisione, disciplina di mercato - uniti da un architrave comune: l'informazione standardizzata. I coefficienti patrimoniali diversificati sono basati su forme (s sofisticate) di standardizzazione, prodotte da un lato dalle agenzie di rating, dall'altro dalle banche in prima persona. La supervisione si occupa di validare e monitorare le scelte di capitalizzazione, frutto dei modelli di informazione standardizzata generati dall'attività delle agenzie di rating e di ingegneria finanziaria delle banche. La disciplina di mercato completa il quadro, perché offre a getto continuo informazioni standardizzate: i prezzi.

Ed è proprio l'architrave di Basilea 2 - l'informazione standardizzata - che fin dall'inizio non è piaciuta ai suoi critici, per almeno tre ragioni. In primo luogo, perché l'informazione standardizzata (hard information) rischia di far perdere importanza all'informazione informale (soft information), che grande importanza ha nei rapporti delle banche con le piccole e medie imprese, come nelle relazioni di credito nelle economie in via di sviluppo. In secondo luogo, perché l'informazione standardizzata rischia di produrre i cosiddetti effetti pro-ciclici. Infine, perché farebbe emergere il rischio di una deresponsabilizzazione della supervisione: i vigilanti potrebbero essere inclini - o nei fatti costretti - a delegare ai produttori di informazione standardizzata - agenzie e banche - la responsabilità di monitorare la rischiosità.

Oggi i critici di Basilea 2 hanno frecce in più al loro arco: come si fa a fidarsi delle agenzie di rating e delle banche? E che dire delle autorità di controllo? E come fare affidamento su mercati, ora vischiosi, ora irrazionali? Sono quesiti provocatori, ma interessanti: l'errore da evitare comunque è buttare il bimbo insieme all'acqua sporca, cioè rinunciare alla ricerca di modelli internazionali di regolamentazione, basati su informazioni standardizzate, ma robusti e largamente condivisi.

Questa è la direzione indicata dal Financial Stability Forum (FSF) con le sue Raccomandazioni. Le 65 raccomandazioni del FSF nascono da una constatazione di fondo: l'attuale crisi finanziaria è figlia di una miscela tossica, con assenza di informazioni e deresponsabilizzazione. Se i mercati diventano sempre più intrecciati e complessi, mentre le regole continuano ad essere segmentate, aumenta la fetta delle transazioni in cui ciascun operatore e ciascuna autorità sa sempre di meno; da qui il deficit di informazioni. Allo stesso tempo, tutto ciò avviene spesso fuori dal perimetro delle responsabilità di ciascun operatore e ciascuna autorità; per cui tutti sono consci che il deficit informativo sta aumentando, ma finché nulla accade, nessuno si preoccupa.

Come rimediare al mix tossico tra deficit informativo e deresponsabilizzazione? In questi mesi, le ricette hanno spesso percorso la strada che potremo definire della ri-regolamentazione. Da un lato, si prova a

sottoporre tutte le attività allo stesso livello di regolamentazione. Ad esempio: le banche di investimento devono essere sottoposte allo stesso approccio regolamentare delle banche commerciali. Allo stesso tempo, o in alternativa, si risponde alla complessità ed agli intrecci provando a tornare indietro, separando di netto i diversi comparti ed attività. Con il medesimo esempio: è fatto divieto alle banche commerciali di svolgere attività con i mercati finanziari più articolati e complessi. La ri-regolamentazione ha tutto il fascino delle risposte radicali, e tutti i suoi difetti: costi eccessivi in termini di efficienza, dubbi rilevanti in termini di efficacia.

Il FSF propone invece un approccio evolucionista alla regolamentazione. Non vi sono regole buone per tutte le attività, perché le diverse attività svolgono funzioni diverse, intrecciandosi pure tra loro, purché siano minimi i rischi di opacità e di opportunismo, da cui scaturiscono i problemi odierni.

Da qui i principi che ispirano la cura Draghi, presidente del FSF. Migliorare i presidi della stabilità - leggi Basilea 2 - per consentire alle banche commerciali di continuare ad avere contatti con i comparti più sofisticati ed evoluti, senza abbassare la tutela di tali presidi. Aumentare la trasparenza, migliorando i patrimoni informativi sui comparti non bancari, responsabilizzando i diversi attori, dagli intermediari alle agenzie di rating. Accrescere le capacità di comprensione e di intervento delle autorità, iniziando un percorso che abbatta le barriere informative tra i settori e i confini nazionali. E qui passiamo al disegno della vigilanza.

### 3. Seconda lezione: ... ma soprattutto riformare la vigilanza ...

La causa prima del deficit informativo che ha finito per scuotere tutta la finanza mondiale può essere descritta con un apparente paradosso: mercati sempre più ampi e complicati richiedono una vigilanza sempre più integrata e specializzata.

In primo luogo, i mercati finanziari sono diventati più grandi e complessi un po' dappertutto. I padri di questa tendenza sono almeno due: l'innovazione tecnologica e la concorrenza. L'innovazione tecnologica è un motore potente e irreversibile. Nessuno pare più occuparsi delle conseguenze della cosiddetta new economy - ve la ricordate? - ma le applicazioni delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione al mondo della finanza continua ad operare. L'innovazione tecnologica genera innovazione finanziaria, se i mercati registrano - com'è avvenuto - dosi crescenti di concorrenza. Inoltre, in finanza l'innovazione non è protetta da brevetti (non si possono coprire con diritti d'autore formule matematiche, per quanto complesse). Perciò chi innova è colpito dalla maledizione del vincitore: la miglior prova che una innovazione finanziaria sia davvero efficace è il fatto che sia copiata, in un tempo sempre più breve al crescere del grado di competizione presente sul mercato.

Ma come si vigila su mercati in continuo movimento, sempre più complessi e tra loro intrecciati? La formula generale di una buona vigilanza è sempre la stessa: occorre avere informazioni complete ed aggiornate. Ma è l'applicazione della formula classica che oggi è più problematica. In mercati essenzialmente segmentati - la banca, la borsa, l'assicurazione - e statici, bastava "fotografare" di tanto in tanto banche ed intermediari. Ora per avere un patrimonio informativo completo ed aggiornato occorre avere un capitale umano sempre più qualificato ed in grado di monitorare - al limite a 360 gradi - tutta l'industria finanziaria. Da qui la progressiva tendenza al cambiamento delle architetture di vigilanza, con due connotati distintivi: consolidamento e specializzazione.

La tendenza al cambiamento è stata in questi anni davvero fuori dal comune. Se si considera un ampio insieme di una novantina di paesi, industrializzati, emergenti ed in via di sviluppo, ci sia accorge che nel periodo 1986-2006 il 94% ha riformato il suo assetto di vigilanza, mentre nei due decenni precedenti le riforme erano sporadiche. Le riforme sono state caratterizzate da una generale tendenza alla riduzione delle autorità di controllo, fino ad arrivare al modello - inedito prima del 1986 - dell'autorità unica, ad oggi già adottato dal 20% del campione di paesi considerato. L'autorità unica è anche specializzata, avendo un'unica missione: la tutela della stabilità finanziaria, garantendo la sana e prudente gestione, da un lato, e la trasparenza, dall'altro.

Sotto questo aspetto, il ritardo degli USA è impressionante. Proviamo a descrivere il paradosso americano, di mercati finanziari integrati e globali, governati da un sistema di vigilanza balcanizzato. Tutti sanno che gli USA hanno progressivamente abbattuto le barriere tra i tre tipi di mercato finanziario tradizionale: bancario, mobiliare ed assicurativo. C'è una data precisa: nel 1999 il Congresso americano promulgò la legge Gramm-

Leach-Bliley, che aboliva parti consistenti di quella legislazione bancaria che tra gli anni 30 e 50 aveva nei fatti separato in modo rigoroso i mercati bancari da quelli mobiliari ed assicurativi. Quella legge apriva la strada al mercato unico finanziario negli USA. Da quel momento in avanti sarebbe stato pi  semplice per gli operatori superare i tradizionali confini tra strumenti, mercati ed intermediari.

Ci si poteva allora aspettare che il cammino verso il mercato unico finanziario fosse accompagnato da una razionalizzazione anche del sistema di regolamentazione e vigilanza. Niente di tutto questo: il sistema americano rimase - e rimane - un ibrido unico al mondo. Vi sono 10 autorit  di vigilanza federali - non riusciamo a citarle tutte, ricordiamo tra le altre appunto la FED - pi  le autorit  di regolamentazione e controllo per ciascuno dei 50 stati. Un totale di 115 autorit  di vigilanza. Neanche la vecchia Europa dei tanti stati sovrani raggiunge tanta frammentazione. I 27 paesi membri dell'Unione Europea hanno complessivamente 52 autorit  di vigilanza: una media di 1,9 authority per paese, a fronte di 2,3 nel caso degli Stati Uniti d'America.

L'effetto di un simile modello? In primis, nella patria dell'efficienza, i costi: si calcola che il sistema di vigilanza americano, in rapporto al PIL, costa due volte quello inglese, e oltre due volte e mezzo quello tedesco. Dunque un sintomo di inefficienza, verosimile in un modello ad autorit  multiple pletorico. Riguardo all'efficacia, i modelli ad autorit  multipla soffrono l'integrazione dei mercati sia ex ante che ex post. Ex ante, la pleora di authority rende paradossalmente pi  facili buchi nei controlli e pi  probabili arbitraggi regolamentari. Per cui prevenire le crisi   pi  difficile.

Ex post - quando cio  la crisi   avvenuta - il modello ad autorit  multipla produce il fenomeno della deresponsabilizzazione. Traduzione: alla domanda di chi   la colpa, nessuno riesce a dare una risposta. Ciascun vigilante scarica sugli altri le responsabilit  , o su fattori esogeni ed imponderabili (le cavallette, come nel film dei Blues Brothers). Aggiungiamo che ai politici americani - tema su cui torneremo pi  avanti - il sistema ad autorit  multipla   sempre piaciuto. Ammantato il tutto con la favoletta della "competition in regulation" - tante autorit  in competizione tra loro aumentano la qualit  della regolamentazione (sic!) - si   costruito un bel sistema di rendite, sia a livello statale che a quello federale, in cui sia i politici che le burocrazie trovano la loro convenienza.

Poi un giorno si scopre la struttura finanziaria ha assunto complessit  e dimensioni tali che risultano imprevedibili i focolai di instabilit  . Ed allora, vai con la liquidit  . Fino al prossimo scossone.

Sul tema della vigilanza, il Dipartimento del Tesoro ha in tutta fretta dato alle stampe un documento che era in realt  in gestazione da almeno un anno. Alcune anticipazioni erano state annunciate gi  nell'estate del 2007, con un impatto sulla comunit  finanziaria e sui media pari a zero.

Un confronto tra ieri ed oggi   interessante. Un anno fa, negli USA, un documento ufficiale che sottolineasse la necessit  di una riforma radicale del sistema di regolamentazione e vigilanza - catalogato come obsoleto e pletorico - veniva giudicato dai pi  irrilevante: non si comprendeva dove fosse il problema. Nessuno negava che l'attuale sistema americano rappresentasse il risultato finale di una stratificazione progressiva e caotica durata circa 140 anni, in cui il livello statale di regolazione si   intrecciato con quello federale. Nessuno negava che un'architettura di vigilanza in cui finivano per muoversi oltre un centinaio di authorities (tra statali e federali), potesse rappresentare un unicum, sia in termini assoluti che relativi.

Nel contempo, per , il tema delle regole finanziarie veniva rubricato come non rilevante, sulla base di due argomenti. Sul piano teorico, valeva il principio della competizione tra regolatori: pi  regolatori ci sono, pi  la qualit  della regolazione si eleva. Sul piano pratico, i mercati finanziari americani erano i pi  sofisticati ed efficienti del mondo.

Oggi, lo scenario   completamente mutato. I mercati finanziari continuano ad essere considerati i pi  complessi, ma la complessit  oggi fa rima con incertezza. E l'incertezza, per essere fugata, richiede risposte che restituiscano fiducia nella robustezza e nella trasparenza dell'industria finanziaria. La risposta che il rapporto Paulson offre non   in grado nel breve periodo di offrire alcuna garanzia in questo senso. Il rapporto individua infatti una soluzione di lungo periodo, in cui si sposa il modello di controllo per funzioni. In tale modo il ruolo di autorit  responsabile per la stabilit  finanziaria   assegnato alla FED, la banca centrale americana. Da qui l'equivoco in cui   caduta la quasi totalit  dei commentatori, che hanno concluso - forse non avendo letto il rapporto - che si andava verso un consolidamento dei poteri di vigilanza nelle mani della FED. Ma soprattutto il Rapporto Paulson presenta solo pannicelli caldi per ci  che pi  interessa i mercati: i problemi

immediati di scarsa trasparenza, volatilità , conflitti di interesse.

#### 4. Terza lezione: ... con particolare attenzione alle banche centrali

La tendenza alla specializzazione si coglie in particolare osservando il percorso che stanno compiendo le banche centrali nazionali. Quelle con piene responsabilità di politica monetaria - la Fed, la BCE, la Banca d'Inghilterra - non hanno la piena responsabilità di politica di vigilanza. Questo non significa che non si preoccupino mai della stabilità finanziaria - lo si è visto in questi mesi - ma tendono a farlo solo se lo reputano necessario, immediatamente o in prospettiva, rispetto alla loro missione principale, che riguarda la politica monetaria. Tra le banche centrali senza la piena responsabilità monetaria, come quelle dei Paesi che fanno parte dell'Unione Economica e Monetaria, le più accorte hanno imboccato o stanno imboccando la strada della specializzazione nella vigilanza: si pensi ai casi emblematici di Irlanda e Olanda, ma c'è anche l'Italia e la Spagna, e sotto certi aspetti la Grecia. Le meno accorte fanno la fine della Bundesbank, un soggetto affetto da doppia amputazione, sia nella politica monetaria che in quella di vigilanza.

Dunque, è opportuno che le responsabilità di politica monetaria siano sempre più separate da quelle legate alla gestione della vigilanza. Negli scorsi mesi, il diffondersi di una crisi di fiducia è stato evitato grazie a una politica di forte immissione di liquidità, decisa, di volta in volta, dalla banca centrale americana (FED), dalla banca centrale europea (BCE), dalla banca centrale giapponese. Ieri ha cominciato a muoversi anche la Banca di Inghilterra. Cosa hanno in comune queste quattro banche centrali dal punto di vista istituzionale? Nessuna di esse è responsabile della sana e prudente gestione attuata da banche e intermediari finanziari. La FED è solo una della pleora delle istituzioni di controllo che caratterizza il complesso quadro (federale e nazionale) della supervisione negli USA; la BCE non ha alcuna responsabilità diretta nella definizione e nella messa in atto della vigilanza nei Paesi membri dell'Unione, ciascuno caratterizzato da una sua architettura di controlli; in Giappone, è dal 2001 che tutta la vigilanza bancaria e finanziaria è affidata a una Autorità Unica, diversa dalla banca centrale; lo stesso discorso vale per la Banca d'Inghilterra, IA dal 1997.

La separatezza tra politica monetaria e politica di vigilanza ha mostrato in questa occasione tutti i suoi vantaggi. Da un lato, nelle situazioni di rischio di crisi sistemica, quando l'unico rimedio per tranquillizzare i mercati è immettere liquidità, la separatezza non impedisce alle banche centrali accorte di attuare la opportuna politica monetaria, vale a dire accogliere le richieste del mercato di maggiore credito. Dall'altro lato, la manovra può essere attuata senza il sospetto - letale per la credibilità della medesima manovra - che l'azione di politica monetaria venga messa in atto per coprire fallimenti nella gestione della vigilanza. Inoltre, superata la crisi, l'accertamento di eventuali comportamenti dolosi o colposi che possono aver contribuito alla diffusione dell'incertezza può avvenire in completa indipendenza di giudizio.

La separatezza delle responsabilità consente una loro migliore individuazione, senza che sia precluso il coordinamento tra politica monetaria e politica di vigilanza. Negli assetti accentrati, i rischi reputazionali, sia per la politica monetaria che per quella di vigilanza, sono maggiori. Tornando per un momento a casa nostra, non bisogna andare molto lontano con la memoria - prima del 1999 - per ricordare momenti in cui la gestione dei tassi di interesse da parte della Banca d'Italia era accusata di particolare accondiscendenza nei confronti degli interessi delle banche, della cui solidità la banca centrale sarebbe stata chiamata a rispondere, in quanto unico vigilante.

Infine, il tema della separatezza tra politica monetaria e di vigilanza va inquadrato nella più generale problematica del modello di banca centrale. La decisione della Banca centrale americana (FED) di riformare il proprio modus operandi - in termini di trasparenza - è stata messa subito a confronto con quelle che sono le procedure adottate dalla nostra banca centrale, la Banca Centrale Europea (BCE). Il confronto poi, sottende spesso una certa invidia per il modello di oltreoceano, che viene ammirato - si dice - per una sua maggiore flessibilità.

Tale confronto può nascere sovente con il piede sbagliato: i due modelli di banca centrale sono diversi. Per cui, per evitare di confrontare le pere con le mele, occorre chiarire le differenze, rispondendo ad una domanda di fondo: che cosa ci si può aspettare da una banca centrale indipendente che ha come suo obiettivo principale quello della tutela della stabilità monetaria?

A tal fine, può essere utile far riferimento all'evidenza empirica che, dagli anni '90 in avanti, si è andata

accumulando sulla relazione esistente tra indipendenza delle banche centrali e performances macroeconomiche dei rispettivi sistemi paese. Gli studi non sono pochi: solo per l'analisi dei possibili effetti sulla dinamica dei prezzi sono stati prodotti - dal 1991 al 2007 - 59 lavori, che spaziano in lungo e in largo per arco temporale considerato, nonché come campione dei paesi (industrializzati, emergenti, in via di sviluppo) presi in esame. Cosa scopriamo?

Innanzitutto che avere una banca centrale concentrata principalmente sulla stabilità monetaria come la BCE (chiamiamola specializzata) è divenuto sempre più comune, rispetto al modello di banca centrale che ha obiettivi diversi o in conflitto con quello della stabilità monetaria (chiamiamola generalista). Se consideriamo un centinaio di paesi, tra loro eterogenei, scopriamo che negli anni '70 le banche centrali conservatrici erano oltre il 50%, quelle specializzate intorno al 15%, con il resto collocato in una posizione intermedia (la stabilità monetaria si coniuga con altri obiettivi: il modello FED). Negli anni '90 la situazione si ribalta: le banche centrali generaliste che si dimezzano, non arrivando al 20%, mentre quelle specializzate raddoppiano, salendo intorno al 30%. Ma la specializzazione paga? Dipende da quale variabile prendiamo in considerazione.

Finora, infatti, le banche centrali indipendenti hanno ben perseguito il loro obiettivo primario: il controllo dell'inflazione, soprattutto nelle economie sviluppate. Sottraendo la gestione delle grandezze monetarie agli orizzonti - brevi e spesso incerti della politica - si è dato un contributo importante al movimento che ha visto, in questi anni, la dinamica dei prezzi tornare sotto controllo. In secondo luogo, le banche centrali indipendenti e concentrate sulla stabilità monetaria sembrano avere - almeno fino ad oggi - reso anche i mercati finanziari più stabili. Una recente analisi empirica, che considera circa 60 paesi, mostra che la probabilità che ci sia una crisi finanziaria è tanto più bassa quanto più la banca centrale è indipendente e concentrata sulla stabilità monetaria.

Inoltre - di particolare interesse - la probabilità di crisi non sembra dipendere dal fatto che la banca centrale abbia o non abbia, oltre ai poteri monetari, anche i poteri di vigilanza. Un dato su cui riflettere, dopo che le turbolenze internazionali innescate dalla crisi subprime hanno riportato sul proscenio il tema della opportunità o meno che le banche centrali abbiano o no anche le responsabilità di vigilanza. In questo campo, la BCE e la FED si somigliano, anche se per ragioni in parte diverse. Entrambe le istituzioni non sono il principale organo di vigilanza: la BCE per la presenza dei sistemi di vigilanza nazionali, la FED per il combinato (e complicato) disposto della richiamata architettura di supervisione federale e statale.

Ma le garanzie in termini di risultati macroeconomici si fermano qui. All'allontanarsi dalle variabili monetarie e finanziarie, l'effetto sull'andamento aggregato si affievolisce. Da un lato, avere banche centrali indipendenti non sembra avere effetti sulla dinamica delle variabili fiscali (non è un caso che l'Europa, nel disegno delle regole, abbia affiancato alla BCE il patto di stabilità). Dall'altro, non possiamo aspettarci che banche centrali indipendenti abbiano effetti immediati e diretti sulla crescita; l'influenza ha orizzonti più lunghi, contribuendo alla stabilizzazione delle aspettative, ma l'evidenza empirica non ci dà risultati robusti. L'assetto attuale della BCE può sicuramente essere sottoposto al vaglio dei tempi, su singole norme o procedure. Ma attendersi da questo miracoli che il modello di banca centrale indipendente non ha ad oggi prodotto, è intellettualmente fallace.

Dunque, per ottenere salti di qualità nello sviluppo, piuttosto che nella produttività, bisogna guardare ad altri mercati (lavoro, infrastrutture visibili ed invisibili) ed altre politiche economiche, diverse da quella monetaria. Forse è questa la ragione per cui i politici - francesi ma non solo - continuano invece a guardare a Francoforte.

## 5. Quarta lezione: purtroppo è difficile riformare

Mettere in luce il ruolo della politica e dei politici è fondamentale per comprendere come mai riforme della regolamentazione e della vigilanza non vedono la luce, o la vedono con ritardo. Perché i politici non si muovono? E quando si muoveranno? Per trovare la risposta a queste domande è utile ricordare tre lezioni che l'analisi economica dell'evoluzione dei modelli di vigilanza ci ha impartito negli ultimi anni.

In primo luogo, i politici preferiscono delegare le responsabilità di vigilanza bancaria e finanziaria ad istituzioni amministrative, piuttosto che gestire in prima persona.

In questi mesi, di fronte alle turbolenze in atto sui mercati finanziari, il dibattito sulla vigilanza sta oscillando tra i (soliti) due estremi, che abbiamo in precedenza ricordato. Da un lato, i liberisti sottolineano l'ineluttabilità delle oscillazioni dei mercati, e la necessità di non fermare il processo di integrazione e innovazione finanziaria introducendo forme di ri-regolamentazione inefficaci. Dall'altro lato, gli statalisti chiedono maggiori interventi amministrativi, magari auspicando una presa diretta delle redini della supervisione, attraverso dipartimenti di ministeri, sotto il diretto controllo dei politici. Questa prospettiva è infausta e irrealistica.

È infausta, perché l'analisi economica ha dimostrato che, dal per la collettività, la gestione diretta della vigilanza da parte dei politici è sconsigliabile, per i rischi che procurerebbe in termini di distorsioni delle scelte, se orientate da calcoli elettorali, o ideologici. È irrealistica, perché gli stessi politici hanno compreso che gestire in prima persona la vigilanza non conviene. Infatti, se la vigilanza è ben condotta, i mercati funzionano in modo regolare e sano, e difficilmente di tale dinamica verrà dato merito ai vigilanti (e i mercati funzionano). Al contrario, se ci sono crisi finanziarie o bancarie, al politico conviene addossare la colpa alle autorità di vigilanza e incassare il relativo dividendo politico. Tutelare il risparmiatore può essere politicamente conveniente. La ragione sta in un fenomeno che ha caratteristiche internazionali, essendo in atto in quasi tutti i paesi industrializzati: la privatizzazione del rischio. Le famiglie americane, ma oggi anche europee, hanno dovuto e devono porsi di fronte ad un problema che per molte di esse suonava inedito, almeno nelle dimensioni e nelle caratteristiche: come affronto e gestisco il rischio finanziario? Tre almeno le principali ragioni. In primo luogo il mondo della finanza è divenuto sempre più complesso, il che significa per il singolo risparmiatore maggiori opportunità, ma anche maggiori rischi. In secondo luogo si è verificato un aumento della propensione all'indebitamento: nella visione tradizionale la famiglia produce essenzialmente risparmio; oggi essa può essere più o meno indebitata. Nel mondo anglosassone, in aggregato il debito delle famiglie supera il loro reddito (nel Regno Unito il rapporto ha toccato il 164%). In terzo luogo i sistemi previdenziali sono attraversati da profonde riforme, che in generale tendono ad aumentare le responsabilità di scelta in capo alle famiglie, in passato tutelate da forme più o meno automatiche e più o meno implicite di professione.

Ma se la privatizzazione del rischio significa che la finanza e le sue regole interessano sempre di più ogni cittadino, poiché ogni cittadino è anche un elettore, ecco che anche il politico accentua il suo interesse per l'argomento. Cosa disturba il cittadino elettore? Ricevere sorprese sgradite sul fronte finanziario: quanto più la sorpresa sgradita interessa un numero crescente di cittadini, anche solo potenzialmente, ecco che un problema individuale diviene una questione politica.

Emblematico da questo punto di vista l'atteggiamento del governo britannico nel caso Northern Rock. Il primo ministro Gordon Brown decise di gestire la crisi della banca inglese attraverso una procedura di nazionalizzazione, affrettandosi da un lato a dichiararla temporanea, dall'altro ad escludere qualsiasi ri-privatizzazione prima delle prossime elezioni del 2010. La corsa agli sportelli avvenuta nell'agosto 2007 ha lasciato il segno. Il primo ministro ha pensato ai suoi elettori: sono depositanti, devo rassicurarli con le mie scelte in caso di crisi di una banca. Ma sono anche contribuenti (e finora il governo inglese ha infuso in Northern Rock oltre 25 miliardi di sterline), per cui devo convincerli che la scelta fatta alla fine sarà la meno onerosa per le loro tasche.

In secondo luogo, ai politici non piacciono le autorità di vigilanza indipendenti. E qui entrano in ballo le authority. In ogni paese la vigilanza sui mercati bancari e finanziari è delegata dai politici ad istituzioni tecniche. In che modo? Qui i politici si dividono essenzialmente in due categorie, secondo la strategia di delega scelta. Da un lato, c'è la strategia della "cattura": con authority sottoposte a forti controlli e condizionamenti politici, e di conseguenza consentono al politico in carica di influenzare sistematicamente le scelte di vigilanza, alla quotidiana ricerca del consenso, anche di specifiche lobby. Dall'altro, c'è la strategia della "libertà vigilata": con authority inquadrate in regole del gioco che danno loro gradi di indipendenza, richiedendo nel contempo forme di accountability. Se tutto va bene, nessuno si accorge dell'esistenza della vigilanza: se qualcosa va storto, il politico è pronto comunque a intervenire (cambiando i vigilanti, o le regole del gioco), incassando così il suo dividendo politico. È evidente che, tra le due strategie, quella che dà più garanzie di tutela dei cittadini dall'arbitrio della classe politica è comunque la seconda.

In altri termini, d'accordo delegare, ma l'istituzione di vigilanza deve essere posta sotto controllo, in modo che essa, all'occorrenza, non sia di ostacolo all'azione del politico. Un lavoro del FMI di Quintyn ed altri ha analizzato le riforme della vigilanza in 55 paesi, evidenziando un risultato interessante. Mentre l'analisi economica raccomanda di disegnare le authority al fine di garantire nel contempo sia la loro indipendenza, sia la loro accountability, i politici non sembrano applicare coerentemente questa formula. Taluni di essi, anzi,



sembrano utilizzare i meccanismi di accountability (responsabilizzazione) come una forma surrettizia di controllo sui vigilanti. Ecco spiegata la ritrosia e l'inerzia con cui i nostri politici stanno affrontando il tema delle authority, e soprattutto la necessit  di accendere i fari sulle norme specifiche che il nostro Parlamento dovesse evitare, perch  il rischio "cattura"   sempre dietro l'angolo.

Infine - ed   il terzo punto - ai politici non piace la riduzione del numero delle autorit  di controllo. Uno studio del FMI mette in luce come il consolidamento della vigilanza piaccia molto al mercato, che invece diffida dell'atteggiamento dei politici sul tema. La tesi di fondo   che quanto pi  i politici sono abituati a lavorare in un sistema istituzionale che protegge le rendite, tanto pi  preferiranno tante authority, specie se non indipendenti, perch  questo aumenta le possibilit  di condizionamento, da un lato, e di accontentare varie lobby, dall'altro. Sembra il ritratto dell'Italia.

## 6. Conclusione?

Cosa fare per evitare che la crisi finanziaria perduri, o addirittura si aggravi? La ricetta   semplice: cambiare subito le regole che consentono l'eccesso di debito nella finanza non bancaria e ridurre solo progressivamente la liquidit  del sistema, per evitare traumi alla propensione al debito nella parte reale del sistema: imprese e famiglie. Perch  nessuno la applica? Perch  negli USA regolamentatori e banca centrale dipendono troppo dalla politica e dalla finanza. Tutti - Europa inclusa - ne pagano le conseguenze.

Nelle ultime settimane i segnali di preoccupazione sullo stato di salute della finanza internazionale si sono accentuati, dopo una breve fase di relativa tranquillit . Due almeno le fonti di preoccupazione. Da un lato, le prospettive sulla solidit  del sistema bancario statunitense. Dall'altro lato, le continue tensioni sui prezzi delle materie prime, su cui si intravede un ruolo importante del correlato mercato finanziario dei derivati.

A ben vedere, le due cause di turbolenza hanno una radice comune, che abbiamo messo in luce all'inizio: l'eccessiva capacit  di indebitamento (leverage) del settore finanziario non bancario. Nel caso delle banche statunitensi, e anche delle banche non americane a vocazione internazionale, l'incertezza sullo stato dei conti nasce dall'intreccio complesso ed opaco che tale sistema ha finito per costruire con il settore finanziario non bancario: mercati dei derivati, veicoli speciali, hedge funds. Negli USA il settore bancario tradizionale, che gestendo il sistema dei pagamenti e del credito veicola e influenza volume e distribuzione del reddito del settore reale,   guardato con diffidenza, a causa dell'incertezza su quando e dove sia allocato il rischio. L'incertezza nasce dal fatto che nel settore finanziario non bancario sono state assunte dosi eccessive di rischio, indebitandosi, senza i necessari presidi in termini di capacit  patrimoniali di gestire il rischio stesso in caso di difficolt . La leva finanziaria   eccessiva.

Nel caso del mercato delle materie prime,   in corso un dibattito acceso per determinare il peso che il mercato dei derivati - la cosiddetta speculazione - sta avendo nel causare il rialzo forte e prolungato dei rispettivi prezzi. Nessuno per  mette in dubbio che lo sviluppo rapido e sensibile delle attivit  in derivati un certo ruolo lo abbia, e che tale sviluppo abbia i suoi fondamenti in una capacit  di indebitamento che - di nuovo - non appare correlata a presidi patrimoniali robusti. Di nuovo, la leva del debito appare eccessiva.

Occorre dunque ridurre la propensione al debito che alimenta la cosiddetta finanza strutturata. In primo luogo, occorre subito cambiare le regole che, direttamente o indirettamente, consentono alla finanza strutturata di alimentarsi senza adeguate coperture. In secondo luogo, occorre progressivamente e dolcemente innalzare la struttura dei tassi di interesse. Anche i ciechi riconoscono che la politica ventennale di tassi di interesse bassi e piatti, unita alla crescente competizione sui mercati,   la causa principale della piramide di carta finanziaria da cui nascono tutte le preoccupazioni. Tassi bassi e competizione hanno rappresentato un incentivo formidabile a cercare rendimenti pi  alti, indebitandosi: la capacit  di "prezzare" il rischio   andata rotoli. Occorre riequilibrare la struttura dei tassi, ma gradatamente, per non creare traumi sia al settore finanziario, ma soprattutto alla parte reale dell'economia, per evitare che questa diventi una sorta di "ostaggio" della finanza strutturata, creando una situazione paradossale.

Infatti, oggi sta accadendo l'esatto contrario di quello che dovrebbe accadere. Sul piano delle regole, si stanno accentuando gli intrecci tra settore bancario e finanza non bancaria. In marzo la FED ha salvato una societ  finanziaria, con la ragione che era "troppo interconnessa" con le banche, e paventando effetti di sistema. Salvataggio accolto con gli applausi unanimi, per cui la banca centrale americana sembra aver deciso di

continuare; si parla di un allargamento del perimetro delle possibilità di salvataggio utilizzando il settore private equity. Non sono queste le regole di cui il sistema bancario e finanziario americano ha bisogno; ma sono quelle che fanno comodo a quella comunità finanziaria che, affetta da leva eccessiva, sta cercando di ottenere rimedi a basso costo. Allo stesso tempo, i tassi di interesse devono rimanere bassi e stabili, per le medesime ragioni. È felice la lobby finanziaria, sono felici i politici - tanto con una retata del FBI si soddisfa il popolo bue - ed è felice la FED, magari più avanti premiata con una bella riforma della vigilanza che ne aumenti poteri e prestigio.

Insomma, le braci sempre accese nella finanza internazionale (rischi di crisi) hanno una spiegazione: la benzina non manca (assenza di regole) e qualche altro combustibile non manca (tassi bassi). E gli applausi continuano. Come sul Titanic.