



di Fabrizio Saccomanni Direttore generale della Banca d'Italia

EDITORIALE

Le turbolenze che hanno scosso il sistema bancario e finanziario internazionale dall'agosto del 2007 hanno riproposto con forza questioni su cui la storia e la teoria economica si confrontano da secoli: le crisi finanziarie sono inevitabili? Sono imprevedibili? Sono ingestibili? A questi interrogativi si tende oggi a dare risposte facendo riferimento alla attuale fase di globalizzazione della finanza, spesso vista come causa prima e unica della inevitabilità delle crisi, della loro imprevedibilità e ingestibilità. La storia economica chiarisce che le crisi sono probabilmente inevitabili in quanto discendono da tratti permanenti della natura umana, quali l'avidità e il desiderio di accumulare ricchezza (l'«esecranda fame di oro – *auri sacra fames* – già individuata da Virgilio nell'*Eneide*) che inducono a comportamenti irresponsabili e accecano la percezione del rischio. Ma, appunto per questo, la storia chiarisce anche che le crisi finanziarie si generano indipendentemente dalla struttura del sistema bancario e finanziario del momento. Gli esempi non mancano e basta leggere il celebre libro di Charles Kindleberger (*Manias, Panics and Crashes*, non a caso riedito ben cinque volte dopo la sua apparizione nel 1978) per trovare un vasto campionario: si va dal primo caso di insolvenza internazionale nel 1343 quando Re Edoardo III d'Inghilterra si rifiutò di onorare i debiti della Corona causando il fallimento delle banche fiorentine dei Peruzzi e dei Bardi; alle «bolle» speculative del 1700; via via fino alle crisi del XX secolo, in specie degli anni '30 e '90. Le crisi dunque ci sono sempre state, ma è interessante notare che dal 1870 il sistema finanziario internazionale ha registrato condizioni di stabilità complessiva in due periodi entrambi caratterizzati da un'ancora monetaria forte: il periodo 1870-1914, ormai identificato dagli storici come «la prima globalizzazione» e che coincide con il sistema delle parità auree fisse del gold standard, e il periodo 1947-70 in cui operava il sistema dei cambi «fissi ma modificabili» di Bretton Woods legati al dollaro e all'oro. Per contro si sono registrate gravi e ripetute tensioni monetarie e finanziarie in due periodi caratterizzati da configurazioni diametralmente opposte del sistema economico e finanziario: il periodo tra le due guerre mondiali (1919-1939) in cui l'autarchia, le restrizioni commerciali, le svalutazioni concorrenziali dei cambi segnano «la fine» della globalizzazione d'anteguerra e propagano su scala mondiale la depressione e la disoccupazione; e il periodo dalla metà degli anni '80 a oggi, o della «seconda globalizzazione», in cui prevalgono deregolamentazione, liberalizzazione dei movimenti di



capitale e fluttuazione dei tassi di cambio delle principali valute. Se la colpa delle recenti turbolenze finanziarie non è della finanza globale, certamente l'interazione tra innovazione finanziaria e la rivoluzione nelle tecnologie informatiche e di comunicazione ha contribuito a rendere più frequenti e più intensi gli episodi di instabilità finanziaria e a facilitarne la diffusione sul piano internazionale. In effetti la globalizzazione, grazie all'apertura del commercio mondiale dei beni e servizi, ha, da un lato, contribuito a ridurre l'inflazione mondiale su livelli storicamente molto bassi con la conseguente riduzione dei tassi di rendimento delle attività finanziarie; dall'altro, attraverso la sempre più serrata concorrenza tra gli operatori, ha dato una forte spinta alla riduzione dei margini d'intermediazione finanziaria. Ciò ha spinto sia gli investitori che gli intermediari a ricercare impieghi sempre più rischiosi, come quelli nei Paesi emergenti, in prodotti di finanza strutturata o in attività altamente speculative, nella prospettiva di conseguire rendimenti più elevati di quelli offerti dai tradizionali strumenti di gestione del risparmio. La finanza globale ha in certo modo facilitato queste scelte creando l'illusione che l'ampia liquidità dei mercati avrebbe potuto consentire a chiunque di uscire da un investimento divenuto troppo

_Se la colpa delle recenti turbolenze finanziarie non è della finanza globale, l'interazione tra innovazione finanziaria e nuove tecnologie informatiche e di comunicazione ne ha facilitato la diffusione su piano internazionale



Corbis

rischioso senza difficoltà né perdite. In realtà, come dimostrato dalle crisi debitorie in America Latina, Asia e Russia, dalle bolle speculative in Giappone e negli Stati Uniti fino alla recente crisi del mercato ipotecario subprime, condizioni di abbondante liquidità dei mercati finanziari possono repentinamente trasformarsi in situazioni di illiquidità, generando un “trambusto all’uscita” in cui gli investitori e gli intermediari subiscono perdite ingenti.

Crisi imprevedibili?

Se dunque le turbolenze finanziarie sono una sorta di “calamità naturale” che non può essere evitata, dovrebbe essere possibile prevederle con un certo anticipo in modo da consentire alla gente, almeno, di uscire di casa con l’ombrello. In effetti, la capacità previsiva delle autorità finanziarie, delle banche centrali e delle istituzioni internazionali si è enormemente accresciuta con lo sviluppo della globalizzazione ed è ora possibile individuare con una certa precisione i fattori di rischio e le condizioni che rendono insostenibili nel tempo alcuni andamenti delle variabili economiche e finanziarie, accrescendo le probabilità di fenomeni di crisi acuta. Sarebbe ozioso citare qui tutti i casi in cui avvertimenti ufficiali sono stati espressi in varie sedi nazionali e internazionali sulla insostenibilità del debito estero di importanti paesi emergenti, del disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, del boom dei prezzi delle azioni e degli immobili. Anche in tempi recenti tutti gli analisti pubblici e privati concordavano che la sovrabbondanza di liquidità sui mercati globali aveva dato luogo a una sottovalutazione dei rischi di credito e a una loro inadeguata copertura nei sempre più ristretti margini di intermediazione: si metteva dunque in guardia contro la possibilità di un brusco re-pricing dei rischi di credito, accompagnata da un’altrettanto brusca ricomposizione dei portafogli con probabili ripercussioni destabilizzanti per intermediari e investitori. Resta peraltro difficile, come ha recentemente ricordato il governatore Draghi, “predire il momento che il mercato sceglierà per avviare la crisi; le precise forme che questa assumerà; i nessi decisivi per la sua propagazione”. È quanto è avvenuto nel 2007 con la crisi innescata nel comparto dei *subprime mortgage*.

Gli analisti concordavano che il deterioramento del mercato immobiliare americano, già visibile a inizio d’anno, avrebbe certamente avuto ripercussioni sul limitato comparto subprime, ma si riteneva che ciò non avrebbe creato problemi per il ben più ampio mercato ipotecario. In realtà, il problema si è considerevolmente complicato man mano che è apparso chiaro che attraverso la cartolarizzazione, titoli subprime erano entrati in un ampio spettro di prodotti finanziari strutturati, capillarmente diffusi nei portafogli degli investitori. Si è immediatamente acuita la percezione del rischio su questi stru-

menti, divenuti immediatamente illiquidi e quindi difficilmente valutabili in termini di prezzo. Come spesso avviene, l'evento ha avuto l'effetto di una "sveglia" per gli operatori finanziari, dando luogo a un riesame delle posizioni di rischio su tutta la gamma delle cartolarizzazioni effettuate dalle principali banche internazionali, spesso attraverso "veicoli" o *conduit* legalmente separati dall'istituzione emittente. Questa generalizzata riduzione del *risk appetite* ha messo in crisi il modello di intermediazione divenuto prevalente in tempi recenti, secondo cui le banche finanziano sempre meno rischi che restano nel loro portafoglio fino alla scadenza, ma si limitano ad organizzare per la clientela operazioni di cartolarizzazione in cui il rischio viene immediatamente ceduto al mercato (*originate and distribute*). In queste circostanze le principali banche si sono trovate a dover fronteggiare un inatteso gonfiamento dei loro bilanci causato dalla impossibilità di cedere al mercato attività assunte in vista della cartolarizzazione e dalla necessità di finanziare le posizioni di "invenduto" dei propri conduit. La paralisi del mercato finanziario ha generato tensioni sul mercato interbancario della liquidità a breve dove, pur in presenza di non trascurabili iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali, gli operatori esitavano a cederla date le incertezze sulla solidità delle possibili controparti. Benché la crisi non abbia finora dato luogo a situazioni acute di illiquidità o di insolvenza su importanti intermediari, non vi è dubbio che essa si è propagata ben al di là del comparto subprime dove essa era iniziata e ha avuto ripercussioni di vasta portata sui mercati monetari e finanziari.

Crisi ingestibili?

Visto che le crisi sono inevitabili e imprevedibili, diviene sempre più difficile e ingrato il compito di chi è chiamato a prevenirle e a gestirle. Dopo le crisi debitorie dei Paesi emergenti, che pure avevano lambito con le loro ripercussioni anche i mercati finanziari dei Paesi più avanzati – specie con il default della Russia nel 1998 – la comunità internazionale si è fortemente impegnata in un processo di riforma della cosiddetta "architettura finanziaria internazionale". Con il sostegno politico del Gruppo dei Sette (G-7), il Fondo Monetario Internazionale (FMI), la Banca Mondiale (BIRS) e la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) hanno attuato un vasto programma di assistenza tecnica e finanziaria mirato all'aggiustamento degli squilibri interni ed esterni e al rafforzamento dei sistemi bancari e finanziari nei Paesi emergenti.



_Condizioni di abbondante liquidità dei mercati finanziari possono repentinamente trasformarsi in situazioni di illiquidità, come dimostrato dalle crisi debitorie in America Latina, Asia e Russia

Al tempo stesso il G-7 ha dato nel 1999 vita a un tavolo di coordinamento – il Financial Stability Forum (FSF) – tra ministeri finanziari, banche centrali e autorità di supervisione dei mercati dei Paesi del Gruppo con il compito di individuare le debolezze strutturali e le vulnerabilità del sistema finanziario globale. Ai lavori del FSF, presieduto dal governatore della Banca d'Italia Draghi, partecipano anche la Banca Centrale Europea e le banche centrali di Australia, Hong Kong, Olanda, Singapore, Svizzera, e i rappresentanti delle maggiori istituzioni internazionali (FMI, BIRS, OCSE, BRI) e dei comitati internazionali di regolamentazione finanziaria (BCBS, IOSCO, IAIS, IASB).

Le iniziative hanno certamente dato un contributo positivo alla stabilità finanziaria internazionale. La situazione complessiva dei paesi emergenti è nettamente migliorata sia sul fronte del risanamento degli squilibri, sia del rafforzamento dei sistemi bancari e finanziari. A parte le straordinarie performance di Cina e India, il miglioramento è stato considerevole anche in Paesi colpiti dalle crisi come il Messico, il Brasile, la Korea, la Thailandia e la Russia. I timori che il default dell'Argentina nel 2001 aprisse la strada a una serie di moratorie unilaterali del debito estero di Paesi emergenti si è rivelato infondato. Né questi Paesi sembrano essere stati colpiti dalle turbolenze originate nel comparto subprime.

Circa il funzionamento del sistema finanziario globale, l'attività del FSF si è inizialmente concentrata sull'analisi del ruolo degli *hedge fund* nelle turbolenze monetarie e finanziarie degli anni '90, spesso accusati di aver architettato operazioni speculative contro le valute di Paesi con regimi di cambio fisso; il FSF ha inoltre intensificato la sorveglianza sui centri finanziari off-shore, ritenuti responsabili di dare ospitalità a operazioni speculative, di riciclaggio e di evasione fiscale. Anche su questi fronti le iniziative hanno dato risultati nel complesso positivi, testimoniati anche dalla circostanza che le recenti turbolenze innescate nel comparto subprime non sono in alcun modo riconducibili all'attività di hedge fund o di *off-shore center*. In ogni caso l'analisi delle esposizioni dei sistemi bancari nei confronti degli hedge fund ha consentito di mettere meglio a fuoco le problematiche connesse ai rischi di controparte e alla loro gestione da parte degli intermediari creditizi, ossia su materie che sono rilevanti anche ai fini dell'esame delle implicazioni di politica monetaria e finanziaria sollevate dalla attuale fase di turbolenza.

Malgrado questi miglioramenti nell'architettura istituzionale di analisi, di sorveglianza e di regolamentazione, la capacità della comunità internazionale di prevenire le crisi si è rivelata ancora una volta inadeguata in occasione delle tensioni sviluppatesi nell'agosto scorso e che si sono propagate attraverso canali impreveduti e con modalità insolite. Ciò ha messo subito alla prova le strutture

per la gestione delle crisi, chiamando fin dall'inizio le banche centrali delle principali aree monetarie ad assicurare ai mercati la liquidità necessaria a consentire il loro ordinato funzionamento. Operando in stretto collegamento, usando tecniche e strumenti innovativi la Federal Reserve americana, la BCE e le banche centrali giapponese, inglese e svizzera hanno efficacemente contrastato i rischi di illiquidità del mercato interbancario globale evitando che il processo di ricomposizione dei portafogli e di re-pricing dei rischi degenerasse in situazioni di insolvenza con implicazioni per la stabilità del sistema finanziario globale. Questi interventi sono stati particolarmente necessari per superare le tradizionali esigenze di liquidità di fine d'anno che rischiavano di essere esacerbate dalle incertezze sull'impatto della crisi sui bilanci dei maggiori intermediari bancari e finanziari. Le incertezze potranno essere pienamente fugate solo nei prossimi mesi, quando verranno approvati e certificati i conti societari per il 2007. Il processo è reso questa più complesso dalle difficoltà di pervenire a una *fair valuation* di prodotti finanziari complessi per molti dei quali non è ancora possibile la tecnica del *mark to market* data la inesistenza di quotazioni significative di mercato. Sul piano più strettamente regolamentare è stato dato mandato, fin dall'ottobre scorso, al FSF di effettuare una diagnosi completa delle cause delle tensioni, di identificare le debolezze che richiedono misure correttive e di proporre le azioni necessarie per rafforzare la disciplina di mercato e la robustezza delle strutture istituzionali. Uno speciale gruppo di lavoro è stato costituito sotto la presidenza del governatore Draghi che ha già identificato le principali direttrici di intervento:

_Operando in stretto contatto, la Bce (sotto il presidente Trichet), la Fed e le banche centrali giapponese, inglese e svizzera, hanno contrastato recenti crisi a livello globale



1. la gestione dei rischi da parte degli intermediari, con particolare riferimento ai rischi di liquidità e a quelli di controparte;
 2. i principi e le pratiche di valutazione e di contabilizzazione di prodotti finanziari complessi, con speciale riferimento all'appostazione fuori bilancio di impegni e rischi;
 3. il ruolo delle *rating agencies* nello sviluppo e nella commercializzazione di prodotti finanziari strutturati, con particolare attenzione all'insorgere di conflitti di interesse;
 4. l'esigenza di una pronta attuazione dei principi di Basilea 2, al fine di consentire una piena valutazione dell'opportunità di eventuali affinamenti alla luce dell'esperienza delle tensioni recenti.
- Il FSF presenterà al G-7 a metà febbraio un primo rapporto interinale sulla situazione, mentre il rapporto finale è atteso per le riunioni di primavera del FMI a metà aprile.

Quali lezioni

È difficile prevedere quale potrà essere l'evoluzione nei prossimi mesi delle condizioni monetarie e finanziarie globali. Se è vero che le tensioni sul mercato interbancario sembrano essersi attenuate, si cominciano a vedere, specie negli Stati Uniti, i primi segni di ripercussioni della crisi dal settore finanziario-immobiliare all'economia reale. Alcuni osservatori danno per scontato che l'economia americana andrà in recessione nel secondo e terzo trimestre del 2008 e questo avrebbe un impatto negativo sulla crescita in Europa e nel resto dell'economia mondiale. Anche se i Paesi emergenti, Cina e India in testa, continueranno a crescere a ritmi sostenuti, il divario tra le dimensioni relative rende improbabile che la crescita delle economie emergenti possa svilupparsi a tassi tali da compensare la decelerazione delle economie industrializzate. La gestione della crisi sarà resa più complessa dal concomitante riaccendersi di pressioni inflazionistiche, originate in gran parte dall'aumento dei prezzi del petrolio, delle materie prime e dei prodotti alimentari. Le banche centrali non potranno non tener conto di questo fattore nella formulazione delle politiche monetarie, sia negli Stati Uniti che in Europa. Per quanto riguarda i sistemi bancari, è presumibile che si accrescerà il fabbisogno di capitale da parte di intermediari che hanno subito un gonfiamento inatteso degli attivi di bilancio e/o hanno registrato perdite significative per effetto della crisi. In queste circostanze, un inatteso sostegno è venuto in alcuni casi da fondi di investimento controllati da Stati sovrani che hanno riversato su questi nuovi agenti l'eccesso di riserve valutarie accumulate con l'avanzo di parte corrente delle loro bilance dei pagamenti. Si tratta in molti casi di operatori di cui non sono chiare le strategie d'investimento e che difettano sul piano della trasparenza e della *accountability*. Le tensioni del momento

non devono essere di ostacolo al proseguimento del dialogo tra questi operatori e le autorità monetarie e finanziarie internazionali al fine di concordare adeguati standard di gestione e di comunicazione. In ogni caso, un sollievo al fabbisogno di capitale potrà venire dalla pronta attuazione delle strategie di gestione del rischio prevista dall'accordo di Basilea 2.

L'incertezza che ancora grava sull'evoluzione del sistema economico e finanziario internazionale rende difficile trarre lezioni conclusive da questo nuovo e complesso episodio di crisi. È tuttavia possibile anticipare due ordini di considerazioni.

■ Sul piano macroeconomico, la crisi si è sviluppata in un contesto caratterizzato da un eccesso di liquidità sui mercati monetari e finanziari che ha alimentato un'eccessiva espansione del credito, specialmente nel settore immobiliare. Questi andamenti si sono svolti sullo sfondo di irrisolti squilibri delle bilance dei pagamenti tra le principali aree economiche mondiali, in particolare degli Stati Uniti e della Cina, che hanno seminato incertezza sui rapporti di cambio delle maggiori valute. È inevitabile che in futuro dovrà essere prestata dalle autorità monetarie e finanziarie maggiore attenzione che in passato alle implicazioni per la stabilità monetaria e finanziaria del ciclo del credito. Anche in presenza di stabilità dei prezzi di beni e servizi, una crescita eccessiva del credito può alimentare una lievitazione dei prezzi di attività finanziarie e immobiliari con effetti destabilizzanti per il sistema finanziario e alla lunga con rischi d'inflazione generalizzata. I rialzi recenti dei prezzi dell'oro e del petrolio riflettono timori sulla ripresa del processo inflattivo e sulla stabilità del dollaro. In prospettiva dovrà essere rafforzata l'analisi dell'impatto degli impulsi di politica monetaria delle banche centrali dei maggiori paesi sugli orientamenti del mercato finanziario globale. Ciò comporterà sia una maggiore cooperazione tra banche centrali e autorità di supervisione dei mercati, sia una più efficace sorveglianza da parte del FMI sui flussi di liquidità internazionale e sull'evoluzione dei tassi di cambio delle principali valute.

■ Sul piano della regolamentazione finanziaria, a fronte di prevedibili richieste di introdurre nuovamente restrizioni e controlli, sarà importante invece proseguire il lavoro già fatto e in corso nell'ambito del FSF. Anche a livello dei singoli Paesi sarà necessario rafforzare la cooperazione tra le autorità di vigilanza e gli operatori bancari e finanziari. In un contesto di finanza globale, è solo dal dialogo costante e articolato tra vigilanti e vigilati che possono emergere regolamentazioni che non soffochino la operatività dei mercati, ma che consentono al tempo stesso di individuare tempestivamente situazioni di *market failure* in modo che le autorità possano intervenire fornendo il "bene pubblico" della stabilità monetaria e finanziaria.