



Davies H. Green D. Banking on the future

Le banche centrali hanno un ruolo critico nel funzionamento dei mercati. La recente crisi rende evidente la necessità di una riforma, anche se le responsabilità vanno condivise con le grandi istituzioni finanziarie, le agenzie di *rating*, i regolatori, i politici e anche i privati cittadini.

La crisi ha aperto un dibattito sulle banche centrali. La loro esistenza deriva dal problema che l'intermediazione finanziaria è basata sulla fiducia. Hanno compiti, collocazioni istituzionali e livelli d'indipendenza diversi, ma le funzioni irrinunciabili sono l'offerta di attivi di ultima istanza al sistema finanziario, agire come banca nei confronti delle principali entità finanziarie (per fornire liquidità, garanzie), implementare la politica monetaria attraverso la definizione dei prezzi o delle quantità. Alcune delle funzioni svolte possono essere confliggenti.

La funzione di stabilità finanziaria si esplica in tre aree interdipendenti con distinti obiettivi: stabilità interna dei prezzi, esterna dei cambi, del sistema finanziario. La stabilità monetaria (interna) rappresenta il cuore dell'attività svolta dalla banca centrale, quella esterna è intimamente collegata, ma è di responsabilità governativa. La stabilità del sistema finanziario è un concetto più elusivo. Le modalità di azione della banca centrale per la stabilità dei prezzi è cambiata nel corso del tempo. Da ultimo, la teoria delle aspettative rende essenziale la credibilità e l'indipendenza della banca centrale. Anche con riferimento agli obiettivi c'è stata un'evoluzione, ma rimane prevalente la fissazione di un *range* dei prezzi in un orizzonte di medio periodo. La crisi ha fatto assumere responsabilità e obiettivi anche su altri aspetti, quali l'espansione del credito, la crescita economica, la stabilità del sistema finanziaria (e la connessa necessità di tenere sotto controllo nuovi indicatori). Diventa più importante avere un bilancio solido. Nel corso della crisi, i tassi sono stati ridotti a livelli inusuali e le banche centrali, oltre a fornire liquidità, hanno comprato attivi in precedenza inaccettabili, ampliando il bilancio. La perdita di fiducia tra gli operatori ha reso la banca centrale la controparte sistematica centrale del mercato monetario e anche un operatore privato sul mercato ("*quantitative easing*").

La politica monetaria e la stabilità finanziaria (e quindi la supervisione) sono strettamente collegate. A seguito della crisi c'è consenso sul fatto che la stabilità sia una funzione *core* della banca centrale. E' divenuto evidente la necessità di ripensare il modo in cui le banche centrali monitorano i mercati finanziari, forniscono liquidità e altre forme di supporto ai mercati in situazione di *stress*, si relazionano alle altre autorità. La stabilità finanziaria è definita dalla BCE come quella condizione in cui il sistema finanziario è capace di sopportare gli *shock* e di superare gli sbilanci finanziari, mitigando la probabilità di creare problemi nei processi di intermediazione finanziaria e di allocazione del risparmio. Solo poche banche centrali hanno statutariamente la finalità della stabilità finanziaria; hanno posto poca attenzione ai segnali della crisi che andavano emergendo. Una questione annosa è quella se la banca centrale deve essere anche responsabile diretta della supervisione. Le banche centrali hanno sicuramente bisogno di informazioni sul sistema finanziario e interesse alla buona gestione delle banche. Di certo, se la supervisione è attribuita ad altre entità, un collegamento istituzionale appare cruciale per rispondere velocemente ed efficacemente e in modo informato in situazioni di *stress*. Ci sono anche motivi per non incorporare la supervisione nella banca centrale: conflitto di interessi tra obiettivi (essere meno rigidi nella politica monetaria per non creare problemi alle banche di cui si è responsabili), perdita di reputazione in caso di fallimenti, relazioni con il potere politico e livello di indipendenza. Durante la crisi non c'è stato un modello vincente. Alcune banche centrali stanno anche assumendo il ruolo di protezione dei consumatori e degli investitori. Le regolamentazioni nei vari paesi si muovono in direzioni diverse. Negli USA è stata realizzata una tripartizione del sistema e di organismi con riferimento alla stabilità del mercato sull'intero sistema finanziario, alla buona gestione sicurezza delle istituzioni finanziarie, e alla protezione degli investitori e dei consumatori. E' stata, inoltre, facilitata la conversione dei grandi *dealer* e *broker* in banche, per sottoporle a più stretto controllo e riuscire a gestire le eventuali situazioni di crisi. Più stretti controlli della Fed sono stati attuati sulle istituzioni sistematicamente importanti e critiche sul sistema dei pagamenti e di regolamento, indipendentemente dal fatto che raccolgano depositi (aziende interconnesse il cui fallimento può minacciare la stabilità del sistema). In Europa, la BCE ha solo poteri di politica monetaria e si è creato l'*Economic Systemic Risk Board*, sotto l'egida della stessa BCE, quale organo di controllo macroprudenziale per rischi specifici. In Inghilterra, in passato, sono state separate le istituzioni, ma si sta ripensando il modello. Un altro campo decisivo, su cui è necessario un coordinamento internazionale, è quello delle procedure di bancarotta.

La banca centrale ha un ruolo chiave nel funzionamento quotidiano del sistema finanziario: fornisce liquidità al sistema, spesso sorveglia il sistema dei pagamenti, provvede al sistema di regolamento delle

obbligazioni e dei cambi. Talvolta gestisce il debito pubblico. La principale funzione dell'intermediazione finanziaria è quella di rendere liquidi investimenti illiquidi. La banca centrale affronta quelle situazioni in cui le banche devono ripagare depositi a breve senza poter liquidare i propri prestiti o investimenti. Quando tutte le banche cercano di liquidare gli attivi, aumentare i depositi diventa impossibile farlo. La politica monetaria è impotente con i problemi di liquidità, soprattutto nelle situazioni di crisi in cui il credito è eccessivamente cresciuto ed è scambiato sui mercati attraverso le cartolarizzazioni. Le banche centrali sono diventate market-maker di ultima istanza e hanno iniettato capitali nelle banche sistematicamente importanti; hanno di fatto nazionalizzato larga parte dell'intermediazione. Le banche si sono trovate senza attivi di qualità perché la gestione della liquidità è stata lacunosa in assenza di incentivi a creare riserve di emergenza, a un allineamento con i rischi. I piani di *contingency funding* erano basati su informazioni incomplete. È divenuta evidente la necessità, per le banche centrali, di sostenere comportamenti più prudenti. La tendenza a minimizzare i costi di liquidità è influenzata anche dal supporto potenziale delle banche centrali in caso di crisi. Le banche centrali devono richiedere cuscinetti di liquidità maggiori di quelli normalmente necessari per colmare il *moral hazard*. Ma definire standard di liquidità è difficile in quanto il livello deve essere basato sulla fiducia sui mercati, che è un elemento elusivo. Maggiore liquidità richiesta in fase espansiva, ridurrebbe gli eccessi sul credito e ridurrebbe la trasformazione delle scadenze. Bisogna trovare gli incentivi giusti. Il sistema dei pagamenti può essere una fonte di rischio sistemico che può produrre effetti contagio. Gli operatori sono esposti al rischio di credito e di liquidità e, pertanto, la sorveglianza sul sistema dei pagamenti ha lo scopo di promuovere la sua sicurezza, efficienza, adattamento e la certezza delle transazioni. L'approccio può essere differente e le banche centrali hanno un ruolo più o meno attivo sul sistema. La gestione del debito pubblico è considerata un aspetto specifico della politica monetaria. Le banche centrali non possono finanziare direttamente lo Stato e devono rimanere indipendenti. Se in tempi normali la politica sui tassi e sul debito sono rigorosamente separati, in situazioni di stress tutte le leve a disposizione delle autorità devono essere coordinate.

Le banche centrali non sono riuscite a sostenere la stabilità del sistema finanziario, sempre più dipendente dagli attivi, e non hanno riconosciuto la relazione tra stato del mercato degli attivi ed economia reale. Si sono preoccupate dei prezzi al consumo non valutando i rischi dei prezzi degli attivi finanziari. Non è stato accettato che i prezzi degli attivi stavano dando segnali pericolosi e l'approccio è stato asimmetrico: quando i prezzi sono saliti non ci si è affrontato il problema, quando sono scesi, si giustificavano interventi importanti (*Greenspan put*). La gestione della stabilità deve, invece, andare controvento quando avvengono escalation nei prezzi di mercato. L'espansione del credito è stata eccessiva e gli strumenti innovativi, la leva elevata, l'hanno accelerata. È importante identificare gli sbilanci eccessivi, i disallineamenti nei prezzi. L'orizzonte degli obiettivi (inflazione) deve essere allungato e deve far parte degli obiettivi anche la stabilità finanziaria. L'approccio è stato quello di mitigare ex post gli effetti del ciclo, invece di intervenire durante le fasi. Una più corretta definizione di inflazione deve considerare anche i prezzi degli attivi (ad es. gli immobili) i comportamenti irrazionali degli investitori hanno effetti importanti sull'economia reale. È opportuno intervenire sui tassi per moderare le espansioni ingiustificate dei mercati, anche se possono essere impopolari e creare problemi al *welfare state* (es. Australia). Il problema deve essere affrontato anche attraverso la regolamentazione (aggiustamenti macroprudenziali quali i *capital ratio*, il *leverage ratio* usati in senso anticiclico e idiosincratico in Europa) e la gestione della creazione del credito. In questo ambito, la supervisione prudenziale avrebbe lo scopo di identificare i trend nell'economia e nel sistema finanziario che hanno implicazioni per la stabilità finanziaria, al fine di individuare le misure volte a reindirizzare i rischi. È necessario un approccio "attraverso il ciclo" globale, per moderarlo ed evitare gli effetti prociclici della attuale regolamentazione (attraverso la regolazione dei tassi di espansione, delle leve, del disallineamento delle scadenze, che incidono sulle esigenze di capitale e con la creazione di buffer in fase di ciclo ascendente da utilizzare in caso di crisi).

Il concetto di indipendenza della banca centrale va adeguatamente qualificata. Se è vero che maggiore indipendenza migliora i risultati sull'inflazione e sulle performance economiche, è anche vero che in tempi di crisi la politica monetaria deve essere coordinata con quella fiscale e che l'entità degli interventi di quantitative easing deve avvenire in accordo con il Ministero delle finanze. L'indipendenza di un'autorità non elettiva deve essere accompagnata dalla trasparenza e dagli obblighi di rendicontazione; solo un'autorità non elettiva riesce a prendere decisioni impopolari che hanno vantaggi nel lungo termine al di là del ciclo elettorale. Pertanto, anche la nomina dei vertici e la loro durata devono essere slegate dal ciclo elettorale; per questo spesso le nomine seguono prassi assai complesse. L'indipendenza necessita di una verifica del modo in cui è esercitata per essere democraticamente legittimata. Per questo i Governatori rendono conto del loro operato ai rispettivi Parlamenti. Il discorso sulla trasparenza è più complesso: in passato il *central banking* era considerata un'arte oscura, quasi esoterica, comprensibile solo ai tecnici. Ora le cose sono cambiate e le banche centrali devono comunicare le proprie analisi e previsioni, per influenzare le aspettative, per giustificare i propri interventi e per proteggere la propria indipendenza e devono essere trasparenti non solo negli obiettivi, ma anche nei metodi e nelle decisioni.

L'unità monetaria europea è stata il progetto di *central banking* più ambizioso mai esistito: un matrimonio che non consente divorzio, una moneta impossibile da spezzare. La BCE ha un mandato forte sulla stabilità monetaria e una forte indipendenza, la supervisione sul sistema dei pagamenti ma non la vigilanza sul sistema finanziario, di competenza delle singole BCN o di apposite istituzioni nazionali. La sfida sulla politica monetaria è quella di definire un unico tasso d'interesse appropriato per una nazione che non esiste, ma per sedici paesi diversi. La pronta risposta alla crisi della BCE è stata ammirata. L'euro ha funzionato finora, ma ci sono crescenti tensioni latenti non risolte che si sono accumulate: pochi sono stati i progressi nel coordinamento delle politiche fiscali, le regole sui deficit eccessivi creano contrasti non risolti tra banca centrale e ministri finanziari. La BCE si basa sulle condizioni complessive dell'area, mentre le condizioni del debito sono differenti. Con riferimento alla supervisione, l'Europa è frammentata. Il rapporto de Larosiere auspica un organo di vigilanza europeo per i gruppi transnazionali e compiti di vigilanza macroprudenziale. Le BCN hanno ridimensionato il proprio ruolo e tagliato le strutture territoriali, alcune hanno acquisito nuove funzioni.

I bilanci delle banche centrali durante la crisi sono drasticamente cambiati. Attraverso il bilancio la banca centrale influisce sul mercato. Ha bisogno di un bilancio solido per essere effettivamente indipendente. I governi devono assicurare un'adeguata capitalizzazione per assicurare la credibilità (in teoria la banca centrale non avrebbe bisogno di capitale) e flessibilità operativa. Le banche centrali non operano in un ambiente competitivo e hanno rilevanti entrate, devono controllare la loro efficienza che è difficile da misurare. Le differenze nelle funzioni, nell'organizzazione e negli staff rendono difficili i confronti.

Tuttalafinanza.it

by Valerio Carnovale