

Il banchiere di ferro di oggi: mi spezzo, ma non mi piego (alle regole)

DI MARCO ONADO

SOMMARIO: La crisi finanziaria scoppiata nel 2007 è stata affrontata con decisione e in modo coordinato da governi e banche centrali, con politiche basate su salvataggi bancari, garanzie pubbliche sulle passività degli intermediari ed eccezionali iniezioni di fondi a basso costo. Nel frattempo, si approntavano le riforme della regolamentazione finanziaria necessarie a rendere il sistema non solo più robusto, ma anche in grado di assorbire future, inevitabili crisi senza dover gravare sulle casse statali e quindi sul contribuente. Questa strategia a due stadi è fallita perché la seconda ondata della crisi, quella del debito sovrano, ha di fatto bloccato un processo di riforma che era stato in larga misura ostacolato dalle banche, preoccupate soltanto dei costi immediati che ne sarebbero derivati. L'articolo ripercorre le vicende degli ultimi anni e in particolare la crisi dei paesi dell'euro, che rappresenta oggi il problema più acuto. La tesi è che le misure di volta in volta decise dall'Europa si sono sistematicamente rivelate *too weak too late* soprattutto perché sono stati eccessivamente tutelati gli interessi delle banche (e in particolare di quelle dei paesi creditori). La conclusione è che i problemi attuali, qualunque possa essere lo sviluppo futuro, dimostrano una volta di più che la regolamentazione bancaria richiede trasformazioni profonde e che le misure drastiche ancora fieramente avversate dalle banche (ad esempio, la separazione dell'attività bancaria *retail*, quella al servizio dell'economia, da quella finanziaria più rischiosa) devono essere prese seriamente in considerazione.

1. La crisi finanziaria, quattro anni dopo

L'estate del 2011 è stata una delle peggiori per il sistema bancario mondiale e in particolare per quello europeo. Tutti gli indici di salute delle banche sono declinati rapidamente, con un'intensità che non si vedeva dai giorni da incubo seguiti al fallimento di Lehman Brothers. Nello stesso tempo, la crisi dei paesi periferici, Grecia, Irlanda e Portogallo, lungi dal risolversi peggiorava continuamente e coinvolgeva anche Spagna e Italia.

La crisi finanziaria si è quindi aggravata e, complice una ripresa economica molto più debole del previsto, si è trasformata in uno scenario di *twin crises*: quella del debito sovrano (prima di tutto europeo, ma anche americano) e quella delle banche del vecchio continente. Dal punto di vista teorico, si è trattato di una classica conseguenza di tutte le crisi finanziarie di grande portata: un effetto deflattivo forte e prolungato nel tempo per la necessità di assorbire l'eccesso di debiti della bolla creditizia (Fisher, 1931; Reinhart e Rogoff, 2009); il tutto amplificato nel caso della crisi odierna dagli effetti di contagio in un sistema finanziario complesso e fortemente interdipendente (Haldane, 2011 e Constâncio, 2011).

Un elemento non secondario dell'aggravarsi della crisi va individuato nei ritardi subiti dal processo di riforma del sistema finanziario, che avrebbe dovuto rappresentare la garanzia contro l'instabilità e soprattutto contro la necessità di salvataggi a spese del contribuente. Le misure individuate sono state realizzate solo parzialmente, lasciando i principali sistemi bancari esposti al peggioramento del quadro macroeconomico. In altre parole non ha avuto successo, la strategia adottata dai principali paesi dopo la crisi: aiuti subito e regole più severe a stabilizzazione avvenuta; oggi autorità e governi si trovano così ad affrontare la seconda ondata della crisi con un sistema bancario non sufficientemente rafforzato rispetto a quattro anni fa. Tutto ciò, paradossalmente, fa ritenere alle banche di avere maggior forza contrattuale nell'opporsi alle nuove regole e a revisioni sostanziali dei modelli di business e degli standard operativi che hanno condotto alla crisi. L'effetto netto è che si rischia di dilazionare all'infinito il processo di riforma.

Questo articolo è organizzato nel modo seguente. Il prossimo paragrafo riassume i termini della strategia dei principali paesi per affrontare la crisi finanziaria più grave della storia e che ha comportato un salvataggio generalizzato a spese del contribuente. Il paragrafo 3 analizza l'evoluzione della crisi e in particolare gli effetti sul debito pubblico dei principali paesi. Il paragrafo 4 descrive i meccanismi che hanno trasmesso la crisi del debito pubblico, soprattutto in Europa, alle banche del continente. Il paragrafo 5 discute i tentativi di soluzione alla crisi europea e le resistenze opposte dalle banche sia all'introduzione di nuove regole, sia a sopportare una parte dei costi di ristrutturazione degli eccessi di debito.

2. Il grande salvataggio

La crisi finanziaria ha colto banche centrali e regolatori largamente impreparati. È vero che sia la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) sia il Fondo monetario internazionale (FMI) avevano formulato molti e solenni avvertimenti, ma avevano anche messo in evidenza i vantaggi delle grandi trasformazioni finanziarie degli ultimi decenni e dei nuovi modelli di intermediazione, non mancando di osservare che il mercato aveva dimostrato di

saper resistere ai molti *shock* che si erano succeduti a partire dalla fine degli anni Ottanta.

Ancora nella primavera del 2008, cioè un anno dopo i primi sinistri scricchiolii di una grande banca come Bear Stearns che avevano portato in poche settimane alla paralisi del mercato interbancario, la Bank of England (Financial Stability Review, 2008) annunciava con soddisfazione di cominciare a vedere la luce in fondo al tunnel della crisi. Come nei cartoni di Wile E. Coyote, erano invece i fari del treno che ci stava per investire.

A settembre si continuava a sopravvalutare la capacità del mercato di ritrovare autonomamente l'equilibrio, tanto da indurre il governo americano alla fatale decisione di far fallire Lehman Brothers. Da allora però la risposta delle banche centrali e dei governi è stata tanto intensa quanto coordinata.

La strategia era basata essenzialmente su questi punti:

- immissione di liquidità nel sistema bancario, a tassi eccezionalmente bassi e con procedure eccezionali;
- immissione di capitale nelle banche più fragili;
- garanzie pubbliche sulle passività delle banche; sui depositi dove i meccanismi di assicurazione erano meno ampi e sulle passività interbancarie. Ovviamente sia questo strumento, sia quello precedente sono stati attivati nei vari paesi in relazione alla gravità della crisi;
- rafforzamento delle regole che disciplinano l'attività finanziaria con un duplice obiettivo: rendere in futuro le crisi meno probabili e soprattutto garantire che eventuali, inevitabili, fasi di instabilità, si traducano in costi a carico del bilancio pubblico, dunque dei contribuenti.

L'efficacia con cui è stato realizzato il primo tassello della strategia è dimostrata dal fatto che i tassi di interesse delle banche centrali sono stati portati a livelli che non erano mai stati raggiunti in precedenza, tanto da risultare negativi in termini reali. Basti ricordare che il tasso della *marginal lending facility* della BCE, che era al 5% nell'estate del 2007 è stato abbassato fino all'1,75% nel maggio 2009, livello confermato fino ad aprile 2011. Contemporaneamente esplodevano anche le quantità fornite alle banche: fatto pari a 100 il totale di bilancio delle principali banche centrali all'inizio del 2007, nei primi mesi del 2011 la Federal Reserve americana e la Bank of England avevano superato il livello di 300; la BCE si limitava a 150, il che comunque significa che il suo bilancio si era ampliato di una volta e mezzo in poco più di tre anni (De Grauwe, 2011).

Questa strategia rispondeva alla tipica funzione di *lender of last resort* delle banche centrali nelle fasi di emergenza, ma aveva anche l'obiettivo di favorire la redditività delle banche, perché i tassi a cui le banche ottenevano fondi erano largamente inferiori non solo ai tassi sui prestiti, ma anche alle operazioni sul mercato monetario e finanziario delle scadenze non brevi. Di conseguenza, intermediando «lungo la curva per scadenze» le banche avreb-

TAB. 1. Aiuti pubblici ai sistemi bancari nei principali paesi (miliardi di dollari)

	Capitale	Garanzie	Altro	Totale	Residuo giugno 11
USA	562,3	1.869,0	377,9	2.890,6	2.028,4
Europa	330,4	1.739,9	107,8	2.178,0	1.221,2
Totale	892,7	3.608,9	485,7	4.068,6	3.249,6

Fonte: Mediobanca.

bero potuto ricostituire i profitti che erano stati annullati dalle perdite emerse improvvisamente nei mesi seguenti allo scoppio della crisi.

Per quanto riguarda le misure più direttamente di salvataggio, gli aiuti diretti al settore finanziario sono stati realizzati sotto forma di immissione di capitale pubblico e sotto forma di garanzia alle passività emesse dalle banche. Complessivamente, si è trattato di 4 trilioni di dollari, come mostra la tabella 1.

È anche interessante osservare la distribuzione per paesi in Europa delle due forme fondamentali di aiuti, illustrata nei due grafici che compongono la figura che segue.

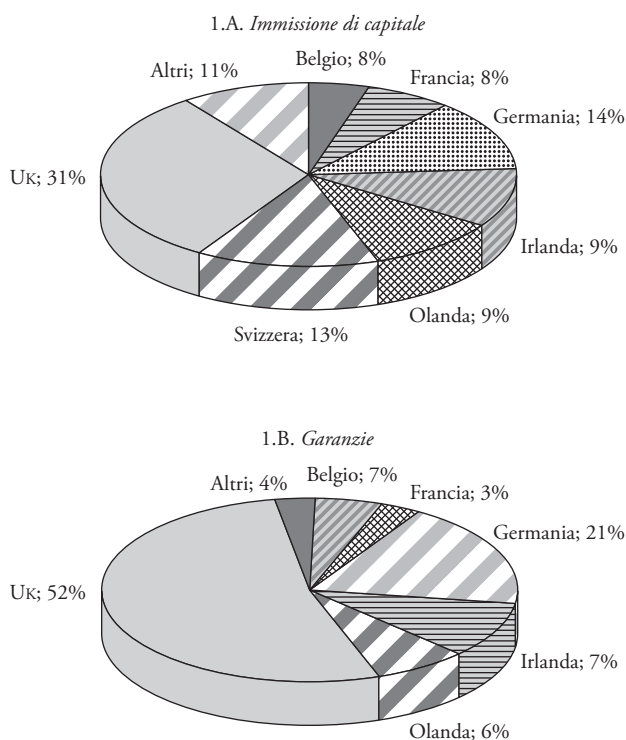


FIG. 1. Distribuzione delle misure di salvataggio adottate dai paesi europei.

Fonte: Mediobanca.

Si noti il peso assolutamente prevalente del Regno Unito: un terzo del capitale e oltre la metà delle garanzie fornite sulle passività bancarie. Inoltre, nei paesi dell'area dell'euro, solo l'Irlanda fra i cosiddetti paesi periferici ha assorbito una quota rilevante dei fondi complessivi (soprattutto se rapportata al peso del paese in termini di PIL) mentre gli interventi più consistenti sono stati realizzati in Francia, Germania, Belgio e Olanda.

Le differenze peraltro non derivano solo dal diverso impatto della crisi finanziaria sui vari sistemi bancari, ma anche da diverse scelte di policy operate dai singoli governi. Nonostante gli appelli al coordinamento della Commissione europea, ciascun paese ha preferito soluzioni nazionali o perché fuori dall'Unione (la Svizzera) o perché fuori dalla moneta unica (il Regno Unito). Neppure però all'interno di Eurolandia le soluzioni sono state uniformi, non solo per il diverso impatto immediato della crisi (modesto ad esempio nella fase iniziale in Italia) ma soprattutto perché la frammentazione dei sistemi di vigilanza accentuava le asimmetrie informative e impediva una compiuta valutazione da parte del mercato della situazione delle varie banche. Ciascuno cioè, anche all'interno di Eurolandia, ha preferito lavarsi i panni sporchi in famiglia, giustificando il commento di Mervyn King (2008) secondo cui le banche sono internazionali e globali quando sono vive e vegete, ma rigidamente nazionali in punto di morte.

Il più grande salvataggio della storia bancaria non doveva essere senza contropartite: innanzitutto, una immediata, l'impegno delle banche che ricevevano sussidi diretti a non ridurre il credito all'economia, quindi ad evitare il temuto *credit crunch* che segue molto spesso le crisi. Nel medio periodo, l'impegno a realizzare un quadro regolamentare completamente nuovo e davvero adeguato alle complessità delle moderne modalità di funzionamento.

Nella comunità finanziaria internazionale, nonostante il panico di quei mesi, era ancora diffuso il convincimento secondo cui la crisi altro non era che uno dei tanti episodi di instabilità che caratterizzano la crescita dei sistemi finanziari: una prova di vitalità piuttosto che di debolezza, che sarebbe stata superata grazie alla capacità innata del mercato di trovare nuovi punti di equilibrio. Il quadro regolatorio, a tutto concedere, doveva essere migliorato marginalmente, ma certo non modificato alla radice.

Di parere diametralmente opposto erano le autorità. Lo scontro in atto è sintetizzato dalla seguente frase posta in premessa al rapporto del Financial Stability Board del settembre 2009: «In recent months, expectations have taken hold in some parts of the private financial sector that the financial and regulatory system will remain little changed from its pre-crisis contours. These expectations – that business will be able to go on just as before – need to be dispelled».

Il rapporto del FSB veniva presentato al G20 di Pittsburgh che ne approvava le linee fondamentali e inoltre dava mandato al Fondo monetario

di redigere un rapporto «with regard to the range of options countries have adopted or are considering as to how the financial sector could make a fair and substantial contribution toward paying for any burden associated with government interventions to repair the banking system» (FMI, 2010).

Si delineava così una strategia su due piani: una radicale riforma del quadro di regolamentazione e supervisione e qualche forma di imposizione fiscale che consentisse di far pagare in via ordinaria alle banche anziché ai contribuenti il costo dei salvataggi. Dare conto delle proposte esula dai fini di questo articolo. Basti ricordare che le linee principali del documento del FSB erano le seguenti:

- Sostenere una sostanziale revisione delle regole sul capitale minimo che si erano dimostrate assolutamente inadeguate rispetto ai rischi effettivamente sopportati dalle banche. Dunque, inasprimento dei coefficienti di ponderazione per il rischio (*in primis* per l'attività di trading sui mercati), introduzione di un coefficiente massimo di indebitamento, riforma radicale del modo con cui viene considerato il rischio di liquidità;

- Introdurre forme speciali di regolamentazione (in termini di capitale minimo e di supervisione) per le istituzioni finanziarie «sistematicamente rilevanti», cioè capaci di generare effetti a catena di natura sistemica nella trasmissione delle crisi;

- Contemporaneamente, sempre per le stesse istituzioni, realizzare procedure di risoluzione delle crisi capaci di assicurare che «all financial institutions can be resolved safely, quickly and without destabilising the financial system and exposing the taxpayer to the risk of loss» (FSB, 2010);

- Rafforzare la vigilanza sul sistema finanziario, in particolare accentuando l'enfasi su quella di carattere macro-prudenziale;

- Ridurre il potenziale destabilizzante dei mercati *over-the-counter*, in cui converge la larga maggioranza degli scambi di strumenti, come i derivati, che hanno raggiunto dimensioni multiple del PIL mondiale;

- Eliminare le distorsioni degli incentivi che hanno impedito di valutare adeguatamente la rischiosità delle operazioni di *securitisation* (il che comprende anche una revisione delle norme e delle prassi delle agenzie di rating);

- Migliorare la *corporate governance* delle banche ed eliminare le distorsioni dei sistemi di determinazione dei compensi dei massimi dirigenti bancari;

- Introdurre vigilanza e regole per la parte di sistema finanziario non regolamentata che è stata una delle cause della crisi e che è stata definita *shadow banking system*, cui il FSB ha lavorato a partire dal G20 di Seoul di novembre 2010; vale la pena di ricordare che lo *shadow banking system* è definito come «credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system» (FSB, aprile 2011);

Come se non bastasse, il rapporto già citato del FMI, proponeva di introdurre un regime di tassazione speciale per le banche, che avrebbe dovuto in qualche modo compensare la collettività del rischio di salvataggi futuri. In particolare, veniva proposta un'imposta speciale considerata migliore di quella sulle transazioni finanziarie suggerita da molti. Il Fondo monetario suggeriva di costituire il fondo per la risoluzione delle crisi con un'imposta che potesse in qualche modo misurare il contributo di ciascuna banca al rischio sistemico. Veniva cioè proposta l'istituzione di una

– «Financial Activities Tax» (FAT), levied on the sum of profits and remuneration of financial institutions, could raise significant revenue and be designed to serve a range of purposes.

Non solo. Nei due principali paesi responsabili della crisi, cioè gli Stati Uniti e il Regno Unito si apriva un ampio dibattito sulla necessità di tornare a forme di separazione fra l'attività bancaria che svolge funzioni di pubblico interesse (il servizio di pagamenti, la raccolta di depositi e i prestiti all'economia) da quella più rischiosa. Il dibattito è stato promosso da un personaggio autorevole come Paul Volcker, sotto la cui guida venne redatto un importante rapporto (Gropup of Thirty, 2009) e dal nuovo presidente della FSA, Adair Turner (The LSE Report, 2010). Nel Regno Unito, si arrivava a nominare una commissione indipendente, che ha presentato prima un rapporto preliminare e poi uno definitivo su come realizzare un sistema bancario più stabile e più competitivo (Vickers Report, 2011). Entrambi mettevano in evidenza la necessità di tracciare una linea di demarcazione fra *utility banking* e *casino banking* (i termini usati da Lord Turner) allo scopo di evitare che la seconda forma di attività mettesse in pericolo la prima e soprattutto per evitare salvataggi in futuro delle componenti della finanza più rischiose e meno utili socialmente.

3. A che punto è la crisi

La strategia delle autorità e dei governi non ha dato i risultati sperati perché la ripresa dell'attività produttiva è stata molto più debole del previsto e soprattutto perché la crisi, che era inizialmente concentrata nel settore bancario, si è estesa al settore pubblico e da questo ha retroagito ancora al settore bancario, dando luogo ad un pericoloso circolo vizioso, che non si è riusciti finora ad arrestare.

La crisi finanziaria ha ovunque fatto peggiorare vistosamente i conti pubblici, per effetto dei sussidi ricordati al paragrafo precedente, degli stimoli all'economia posti in essere e della caduta del reddito, che ha ridotto le imposte e dunque le entrate correnti. Il peggior scenario possibile per la finanza pubblica. L'effetto della crisi è sintetizzato nella figura 2 che indica il debito pubblico lordo dei principali paesi in percentuale del PIL. Per approfondire i problemi che verranno discussi fra poco, la figura distingue i paesi avanzati

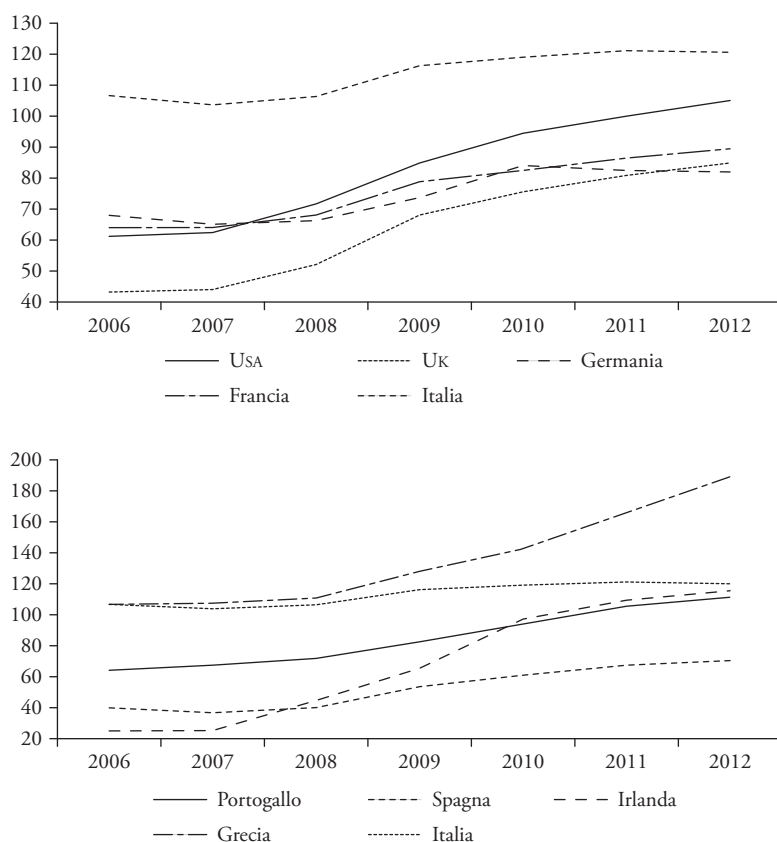


FIG. 2. Debito pubblico dei principali paesi in percentuale del Pil.

Fonte: International Monetary Fund, Fiscal Monitor.

(grafico superiore) da quelli europei periferici (grafico inferiore). L'Italia è indicata in entrambe le sezioni (fig. 2).

Come si nota, dopo la crisi il debito pubblico è esploso ovunque: l'Italia che fra i paesi avanzati presentava valori doppi rispetto alla media degli altri quattro, ha avuto il merito di registrare l'aumento più contenuto, cosicché la sua posizione oggi appare assai meno anomala, anche se comunque il livello del debito è ancora di gran lunga superiore ai tre grandi paesi europei. Degno di nota, comunque, il caso del Regno Unito, che prima della crisi aveva un debito pubblico di poco superiore al 40% del Pil e che ha visto raddoppiare il valore nel giro di soli quattro anni.

La figura 3 indica la posizione dei paesi periferici. Si nota che il livello di debito dell'Italia è stato raggiunto rapidamente dal Portogallo e dall'Irlanda:

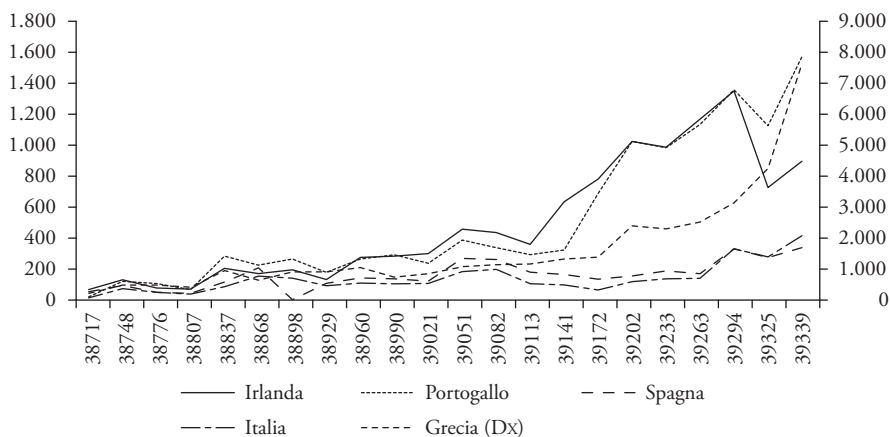


FIG. 3. Spread a due anni rispetto ai tassi tedeschi per i principali paesi europei.

Fonte: International Monetary Fund. Base statistica online.

quest'ultima prima della crisi appariva addirittura come il paese più «virtuoso» d'Europa dal punto di vista delle finanze pubbliche. Appare anche in tutta evidenza che il debito greco sembra ormai fuori controllo¹. Infine, fra tutti i paesi considerati, la Spagna è l'unico paese in cui il debito pubblico, pur crescente, è ancora largamente inferiore al resto d'Europa.

L'aumento del debito pubblico ha determinato nei mercati crescente incertezza sulla sostenibilità del debito, aggravata da un quadro congiunturale negativo, che si rifletteva negativamente sulla variabile cruciale dal punto di vista dell'equilibrio di lungo periodo, vale a dire la differenza fra il tasso di interesse medio sul debito in essere e il tasso di crescita dell'economia².

Il problema del rischio sovrano è emerso prepotentemente con la crisi dei paesi periferici a partire dal 2010 e nell'estate del 2011 con la disputa nel Congresso americano che ha rischiato di bloccare la spesa federale, con conseguenze disastrose per le finanze pubbliche. Negli ultimi due anni è cioè emerso con drammatica evidenza che anche i grandi stati dell'occidente, non solo i paesi emergenti come accaduto finora, possono trovarsi in difficoltà. Una volta superata l'*impasse* del Congresso americano, i timori si sono concentrati sull'area dell'euro, che appariva sempre più incapace di trovare una

¹ Basti osservare che a settembre 2011 la stima del Fondo per il debito greco dell'anno è pari al 166% del Pil, quasi trenta punti in più del dato previsto dallo stesso Fondo solo un anno prima (139,3). È la misura più impietosa di quanto ottimisti fossero i piani approntati dal momento in cui la crisi greca è esplosa e soprattutto di quanto fosse sottovalutata la caduta del reddito conseguente ad un'ondata senza precedenti di tagli e sacrifici.

² In particolare, per stabilizzare il rapporto fra debito e prodotto interno lordo, occorre un surplus primario (al netto degli interessi) pari a $s - (r - \gamma/1 + \gamma)d$ dove r è il tasso di interesse medio, γ il tasso di crescita dell'economia e d il rapporto fra debito e Pil.

soluzione credibile all'eccesso di debito dei paesi periferici. I premi al rischio richiesti dal mercato, cioè gli spread, sono aumentati vertiginosamente, in parallelo con il *downgrading* da parte delle agenzie di rating. Il grafico seguente sintetizza l'andamento degli spread per i principali paesi (fig. 3).

Come si nota, i paesi si dividono ormai in tre gruppi: la Grecia che appare totalmente fuori controllo, con spread che a dicembre 2010 hanno superato i 1.000 punti base, crescendo poi fino agli attuali 7.000; Irlanda e Portogallo che hanno superato la fatidica soglia dei 1.000 punti base a maggio 2011 e da allora, pur con qualche fluttuazione, non mostrano significative inversioni di tendenza. Infine Spagna e Italia che nel giro di meno di due anni sono arrivate a superare il muro dei 400 punti base. È significativo il peggioramento relativo dell'Italia rispetto alla Spagna avvenuto nel corso dell'estate ed attribuito in particolare ai ritardi e alle incertezze della manovra economica messa a punto dal governo Berlusconi (Boeri, 2011).

Di conseguenza, il mercato dei titoli pubblici europei, e di Eurolandia in particolare, è oggi dominato da paesi che subiscono spread particolarmente elevati. Come ha messo in evidenza il FMI nel suo ultimo rapporto³, mentre fino a maggio del 2010, nel mercato dei titoli pubblici dell'area dell'euro solo il 5% era costituito da titoli ad alto spread e quindi alto rischio (considerando come tali quelli che superano la soglia di 200 punti base), a settembre 2011, la percentuale era salita al 46% (ai paesi della fig. 3 bisogna aggiungere il Belgio).

Il peggioramento della situazione rendeva sempre più evidente che si imponeva una soluzione drastica. Dall'inizio della crisi, autorevoli economisti (per l'Italia, Luigi Spaventa 2008) avevano sostenuto la necessità di emettere dei titoli speciali, garantiti dall'intera Unione europea e di offrirli alle banche in sostituzione dei titoli a rischio, come avevano fatto gli Stati Uniti dopo la crisi del debito sovrano degli anni Ottanta. Altri sostenevano che era possibile tagliare direttamente il valore del debito greco (e magari in misura minore quello di altri paesi) senza per questo provocare il cataclisma temuto. Ognuna di queste strade presentava però due problemi: determinava un costo immediato e sensibile per le banche (soprattutto per quelle dei paesi creditori, a cominciare dalla Francia e dalla Germania) e richiedeva una concordia di intenti a livello internazionale e una coesione politica superiori alle capacità dei governi europei in carica.

Ogni ipotesi di ristrutturazione del debito dei paesi periferici è stata così continuamente rinviata, seguendo le pressioni esercitate soprattutto dalle banche e dall'Institute of International Finance che rappresenta la voce ufficiale in campo internazionale. Solo a fine luglio l'istituto (presieduto da Joseph Acker-

³ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, October 2011.

mann, il capo di Deutsche Bank) ha concesso una ristrutturazione del debito greco che comportava perdite per le banche stimate nel 21% (secondo alcuni analisti, in realtà anche meno). Ancora una volta, l'intervento è stato considerato *too weak too late*: in quel momento i mercati stimavano una probabilità di rimborso non superiore al 50%, cioè più del doppio di quella concordata. Lungi dal rassicurare i mercati, il pacchetto di luglio ha dato origine all'estate più calda sui mercati finanziari di Eurolandia dall'introduzione della moneta unica. Stessa sorte ha avuto il più severo piano concordato a fine ottobre, che comportava una riduzione del valore del debito del 50%, cioè quella che forse sarebbe stata sufficiente tre mesi prima. Ma nei mercati di oggi un trimestre può essere un'era geologica.

Per tutta l'estate si è così assistito al paradosso di una buona metà del sistema bancario internazionale che scommetteva e faceva pingui profitti sulle disgrazie dell'altra metà. Una autentica battaglia che aveva la Grecia come epicentro e che qualcuno ha battezzato «Acropolis Now» in omaggio a Francis Ford Coppola. Come nel film ogni mattino all'apertura dei mercati c'era qualche generale-banchiere che contemplava i disastri del bombardamento e diceva: «Mi piace l'odore del napalm al mattino».

4. Dal debito pubblico alle banche

Inevitabilmente, il contagio si è esteso dal settore pubblico al sistema bancario europeo. Uno studio promosso dalla BRI (Committee on the Global Financial System, 2011) ricorda che l'aumento della rischiosità del debito pubblico ha ben quattro effetti negativi sulle banche: in primo luogo ha un impatto negativo sul conto economico perché comporta perdite sul portafoglio titoli, che sono immediate per quelle che devono essere contabilizzate ai valori di mercato; in secondo luogo, riduce il valore delle garanzie che possono essere usate per ottenere fondi dalla banca centrale o sul mercato interbancario; inoltre comporta *downgrading* delle banche (a motivo della maggior rischiosità del loro attivo) e quindi costi di raccolta superiori, in particolare sul mercato interbancario; infine, riduce il valore delle garanzie esplicite ed implicite prestate dal settore pubblico.

Il primo canale ha effetti particolarmente gravi perché in tutti i paesi i titoli pubblici rappresentano una quota elevata dell'attivo delle banche e, quel che è peggio, del loro patrimonio. Con l'unica eccezione del Regno Unito e dell'Irlanda, in tutti i paesi i titoli pubblici nazionali rappresentano più del 100% del patrimonio dell'intero sistema bancario (Davis, 2011). Non è un dato sorprendente se si considera che per decenni i titoli in questione sono stati considerati l'attività *risk-free* per eccellenza e il perno della loro gestione di liquidità.

Il peggioramento del quadro relativo al debito pubblico ha agito negativamente sulle banche, agendo lungo i quattro canali di trasmissione prima ricordati. In particolare, le banche hanno subito un improvviso deterioramento

della redditività di base (cioè il margine di interesse) a causa dell'aumento del costo della raccolta. Questo effetto è stato particolarmente forte per le banche con un ampio *funding gap*, cioè con un portafoglio di prestiti inferiore alla raccolta al dettaglio, vale a dire le banche maggiori e quelle con più ampia presenza internazionale.

La diagnosi sulla situazione delle banche europee si è quindi sdoppiata. Da un lato, gli ottimisti (al cui partito si sono iscritti subito tutti i banchieri e le loro lobby) che sostenevano che le banche erano robuste anche perché avevano effettuato uno sforzo significativo in termini di aumento del capitale, che aveva portato al raggiungimento dei requisiti di Basilea-3 con largo anticipo rispetto alla data ultima del 2016 prevista. D'altro lato, gli scettici che osservavano che il livello di capitale non era comunque adeguato ai nuovi scenari sfavorevoli che si stavano profilando, soprattutto in considerazione del fatto che l'Europa non sembrava in grado di arrestare il contagio dai paesi periferici con una crisi strutturale a quelli più grandi come Italia e Spagna.

La situazione era peggiorata dalla già citata opacità dei bilanci bancari delle principali banche europee che impediva una chiara valutazione della reale solidità delle banche ed alimentava l'incertezza. Negli Stati Uniti, il problema era stato risolto nel 2009 con uno stress test condotto dalla banca centrale che aveva sostanzialmente rassicurato i mercati. L'Europa ha risposto solo l'anno successivo con un analogo esercizio realizzato dal comitato dei regolatori europei, che dava risultati deludenti, tanto che molte delle banche irlandesi e spagnole «promosse» a giugno, dovevano essere oggetto di interventi di salvataggio pochi mesi dopo. La riforma europea della vigilanza portava alla creazione dell'European Banking Authority che nel luglio 2011 conduceva un altro stress test che dava un grande contributo in termini di trasparenza, perché per la prima volta si poteva conoscere l'esposizione per paese e per scadenze delle principali 90 banche dell'Unione. Dal punto di vista patrimoniale, il risultato sembrava incoraggiante. Solo 8 banche non raggiungevano il 5% nel rapporto fra Core Tier 1 (Cr1) e totale delle attività ponderate per il rischio, mentre 16 si collocavano nell'intervallo abbastanza sicuro fra il 5 e il 6%.

Il test è risultato rigoroso, molto di più di quello del 2010, per almeno tre motivi. Perché si fondava su ipotesi abbastanza pessimistiche dello scenario economico futuro. Perché era basato su una definizione di capitale bancario molto più restrittiva (e sensata) di quella adottata da alcune autorità di vigilanza europea e dunque molto più idonea a fornire una misura della reale robustezza patrimoniale di ogni banca. Ma soprattutto perché forniva un'informazione dettagliata e senza precedenti sui rischi effettivi di ciascuna banca, disaggregati per paese, categoria di debitori, scadenze.

Erano quindi infondate le critiche di coloro che avrebbero voluto ipotesi molto più restrittive sul valore dei crediti posseduti dalle banche. L'autorità europea ha infatti fornito al mercato una specie di scatola di montaggio in cui

ciascuno è stato messo in grado di effettuare le simulazioni giudicate più opportune, soprattutto per quanto riguarda lo spinoso problema del debito dei paesi da tempo nell'occhio del ciclone (Grecia, Irlanda e Portogallo) e quelli presi di mira successivamente come Italia e Spagna.

Dall'esercizio di luglio dell'EBA emergevano due segnali forti e chiari. Innanzitutto i dati dimostravano che se non si stendeva al più presto un cordone sanitario intorno a Grecia, Irlanda e Portogallo, la crisi si sarebbe inevitabilmente allargata all'intero continente con conseguenze drammatiche per l'euro e l'intero sistema bancario, compreso quello di Germania, Francia e Regno Unito.

Risultava infatti che l'esposizione delle banche nei confronti dei governi di Grecia, Irlanda e Portogallo era di 132 miliardi, per almeno la metà concentrati nei rispettivi sistemi bancari. Per contro, l'esposizione verso i titoli pubblici di Spagna e Italia era un multiplo di quella cifra: rispettivamente, 289 e 265 miliardi ed era molto più ramificata all'intero continente. Infine, l'esposizione complessiva, che include cioè anche i crediti interbancari, faceva salire le cifre precedenti di 75 miliardi per i primi tre paesi e oltre 500 per Spagna e Italia. Dunque, non solo l'esposizione complessiva verso Spagna e Italia superava di gran lunga il trilione di euro, ma era anche costituita da una rete così estesa di interconnessioni, che rendeva estremamente probabile che la crisi si propagasse come in un'epidemia senza controllo.

I dati sull'esposizione dei paesi periferici dimostravano che un default controllato era possibile e sostenibile dalle banche europee. Uno studio di Goldman Sachs (2011) stimava che una riduzione significativa del valore del debito (60% per la Grecia; 40% per Portogallo e l'Irlanda) avrebbe richiesto di immettere nel sistema bancario europeo circa 25 miliardi di euro per continuare a rispettare gli attuali parametri di patrimonio. Si trattava di un puro esercizio contabile, ma che dimostrava che la terapia aggressiva poteva essere sopportata dal paziente: lo sforzo ulteriore di ricapitalizzazione era la metà di quello realizzato nei mesi precedenti allo stress test.

In altre parole, il grande contributo di trasparenza fornito dalla nuova autorità europea inchiodava i governi alle proprie responsabilità, perché metteva in evidenza che era possibile una soluzione negoziata fra creditori e debitori (come avviene in ogni crisi finanziaria, privata o sovrana che sia). Ciò avrebbe consentito di riportare il debito dei paesi periferici ad un livello sostenibile e avrebbe con tutta probabilità bloccato il contagio verso i paesi più grandi.

Come si è già detto, pochi giorni dopo lo stress test, la decisione europea fu ancora una volta inadeguata alla gravità dei problemi: si preferì puntare soprattutto sull'imposizione di tagli al debito dei paesi fiscalmente meno virtuosi, fra cui ormai era entrata a pieno titolo l'Italia. Per salvaguardare in modo miope gli interessi delle banche dei paesi creditori si è così ripetuta l'ottusa determinazione con cui i paesi vincitori della prima guerra mondiale

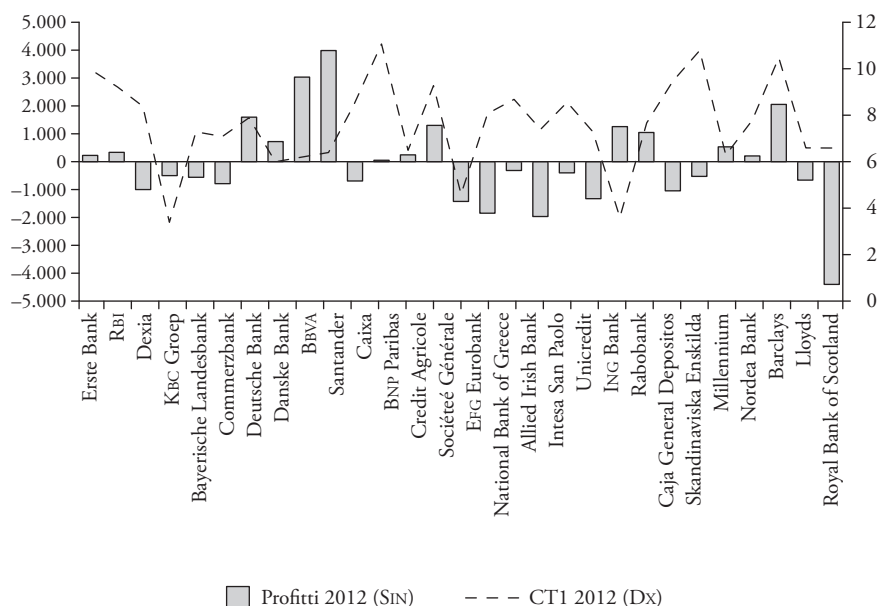


FIG. 4. Rapporto Ct1 e profitti dopo tasse nello scenario avverso 2012.

Fonte: European Banking Authority.

imposero alla Germania pesanti e impossibili riparazioni, facendo crollare la repubblica di Weimar e gettando i tedeschi nelle braccia di Hitler. Il paragone è forse troppo pessimista, ma come dicono gli inglesi, la storia non si ripete, ma spesso è scritta in rima.

Il secondo segnale forte e chiaro degli stress test era che esisteva un preoccupante elemento di debolezza delle banche europee sul piano della redditività di base (Onado, 2011). L'EBA forniva infatti importanti informazioni anche sui margini di interesse, sui costi di provvista e sui profitti dopo tasse. Guardando a questa parte dell'esercizio, largamente ignorato dai commenti di banchieri e analisti, il quadro forniva indicazioni molto più preoccupanti di quelle emerse dallo stress sul patrimonio. Il grafico seguente, riferito alle prime 30 banche (quelle sottoposte ad analisi semestrale da parte dell'EBA) confronta appunto i risultati in termini di adeguatezza del patrimonio (il cosiddetto Core Tier1 o Ct1) e di profitto dopo tasse nello scenario avverso 2012 (fig. 4).

Il grafico dimostra che dal punto di vista della redditività, lo scenario 2012 è molto peggiore: mentre nel 2010 solo poche banche avevano registrato una perdita (due irlandesi e due britanniche) nello scenario avverso del 2012 ben 12 prevedevano un risultato netto negativo e almeno 5 vedevano ridursi praticamente a zero la loro redditività. Inoltre, molti istituti primari come Rbs, le

banche italiane e quelle tedesche (con l'eccezione sorprendente di Deutsche Bank) prevedevano perdite significative e quelle francesi (esclusa SocGen) profitti pressoché nulli.

Ovviamente, perdite e accantonamenti spiegano una parte notevole dei risultati, ma non bisogna trascurare la caduta della redditività derivante dall'intermediazione tradizionale espressa dal margine di interesse. Nello scenario avverso, solo Deutsche Bank prevedeva un risultato superiore in valore assoluto a quello del 2010 (un sorprendente +22%). Tutte le altre banche prevedevano diminuzioni fino a valori preoccupanti, come il -75 e -52% delle due banche irlandesi. In un settore in cui i costi fissi sono elevati e rigidi verso il basso, una diminuzione in valore assoluto dei ricavi netti derivanti dell'intermediazione tradizionale può minacciare, anche in modo permanente, la redditività complessiva e quindi ridurre la capacità di attrarre capitali nel lungo periodo.

La causa principale della diminuzione dei margini di interesse va ricercata nell'aumento dei costi di provvista⁴. La cosa non sorprende, se si considera che sempre grazie agli stress test sappiamo che le 90 banche avevano nel complesso 8,2 trilioni di euro di passività all'ingrosso (più o meno il Pil di Eurolandia), 4,8 dei quali con scadenza inferiore a 24 mesi e 2,7 entro i 3 mesi. Come afferma l'ultimo Financial Stability Report della Bce, «i costi di provvista sono divenuti uno dei principali fattori di vulnerabilità del settore bancario durante la crisi finanziaria» (ECB, 2011).

Insomma: capitali robusti e profitti traballanti, era il messaggio degli stress test. Detto in altri termini le banche europee erano in grado di assorbire uno shock *una tantum* (nel senso letterale latino del termine, non in quello del fisco italiano) derivante dalla ristrutturazione del debito dei paesi periferici, ma apparivano molto fragili rispetto ad uno scenario di prolungata crisi del debito sovrano, perché ciò avrebbe spinto i costi di raccolta a livelli difficilmente sopportabili.

5. I tentativi di soluzione europea e le resistenze delle banche

La crisi europea ha avuto l'effetto di bloccare le riforme strutturali del sistema bancario mondiale. Già in primavera, il Fondo monetario internazionale lamentava che la costruzione del nuovo quadro normativo fosse troppo lenta rispetto alle esigenze, in un capitolo del Rapporto sulla stabilità finanziaria

⁴ Lo stress test rivela che nel 2010 la media (non ponderata) dei costi di provvista delle 30 banche era di 179,5 punti base, con un'ampia dispersione (meno di 100 per Barclays e Deutsche Bank fino a un massimo di 290 per Bayerische Landesbanken). Nello scenario avverso, la media sale a 331,1 (un aumento dell'84,4%) con un minimo di 168 per Nordea Bank e un massimo di 446 per Bayerische Landesbanken. È interessante notare che il fenomeno è generalizzato: il coefficiente di variazione (deviazione standard diviso la media) diminuisce da 0,26 a 0,17.

significativamente intitolato «il sistema bancario mondiale: non è stato fatto abbastanza» (FMI e GFSR, Aprile 2011).

In effetti, i più importanti e significativi passi in avanti sono stati da un lato la definizione del nuovo livello di supervisione macroprudenziale negli Stati Uniti nel Regno Unito e in Europa e dall'altro l'accordo sui nuovi criteri sul capitale minimo delle banche (cosiddetto Basilea 3) che hanno rimediato ai numerosi difetti impietosamente messi a nudo dalla crisi finanziaria. Va anche detto che su questo fronte le autorità dei vari paesi hanno premuto con ogni mezzo sulle banche per aumentare i livelli di capitale fin dall'anno in corso, anticipando così le scadenze (diluite fino al 2016) previste dal nuovo quadro regolamentare. È stato un bene, perché solo grazie a questo le banche europee hanno potuto superare in modo complessivamente favorevole lo stress test di luglio, almeno dal punto di vista patrimoniale.

Per tutti gli altri aspetti, il dibattito è rimasto bloccato o sulla definizione delle norme generali o (è il caso degli Stati Uniti) sui fondamentali dettagli regolamentari della riforma-quadro è stata approvata nell'estate del 2010. L'emergenza dell'estate, come sempre, ha cancellato le riforme strutturali dall'agenda dei vertici di governo.

Ogni modifica normativa è stata puntualmente e pervicacemente contrastata dalle banche e dalle loro associazioni di categoria, sulla base del fatto che le nuove norme o avrebbero aumentato indebitamente i costi dell'attività bancaria e in particolare del costo del capitale oppure avrebbero comportato significative riduzioni dei volumi scambiati (e dell'innovazione ad essa collegata) o qualsiasi combinazione delle due cose.

Da questo punto di vista, il contrasto rispetto ai processi di riforma seguiti alle grandi crisi degli anni Venti e Trenta del secolo scorso non potrebbe essere più profondo. L'è c'era un sistema finanziario sotto accusa e un sistema politico capace di imporre una profonda revisione del quadro regolamentare. Qui un sistema finanziario che non sembra capace di autocritica: all'inizio del 2011 il capo di una delle più importanti banche inglesi è arrivato ad affermare che «il tempo del rimorso è finito» (Financial Times, 11 gennaio 2011).

La politica di oggi non ha neppure cavalcato in modo sistematico le manifestazioni di indignazione popolare che, al di là del populismo sempre presente in queste circostanze, testimoniano di un profondo risentimento della collettività contro i soggetti considerati come i principali responsabili della crisi. Ci si è limitati a dichiarazioni tanto bellicose quanto prive di reali prospettive di realizzazione su misure eccezionali di tassazione delle banche (proprio nel momento in cui i profitti sono ai minimi), sull'opportunità di introdurre una *Tobin tax* sulle transazioni finanziarie (senza il coordinamento internazionale indispensabile per questo tipo di misura) o a provvedimenti di pura facciata come il bando delle vendite allo scoperto, nell'illusione di frenare la speculazione.

In definitiva, nel processo di riforma del sistema finanziario la leadership è stata assunta dalle autorità di regolamentazione e non dalla politica, diversamente da quanto era avvenuto nel periodo compreso fra le due guerre. Anche le indagini parlamentari condotte negli Stati Uniti, secondo la prassi americana sono state giudicate molto meno incisive dei famosi Pecora Hearings seguiti alla Grande Crisi⁵.

Il motivo è che (Johnson, 2009) neppure la crisi finanziaria più grave della storia ha potuto intaccare il nesso strettissimo fra mondo finanziario e mondo politico che si è stabilito nei principali paesi (e soprattutto negli Stati Uniti secondo l'autore) negli ultimi trenta anni. Anzi, come egli nota, «la prima età dell'oligarchia bancaria finì con le leggi di riforma concepite come la risposta alla Grande Depressione», mentre oggi il potere delle lobby bancarie non è stato sostanzialmente intaccato, a dimostrazione di quanto sia radicato ormai il nesso fra banche e politica e di quanto i banchieri si sentano ancora protetti dalla sindrome del *too big to fail*.

Il giudizio politico di Simon Johnson è che a partire dagli anni Ottanta è avvenuta una sorta di «golpe silenzioso» (di qui il titolo dell'articolo) in base al quale il sistema finanziario, accreditandosi come lo strumento capace di creare un clima di crescita continua e robusta, ha poco a poco radicato il convincimento che «ciò che fa bene a Wall Street fa bene agli Stati Uniti», modificando il vecchio motto che vedeva la General Motors, quindi l'industria, al centro dei rapporti fra mondo economico e mondo politico. Poiché l'espansione sembrava non aver fine e il benessere della popolazione dipendeva sempre più dalla crescita della finanza (e del credito immobiliare), nessun politico ha osato per lunghi anni mettere in dubbio quel modello. Anzi, sia il presidente della FED, Alan Greenspan, sia il presidente Bush continuavano a ripetere «metronomically» che l'eccezionale sviluppo di titoli complessi e strumenti come i *credit default swap* era una prova della robustezza del sistema finanziario e della sua capacità di distribuire i rischi in modo efficiente⁶.

Il nesso era troppo forte perché la crisi, per quanto grave, potesse spezzarlo: non sorprende quindi che le misure più complesse e più radicali siano rimaste allo stadio embrionale per essere accantonate, non si sa per quanto tempo, dall'emergenza del 2011. Eppure nel dibattito iniziale sulla riforma

⁵ «The modern hearings – while they have uncovered some information and brought some catharsis – have lacked the laser-like probe that Pecora's incisive style provided» («Financial Times», 25 maggio 2010).

⁶ «A whole generation of policy makers has been mesmerized by Wall Street, always and utterly convinced that whatever the banks said was true. Alan Greenspan's pronouncements in favor of unregulated financial markets are well known. Yet Greenspan was hardly alone. This is what Ben Bernanke, the man who succeeded him, said in 2006: "The management of market risk and credit risk has become increasingly sophisticated. Banking organizations of all sizes have made substantial strides over the past two decades in their ability to measure and manage risks", p. 6.

erano emersi molti aspetti che hanno dimostrato che il problema non è solo quello di definire regole più rigorose, ma di rivedere dalle fondamenta i presupposti teorici e operativi che hanno guidato la grande evoluzione finanziaria degli ultimi tre decenni. Basta mettere in evidenza i seguenti punti:

Primo. Si è rivelata fallace l'ipotesi che l'innovazione finanziaria sia sempre e comunque fonte di benefici per il sistema dell'intermediazione e per l'economia nel suo complesso (Turner, 2010). Il presidente della FSA britannica ha affermato a chiare lettere che: «There is no clear evidence that the growth in the scale and complexity of the financial system in the rich developed world over the last 20 to 30 years has driven increased growth or stability, and it is possible for financial activity to extract rents from the real economy rather than to deliver economy value. Financial innovation and deepening may in some ways and under some circumstances foster economic value creation, but that needs to be illustrated at the level of specific effects: it cannot be asserted a priori or on the basis of top level analysis».

Più brutalmente Paul Volcker (2009), l'autore del rapporto già citato, ha dichiarato che «l'unica vera innovazione finanziaria utile degli ultimi decenni è il bancomat». Un paradosso, ma che fa riflettere.

Secondo. I rischi si sono accumulati nell'attività strettamente finanziaria che ha portato le banche ad accumulare cospicui portafogli di titoli complessi, alimentando scambi sempre più ingenti, con fondi ottenuti sul mercato interbancario. La parte più squisitamente speculativa (*casino banking*, secondo Adair Turner) ha così rischiato di compromettere, al momento in cui la crisi è scoppiata, quella veramente al servizio dell'economia (il meccanismo dei pagamenti, l'accumulazione del risparmio, il credito a famiglie e imprese), cioè l'*utility banking* (Turner Review, 2010). Se si vuole evitare in futuro che per garantire la sopravvivenza della seconda, si salvi anche la prima, con tutti i problemi di *moral hazard* che ne derivano, bisogna trovare qualche forma di separazione, anche senza arrivare alle separazioni radicali proposte da alcuni studiosi (Kay, 2010; Kotlikoff, 2010).

Terzo. Gli elevati profitti dei sistemi bancari dell'ultimo trentennio sono in larga misura il frutto di livelli crescenti di indebitamento, quindi di aumento del rischio finanziario d'impresa (Alessandri e Haldane, 2009). E una parte non secondaria della redditività di base deve essere attribuita a condizioni oligopolistiche dei mercati (nell'attività di *investment banking* in generale e nei sistemi bancari *retail* come quello del Regno Unito dove la concentrazione è aumentata significativamente, anche prima della crisi).

Crollano così almeno quattro *idola fori*, come avrebbe detto Francis Bacon, che sono stati alla base delle grandi trasformazioni del sistema finanziario internazionale degli ultimi trent'anni: in primo luogo, l'efficienza *à la* Arrow-Debreu, secondo cui quanto più i mercati sono completi, cioè quanti più contratti sono disponibili, tanto meglio è. Questo assunto ha portato ad affermare

che avere un mercato dei derivati da 600 trilioni di dollari (dodici volte il Pil mondiale) è comunque un risultato positivo. In secondo luogo, il modello dell'*universal banking*, che ha portato ad eliminare tutte le forme di separazione fra le varie forme; in terzo luogo, il mito dello *shareholder value* che ha giustificato sia politiche aziendali molto rischiose, sia livelli di remunerazione largamente superiori alle medie storiche del settore e al resto dell'economia. Infine ha mostrato crepe un altro pilastro della teoria e della prassi professionali di questi anni, l'*efficient market hypothesis*, cioè la capacità del mercato di esprimere prezzi che misurino in modo adeguato i rischi futuri, si capisce come il processo di riforma non possa limitarsi a qualche modifica per quanto incisiva, ma richieda un profondo ripensamento dei presupposti teorici su cui la regolamentazione è stata finora fondata.

Per fare un solo esempio conclusivo, basti pensare al dibattito sul livello di capitale. Il nuovo disegno degli accordi di Basilea ha previsto opportune correzioni alle lacune messe a nudo della crisi, ma ha dovuto rinviare al 2016 la piena realizzazione, peraltro anticipata nei fatti sotto la pressione dei mercati. Persino nella tempesta dei mercati di ottobre 2011 le banche hanno contrastato fieramente la decisione dell'EBA di stabilire la nuova soglia di capitale al 9%. Eppure, come dimostra un recente studio della Bank of England, anche questi livelli possono non essere sufficienti a garantire contro crisi future (Miles *et al.*, 2011). Il problema è che, come affermano Alessandri-Haldane, «we have sleepwalked into a world in which leverage of 20 or 30 times capital is the rule rather than the exception. Now is a good time to wake up. Evidence from the not-too-distant past suggests there may be less to fear from materially higher capital ratios – say, a multiple of current ratios – than some would suggest».

Ed è anche chiaro che l'eccesso di debiti non può essere smaltito senza che le banche debbano accettare costi anche significativi. Come ha sostenuto recentemente anche Raghuram Rajan (2011), economista di Chicago e dunque al di sopra di sospetti dirigisti, da questa crisi usciamo solo eliminando drasticamente una parte degli eccessi accumulati, cioè adeguando il debito alla capacità di rimborso effettivo: si tratti dei mutui ipotecari delle famiglie americane (come nel caso citato) o del debito pubblico dei paesi periferici dell'Europa.

Le cure drastiche hanno finora trovato la fiera opposizione delle banche, che preferiscono continuare a pensare che tutto potrà tornare come prima, profitti e compensi compresi. Esse contrastano anche ogni riforma strutturale che limiti gli aiuti pubblici e delle banche centrali alla componente veramente di pubblica utilità al servizio dell'economia, oggi meno della metà del bilancio di una banca. Nel Regno Unito, la sola prospettiva di una proposta in questo senso da parte di una commissione indipendente ha suscitato proteste come se si fosse attentato alle libertà costituzionali.

Diceva Billy Wilder che gli austriaci sono dei geni perché hanno fatto credere che Beethoven fosse austriaco e Hitler tedesco. I banchieri di oggi si sono rivelati ancora più astuti, almeno nel breve periodo perché hanno convinto governi e autorità di vigilanza che era necessario un salvataggio in massa (che è la causa prima dell'esplosione dei deficit pubblici) e che per il futuro sono necessari solo ritocchi al quadro regolatorio complessivo, ma non mutamenti sostanziali e tanto meno cure drastiche e (per essi) costose. Al momento in cui si chiude questo articolo (inizi di novembre 2011) sembra che questo equivoco debba essere chiarito rapidamente e forse con costi per le banche superiori a quelli che avrebbero dovuto sopportare se solo avessero opposto meno resistenze prima alle regole e ai costi relativi. Il processo di riforma forse ripartirà, ma sicuramente in condizioni ben più drammatiche.

Riferimenti bibliografici

- Alessandri P. e Haldane A. (2009), *Banking on the State*, Bank of England, November.
- Bank of England (2008), *Financial Stability Review*, April.
- Boeri T. (2011), *La Papi's tax*, in «La voce.info», 23 settembre.
- Committee on the Global Financial System (2011), *The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions*, Bis, Basel, July.
- Constâncio V. (2011), *Contagion and the European Debt Crisis*, Keynote lecture at the Bocconi University/Intesa Sanpaolo conference on «Bank Competitiveness in the PostcrisisWorld», Milan, 10 October.
- Davis M. (2011), *The Rise of Sovereign Credit Risk: Implications for Financial Stability*, in «Bis Quarterly Review», September.
- De Grauwe P. (2011), *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, in «CESIFO Working Papers», n. 3569, September.
- Diamond Says Time for Remorse Is Over*, in «Financial Times», 11 January 2011.
- Finance: A Wider Divide*, in «Financial Times», 25 May 2010.
- European Central Bank (2011), *Financial Stability Review*, June.
- Financial Stability Board (2009), *Improving Financial Regulation*, Report to G20 Leaders, 25 September.
- Financial Stability Board (2010), *Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions*, October.
- The Future of Finance. The LSE Report*, London 2010, in www.futureoffinance.org.uk.
- Goldman Sachs (2011), *Stress test II: Banks not Buckling under EBA's Stress; Focus Moving to Connectivity*, 18 July.
- Group of Thirty (2009), *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, Washington, January.

- Independent Commission on Banking (2011), *Final Report and Recommendations*, London. September (Vickers Report).
- Fisher I. (1931), ???
- Haldane A. (2011), *Risk Off*, London, Bank of England, 18 August.
- International Monetary Fund (???), *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector. Final Report for the G-20*, Washington, June 2010.
- International Monetary Fund (2011), *Global Financial Stability Report*, October.
- Johnson S. (2009), *The Quiet Coup*, in «Atlantic», May.
- John Kay J. (2009), *Narrow Banking: the Reform of Banking Regulation*, Centre for the Study of Financial Innovation, n. 88, London, September.
- Kotlikoff L.J. (2010), *Jimmy Stewart Is Dead. Ending the World's ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, New York, Wiley.
- Mediobanca (2011), *Dati cumulativi delle principali banche internazionali*, Milano, Mediobanca.
- King M. (2009), *Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House*, London, Bank of England, 17 June.
- Macroeconomic Assessment Group Established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision Report (2011), *Assessment of the Macroeconomic Impact of Higher Loss Absorbency for Global Systemically Important Banks*, October.
- Miles D.K., Marcheggiano G., Yang J. (2011), *Optimal Bank Capital*, CEPR, Discussion Paper n. 8333, April.
- Onado M. (2011), *European Stress Tests: Good or Bad News?*, in «Voxeu.org», 16 August e in <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6878>.
- Rajan R. (2011), *Why We cannot Inflate Our Way Out of Debt*, in «Financial Times», August 15.
- Rheinhardt C.M. e Rogoff K.S. (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.
- Spaventa L. (2008), *How a New Brady Bond Could Ease the Strain*, in «Financial Times», April 10.
- Turner A., *What do Banks do? Why do Credit Booms and Busts Occur and what can Public Policy do about It?*, in *The Future of Finance*, cit., cap. 1.
- The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, FSA, London, March 2009.
- Paul Volcker: Think More Boldly*, in «Wall Street Journal», December 14, 2009.
- Vickers Report, Independent Commission on Banking, *Final Report. Recommendations*, London, September 2011.

ABSTRACT: The Bankers' Fight: Against Tougher Rules. In latin: frangar non flector (J.E.L.: G01, G18)

Since the bursting of the crisis's governments and central banks intervened in an efficient and coordinated way along three lines: rescuing ailing banks with massive injections of public capital; giving a public guarantee on banks' liabilities; assuring unlimited availability of liquidity at very low interest rates. Meanwhile, preparations were made to adopt regulatory reforms necessary to make the system not only more robust but also to allow it to absorb future shocks without having to burden the public coffers or, consequently, taxpayers. This two-phase strategy failed because the second wave of the crisis, this one a crisis of sovereign debt, has blocked a process of reform that had already been to a large extent hampered by the banks, whose concern was limited to the immediate costs of the reforms. This article traces the pertinent events of the last few years and, in particular, the crisis facing the Eurozone countries, which has become the most acute problem of all. The article contends that the piecemeal decisions taken by Europe have proved systematically to be too little too late – above all because they have provided excessive protection for the interests of the banks (and in particular those of banks in creditor countries). The article concludes that, whatever the future may hold, the current problems demonstrate once again that the relevant banking regulations are in need of a profound transformation and that the drastic measures still fiercely opposed by the banks (for example, the separation of retail banking activities, economic services, and high-risk financial services) have to be given serious consideration.

KEYWORDS: Financial crisis, regulation, banks, sovereign debt, Europe.