UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

DIPARTIMENTO DI STUDI AZIENDALI E GIURIDICI

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E GESTIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

CIRCUITI DI COMPENSAZIONE ED EFFICIENTE ALLOCAZIONE DEL CAPITALE NELLE BANCHE: UNA VERIFICA EMPIRICA

Relatore:
Chiar.mo Prof. ***Mauro Camelia***

Correlatore:
Chiar.mo Dott. ***Stefano Borghi***

Tesi di Laurea di:
Margherita Bifari

ANNO ACCADEMICO 2012-2013

Abstract

This paper addresses an issue concerning the creation of compensation circuitry to help optimize liquidity in the financial system. The study was inspired by observing the deterioration of relations between the banking system and the business system as observed in the aftermath of the financial crisis that began in 2007. In a context of widespread difficulties regarding the access to credit, the provision of more binding parameters in the definition of corporate solvency, arising from the new Basel Accord (Basel III), has only exacerbated the effects of the crisis in the relationship between banks and businesses.

The thesis poses the following question: Is there a way to facilitate access to credit by economic operators, while, at the same time, minimizing improper influences of the financial system? The answer to the question can be found in the concept of a circuit, namely, the creation of a closed system of direct and indirect connections between businesses and individuals, making the economic transactions between them easier, (which would be managed by financial intermediaries using the mechanism of multilateral compensation), and permitting the generation of a higher level of protection from external events.

In the central part of the thesis, the feasibility of the implementation of a compensation circuit is tested, using data from the payments made by customers of a bank in 2012. Then the study focuses attention on the banking business and the benefits associated with the potential reduction of the absorption of capital that the compensation could help. Using the weightings for the standardized approach under Basel III, the study also quantifies the reduction of risk-weighted assets (RWA) related to the implementation of the compensation circuit.

Résumé

Ce document aborde la question concernant la création d'un circuit de compensation afin d'optimiser la liquidité dans le système financier. La composition est inspirée par l'observation de la détérioration des relations entre le système bancaire et le système d'affaires observée dans la foulée de la crise financière qui a débuté en 2007. Dans un contexte de difficultés généralisées de l'accès au crédit, la prévision de paramètres les plus contraignants dans la définition de la solvabilité des entreprises, découlant de l'Accord de Bâle (Bâle 3), n'a fait qu'exacerber les effets de la crise dans la relation entre les banques et les entreprises.

Le mémoire a posé la question suivante: y a-t-il un moyen de faciliter l'accès au crédit par les opérateurs économiques, en minimisant en même temps les influences impropres du système financier? Il est possible de trouver la réponse à la question dans l'idée de circuit, c'est-à-dire dans la création d'un système fermé de connexions directes et indirectes entre les entreprises et les particuliers, facilitant les transactions économiques entre eux (qui seraient gérées par les intermédiaires financiers en utilisant le mécanisme de la compensation multilatérale), et permettant de générer un niveau plus élevé de protection d'événements extérieurs. Dans la partie centrale de la recherche, en utilisant les données des paiements effectuées par les clients d'une banque au cours de 2012, on a été testé la faisabilité de la mise en œuvre d'un circuit de compensation. Enfin le document a focalisé l'attention sur l'entreprise bancaire et sur les avantages associés avec la réduction potentielle de l'absorption de capital que la compensation pourrait favoriser. En utilisant les pondérations prévues de l'approche standard de Bâle, la recherche a aussi quantifié la réduction des actifs pondérés (RWA) liés à la réalisation du circuit de compensation.

Indice

Introduzione 1

CAPITOLO PRIMO

CRISI FINANZIARIA E VINCOLI DI CAPITALE: UN NUOVO PUNTO DI PARTENZA CON BASILEA 3

Premessa 6

1.1 Le origini e i meccanismi di propagazione della crisi 8

1.2 Il mondo di Basilea 20

1.2.1 Le criticità di basilea 2 alla luce della recente crisi finanziaria 21

1.3 La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria: le novità introdotte con Basilea 3 29

1.3.1 La nuova definizione di patrimonio di vigilanza 30

1.3.2 Nuove misure contro la prociclicità 32

1.3.3 Il nuovo requisito di leva finanziaria 36

1.3.4 Misure per una più prudente gestione della liquidità 37

1.3.5 Una migliore copertura dei rischi di mercato e di controparte 41

1.4 La transizione a Basilea 3 e le sfide aperte per le banche 43

CAPITOLO SECONDO

LA RIFORMA DEL SISTEMA FINANZIARIO INTERNAZIONALE: UNA NECESSITÀ?

Premessa 56

2.1. Le criticità palesate dalla finanza tradizionale 58

2.1.1 Il rapporto debitore – creditore: una relazione inscindibile? 65

2.2 Cosa è propriamente la moneta? 67

2.3 Gli accordi di Bretton Woods 71

2.4 Un progetto chiamato "Europa": il cammino verso l'integrazione e la moneta unica 82

2.4.1 La moneta unica europea: quali criticità? 91

CAPITOLO TERZO

È POSSIBILE PREFIGURARE UN SISTEMA FINANZIARIO ALTERNATIVO?

Premessa 103

3.1 L'attuale crisi economico-finanziaria: quali soluzioni si possono prospettare per il suo superamento? 104

3.2 Le monete complementari: origini e successivi sviluppi 112

3.3 I circuiti di compensazione del credito: un nuovo strumento al servizio dell'economia 125

3.3.1 Il funzionamento del circuito di compensazione..... 127

3.4 I sistemi alternativi di pagamento e di credito..... 134

3.4.1 Le principali esperienze di moneta complementare in Europa 139

3.4.2 Le esperienze di moneta complementare in Italia..... 145

CAPITOLO QUARTO

LA CREAZIONE DI UN CIRCUITO DI COMPENSAZIONE ALL'INTERNO DI UNA BANCA: UNA VERIFICA EMPIRICA

Premessa..... 152

4.1 Il campione di riferimento..... 153

4.2 La creazione del circuito 155

4.3 I circuiti di compensazione e coefficiente di solvibilità: quali i possibili impatti?..... 159

4.4. Quali vantaggi del circuito per i clienti e per la banca?..... 166

Considerazioni conclusive 171

Bibliografia 176

Sitografia 180

Introduzione

La crisi finanziaria che ha preso avvio negli Stati Uniti nel 2007, ha avuto un impatto, a tratti drammatico, sia sulla stabilità dei mercati finanziari sia sulla dinamica della domanda e dell'offerta di beni e servizi (la cosiddetta "economia reale"), determinando fenomeni di povertà ed esclusione sociale che stanno sempre più coinvolgendo ampi strati della popolazione a livello mondiale.

Le stesse innovazioni che negli ultimi decenni sembravano promettere una crescita economica indefinita, sono improvvisamente diventate fattori di fragilità, di recessione e di contagio.

Affermava Keynes: la liquidità e la dissoluzione del rischio che essa in tempi normali sembra consentire, non esiste per una comunità. Questo significa che nessuna comunità, tantomeno quella finanziaria può eliminare il rischio connesso alla sua esistenza come comunità. Tuttavia, si potrebbe obiettare che è vero, essa non può eliminarlo, ma può cercare di "quantificarlo" e di "venderlo". Ma a che prezzo? Al prezzo di una procrastinazione indefinita della fine, ossia del momento del pagamento. Il prezzo della procrastinazione è un continuo rilancio dell'attività finanziaria, indipendentemente da quelle che siano le effettive esigenze di finanziamento della vita economica. Questo rilancio è fondato sulla possibilità, apparentemente sempre realizzabile in tempi normali, di evitare la liquidazione, alimentando la fiducia nella liquidità. Ma,

"*la fiducia che corrisponde alla liquidità è semplicemente una sfiducia rinviata sulla base di aspettative di crescita del sistema nel breve periodo e su una fede nelle virtù di*

stabilità del sistema nel lungo periodo. Ma di quale fede e soprattutto di quale lungo periodo stiamo parlando? Nel lungo periodo, diceva Keynes, non siamo forse tutti morti[1]*?"*

In questa prospettiva, la crisi non è soltanto un evento da descrivere o un problema da risolvere, bensì, più profondamente, un'occasione per porre con forza la questione della riforma del sistema finanziario.

Nel primo capitolo del presente lavoro, si analizzano le cause dello scoppio della recente crisi finanziaria, la quale ha reso evidenti non solo i rilevanti fattori di fragilità sistemica insiti nei sistemi finanziari, ma anche alcune importanti criticità dell'impianto regolamentare di Basilea. Ciò ha condotto ad un intenso lavoro di revisione del quadro regolamentare esistente: Basilea 3 rappresenta una tappa fondamentale, sebbene le nuove regole seguano un filo di continuità rispetto al passato e non abbiamo modificato la struttura dell'industria finanziaria e i paradigmi dominanti. Il Nuovo Accordo sul capitale introduce regole più severe, che impongono numerose sfide alle banche, con condizionamenti significativi anche sull'economia reale.

Nel secondo capitolo si illustra il ruolo svolto dalla finanza negli ultimi anni e il progressivo allontanamento della stessa dalle attività economiche. La finanza, guidata da un'ideologia di mercato crescente, ha preteso di fare mercato di una relazione sociale e umana fondamentale, quella fra debitore e creditore, rendendo così il mercato finanziario un problema non solo economico e politico, ma anche umano. Tale rappresentazione costituisce il tratto di fondo della moneta capitalistica, una merce il cui prezzo, l'interesse, si forma sui mercati monetari e finanziari. Contro tale rappresentazione della moneta, Keynes ha profuso le sue energie intellettuali lungo tutta la sua vita, in favore di una sua riforma radicale. Il lavoro di tesi intende valorizzare la sua proposta, avanzata in occasione della conferenza di Bretton Woods, relativa

[1] Amato M., Fantacci L., "*Fine della Finanza"*, Ed. Donzelli, 2009, p.75.

all'istituzione di una camera di compensazione analoga all'Unione europea dei pagamenti, ma su scala globale: l'*International Clearing Union.* Bocciata la proposta di Keynes, la conferenza di *Bretton Woods* segnò la strada che ha portato all'unificazione monetaria europea e alla nascita dell'Euro. Le criticità e le lacune di carattere istituzionale che la moneta unica ha manifestato, e il perdurare dello stato d'affanno in cui versa l'economia italiana, con pesanti riflessi sul peggioramento delle relazioni tra sistema bancario e sistema imprenditoriale, hanno indotto un numero crescente di studiosi alla ricerca di soluzioni alternative e a un ripensamento del ruolo della finanza, affinché questa possa essere maggiormente focalizzata sulla responsabilità e sulla cooperazione.

Alla luce di tali considerazioni, nel terzo capitolo si introduce la possibilità di prefigurare un sistema finanziario alternativo che possa offrire una concreta risposta alle imprese, alla luce dell'attuale crisi economica. Tale risposta potrebbe essere trovata nell'istituzione di una moneta locale complementare alla moneta unica, alla luce di importanti esperienze nel campo, già esistenti. La moneta locale, nell'ambito di un sistema di compensazione multilaterale, sarebbe in grado di rispondere alle necessità dell'economia reale. Tale progetto, supportato dalla presenza di banche di minori e medie dimensioni, permetterebbe alle economie locali di poter contare su una moneta funzionale alle proprie esigenze, riducendo il bisogno, per le famiglie e le imprese, di ricorrere a strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario.

Nel capitolo finale si procede con un'analisi empirica, sulla base del modello proposto nel terzo capitolo, al fine di dimostrare come opera il processo di compensazione e verificare la fattibilità in merito alla realizzazione di un circuito chiuso all'interno di una banca. Il lavoro, infine, focalizza l'attenzione sull'impresa bancaria e sui possibili benefici connessi alla riduzione potenziale dell'assorbimento di capitale che la compensazione potrebbe

favorire. La creazione di circuiti di compensazione contribuirebbe ad ottimizzare la liquidità presente nel sistema finanziario, garantendo una serie di importanti vantaggi ai soggetti partecipanti.

Si prospetta, così, l'evoluzione dell'attuale modello di banca commerciale a favore di un "nuovo" modello di intermediario bancario, che intende porsi ancor più al servizio dell'economia e della società, proteggendole dalle turbolenze del mondo finanziario e dai suoi meccanismi, sempre più complessi e articolati.

CAPITOLO PRIMO

CRISI FINANZIARIA E VINCOLI DI CAPITALE: UN NUOVO PUNTO DI PARTENZA CON BASILEA 3

Premessa

La virulenza della crisi che ha colpito l'economia mondiale, propagandosi da focolai inizialmente circoscritti ad alcuni segmenti del settore finanziario d'oltreoceano, ha inevitabilmente portato a chiedersi se vi fossero gravi lacune nella regolamentazione e, in particolare, nell'accordo internazionale noto come Basilea 2. In realtà, all'origine della crisi vi è un'interazione fra crescenti squilibri macroeconomici, politiche monetarie accomodanti, un'innovazione finanziaria che sembra aver superato la capacità degli operatori di gestirne le implicazioni, la naturale tendenza dei mercati a passare bruscamente da fasi di euforia e sottostima dei rischi a fasi di crollo della fiducia, il moltiplicarsi delle occasioni di contagio generata dall'integrazione economica internazionale.

> *"Certamente, l'apparato regolamentare e di supervisione del settore finanziario non è stato in grado di prevenire l'eccessiva dilatazione dei rischi o di imbrigliare lo sviluppo della crisi"*,

ha dichiarato il vicedirettore della Banca d'Italia, Giovanni Carosio, in un'audizione della Camera dei Deputati [2]. Solo i massicci interventi dei governi e delle Banche Centrali hanno impedito che venisse minato alle radici il funzionamento dell'intero settore finanziario.

Il quadro regolamentare ancora vigente non ha impedito un eccessivo accrescimento dei rischi e da ciò ne è derivato un intenso lavoro di revisione, coordinato a livello internazionale dal *Financial Stability Board* su mandato dei *Leader* del G20.

Il nuovo *framework,* come vedremo nelle prossime pagine, cerca di ovviare ai problemi dell'Accordo del 2006, irrobustendo la regolamentazione

[2] Carosio, G.,"*Indagine conoscitiva sulle problematiche relative all'applicazione dell'Accordo di Basilea 2"*, Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Giovanni Carosio, Camera dei Deputati, 11 marzo 2010.

relativa alle singole banche, cercando di coprire i rischi macroprudenziali (trascurati da Basilea 2), arginare gli effetti prociclici della normativa precedente, porre a freno la leva finanziaria e imporre un più attento controllo del rischio di liquidità.

Basilea 3 sarà a pieno regime non prima del gennaio 2019; tuttavia, sebbene programmato per essere graduale, il suo avvio sta già producendo effetti non trascurabili sul sistema bancario.

1.1 Le origini e i meccanismi di propagazione della crisi

Pur in presenza di periodici segnali di turbolenza, la crisi finanziaria internazionale del 2007 ha avuto uno sviluppo lento e per molti versi silenzioso. Esplosa negli Stati Uniti, si è estesa a tutto il mondo raggiungendo livelli di profondità e ampiezza ineguagliati dai tempi della Grande Depressione del 1929. Al di là dell'innesco costituito dal collasso dei mutui *subprime,* è opinione comune che le condizioni per lo scoppio e la diffusione globale della crisi siano il risultato combinato di una serie di cause di natura macroeconomica, microeconomica e istituzionale.

Sul piano **macroeconomico** hanno pesato gli squilibri globali delle bilance commerciali di alcuni importanti paesi e la politica monetaria eccessivamente accomodante della Banca Centrale degli Stati Uniti. L'interagire di queste componenti ha determinato una situazione di abbondante liquidità e bassi tassi d'interesse negli USA e in molti altri paesi, che ha accresciuto considerevolmente la domanda di credito, prodotto un aumento dell'indebitamento, determinato un peggioramento della qualità creditizia e alimentato la bolla immobiliare.

Il *deficit* di parte corrente della bilancia dei pagamenti statunitense è aumentato in dieci anni, tra il 1996 e il 2006, dall'1,6 al 5,9% del Pil. Tale *deficit* è il risultato di un continuo calo della propensione al risparmio americano, arrivato ad annullarsi in rapporto al reddito disponibile nel biennio 2005 - 2006.

L'espansione del credito è stata finanziata attraverso massicci afflussi di capitale provenienti dall'area asiatica e dall'OPEC, caratterizzati invece da

un crescente eccesso di risparmio sugli investimenti e di *surplus* di parte corrente[3].

Un'altra importante causa degli squilibri globali è da ricercare nella politica monetaria espansiva attuata negli Stati Uniti. La *Federal Reserve* ha reagito con fermezza alla recessione degli anni 2000-2002, conseguente allo scoppio della bolla dei titoli tecnologici e degli attentati terroristici dell'11 settembre 2001, riducendo drasticamente i tassi di interesse, portandoli in pochi mesi dal 6,5% al 3,5% (nell'agosto 2001), per giungere nel giugno 2003 all'1%, nonostante l'economia avesse ripreso, dal secondo trimestre dell'anno, a crescere rapidamente[4].

La lunga durata di questo periodo di favorevoli condizioni macroeconomiche, definito di "Grande Moderazione", unita all'innovazione finanziaria e all'ingresso sulla scena del commercio mondiale di nuovi soggetti, tra cui la Cina, hanno garantito un ininterrotto decennio di crescita, tanto da far maturare tra gli economisti la convinzione che il rischio di recessione fosse sconfitto e che si fosse entrati in una "era nuova", nella quale i *tail risk* (rischi caratterizzati da eventi improbabili ma ad alto impatto, come le conseguenze dello scoppio di una bolla dei prezzi delle attività) non si sarebbero verificati.

La permanenza di favorevoli condizioni macroeconomiche, in particolare, la bassa volatilità e il livello dei prezzi piuttosto contenuto, era stata ottenuta anche grazie alla concorrenza delle importazioni a basso costo,

[3] A differenza di quanto accaduto negli anni '90 del secolo scorso, quando gli afflussi di capitale erano rappresentati da investimenti diretti attratti dagli alti tassi di sviluppo del Pil, la liquidità ricevuta dai paesi in *surplus* a fronte delle loro esportazioni è tornata negli Stati Uniti sotto forma di flussi di capitali per l'acquisto di titoli di Stato, deprimendo i rendimenti; una parte consistente è rimasta in forma liquida a disposizione delle banche centrali dei paesi in *surplus*, impedendo al tasso di cambio del dollaro di deprezzarsi.

[4] Opinione diffusa tra gli economisti è che la Fed abbia mantenuto il livello dei tassi di interesse troppo basso troppo a lungo, negativo in termini reali per quasi tre anni. Solo verso la metà del 2004 ci fu il primo rialzo, quando l'economia era in evidente ripresa da più di un anno.

provenienti in larga parte dalla Cina, il cui tasso di cambio era agganciato al dollaro e pertanto non poteva rivalutarsi nonostante il forte *surplus* cinese.

Un elemento fondamentale, che ha consentito di mantenere per un lasso temporale lungo l'espansione monetaria degli Usa e l'aggancio della moneta cinese al dollaro, é il fatto che queste due caratteristiche si rafforzavano a vicenda. La domanda di consumi americana ha sostenuto le esportazioni, prevalentemente cinesi e, a sua volta, l'offerta a basso costo dei prodotti asiatici ha contribuito a mantenere bassa l'inflazione americana, incoraggiando la FED a mantenere un orientamento espansivo della politica monetaria. Infine, l'investimento delle riserve ufficiali dei paesi emergenti in titoli di Stato statunitensi ha consentito di ridurre i tassi di interesse a lungo termine, alimentando la liquidità globale e la crescita dei prezzi delle attività finanziarie.

I paesi in *surplus* hanno però progressivamente cominciato a diversificare le riserve valutarie e i propri investimenti finanziari a scapito del dollaro, aumentando i timori per l'insostenibilità nel medio-lungo periodo del mantenimento di elevati *deficit* di parte corrente degli USA, con conseguenti aumento del costo del debito e pressioni per un brusco deprezzamento del dollaro (*hard lending*).

Quando nel 2007 i prezzi del settore immobiliare statunitense hanno iniziato a registrare una dinamica negativa, era difficile immaginare quali conseguenze ne sarebbero derivate per l'economia mondiale.

Quando le pressioni inflazionistiche presenti nell'economia statunitense hanno indotto la FED ad adottare progressivamente una politica monetaria restrittiva a partire dalla metà del 2006, a seguito dello scoppio della bolla immobiliare dei mutui *sub-prime*, la crisi è finalmente esplosa.

Le cause di natura **microeconomica** riguardano il funzionamento dei mercati finanziari e, in particolare, delle istituzioni che vi operano e degli strumenti utilizzati. La crisi ha messo a dura prova i mercati finanziari,

mostrando le interrelazioni tra difficoltà degli stessi e quelle delle singole istituzioni attraverso meccanismi che, interagendo tra di loro, creano effetti moltiplicativi.

Il facile accesso al credito a un costo relativamente contenuto ha spinto gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati e creato incentivi per gli operatori finanziari ad adottare pratiche volte alla massimizzazione dei profitti nel breve periodo, sviluppando strumenti finanziari sempre più innovativi e complessi, che hanno favorito l'aumento generalizzato del *leverage,* la riduzione dell'avversione al rischio e una limitata percezione del rischio di default, dovuta alla diffusa sottovalutazione del rischio di credito e delle interrelazioni con i rischi di mercato.

Così, le imprese hanno accresciuto in maniera rilevante il proprio grado di indebitamento e le famiglie americane hanno aumentato i consumi e gli investimenti, contraendo debiti con le banche per l'acquisto di immobili, principalmente tramite mutui ipotecari, facendo sì che in dieci anni i prezzi del settore immobiliare statunitense risultassero quasi raddoppiati (+92% dal 1996 al 2006)[5]. La domanda interna negli Stati Uniti ha continuato ad espandersi a ritmi elevati grazie all'indebitamento garantito dal valore crescente degli immobili. Il risultato è che l'economia statunitense è arrivata alle fine del 2007 con un indebitamento totale di quasi 32000 miliardi di dollari, corrispondente al 225% del PIL.

"E dove va a finire l'enorme massa di strumenti finanziari prodotta senza sosta dalla grandiosa macchina da guerra del sistema bancario mondiale? In giro per il mondo, naturalmente, grazie alla globalizzazione[6]."

Il boom dei prestiti, in particolare quelli immobiliari, coincide infatti con una svolta radicale nel *modus operandi* degli intermediari, a cominciare dalle grandi banche americane. La parola d'ordine è *securitisation:* non più

[5] Molinari M., "*Basilea Zero"*, Ed. Il Sole 24 Ore, 2011, p. 17.
[6] Onado M., "*I nodi al pettine"*, Ed. Laterza, 2009.

concessione di prestiti da detenere fino a scadenza, ma trasformazione degli stessi in titoli negoziabili, così da trasferire in tutto o in parte il rischio di insolvenza del debitore all'esterno. Lo schema dell'intermediazione tradizionale, in cui le banche sopportano il rischio legato ai prestiti concessi grazie ai depositi dei risparmiatori (nel gergo della finanza: *originate to hold* (OTH), originare per detenere fino a scadenza), ha lasciato il posto a un modello in cui si concede il prestito con lo scopo di trasferirlo alla platea più ampia possibile di investitori e di distribuirne i rischi (*originate to distribuite* – OTD, nato negli anni '70 del secolo scorso presso le agenzie semi-pubbliche statunitensi *Fannie Mae* e *Freddie Mac*), al fine di utilizzare il bilancio liberato per erogare nuovi prestiti. I *pool* di crediti delle banche vengono "impacchettati" e ceduti a veicoli societari creati *ad hoc* (*special purpose vehicle* o *special investment vehicles*), che a loro volta si finanziano emettendo titoli obbligazionari (*Asset backed securities* – Abs) il cui rimborso dipende dal pagamento dei crediti sottostanti. Questi titoli, sottoposti al giudizio delle società di rating, danno origine a varie classi di rischiosità, risultando così facilmente collocabili presso una larga platea di investitori internazionali, i quali possono scegliere se acquistare quelli a rischio più contenuto che si fregiano della tripla-A, oppure le successive categorie qualora essi siano più propensi al rischio[7].

In un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse e moderata volatilità, i titoli derivanti dal processo di cartolarizzazione sono stati richiesti dagli operatori di mercato di tutto il mondo (banche, fondi pensione, compagnie assicurative, *hedge funds* e fondi comuni monetari), acquistati grazie all'attrattiva degli elevati rendimenti.

[7] La banca originator, in questo modo, si finanzia (poiché incassa immediatamente l'intero importo del credito erogato) e si libera dal rischio di credito connesso al prestito ceduto. Inoltre ha la possibilità di realizzare un profitto con la cessione del portafoglio selezionato a un prezzo maggiore rispetto al valore originario. Le banche di investimento e le agenzie di rating incassano laute commissioni e coloro che hanno investito negli ABS ricevono un rendimento significativo garantito dal flusso di entrate generato dai prestiti sottostanti l'operazione. Si veda Molinari M., "*Basilea Zero"*, op. cit., pp. 31-32.

L'innovazione finanziaria ha alterato così la natura delle transazioni tipiche del settore finanziario, contribuendo sicuramente ad accrescere la completezza dei mercati creditizi, da un lato, ma provocando, allo stesso tempo, un aumento esponenziale dei rischi e della loro diffusione nel sistema. Il problema nasce quando per le banche la cessione dei prestiti diviene la prassi e la quota dei crediti ceduti raggiunge l'80-90% degli impieghi erogati. In una simile situazione emerge un problema di *moral hazard*: la banca che origina il credito dovrebbe valutare con attenzione il merito creditizio del debitore, ma perde l'incentivo a farlo in quanto sa che il rischio non resterà nel suo bilancio ma verrà trasferito e sopportato da un altro soggetto. In questo modo, la filiera delle cartolarizzazioni ha assunto le funzioni di un gasdotto che ha trasportato mutui tossici dal valore di migliaia di milioni di dollari dal mercato residenziale americano agli investitori di tutto il mondo, con conseguenze devastanti.

La tecnica della cartolarizzazione ha infatti ampliato enormemente il numero di persone che hanno potuto accedere al credito, prenditori spesso di scarsa qualità (come nel caso dei mutui *sub-prime*[8]) o che lo sono diventati col tempo. La rischiosità del singolo affidamento era mitigata dalla costruzione di un portafoglio di prestiti ben diversificato così che, anche i soggetti che per definizione non avrebbero ricevuto credito da una banca tradizionale, potevano accedere all'acquisto della prima casa o a prestiti per qualunque spesa corrente. In questo modo, i suoi effetti benefici si riversavano a cascata su altri operatori e sull'intero sistema economico, con conseguenti vantaggi non solo economici, ma anche sociali[9]. Per questo motivo è stata vista come un'innovazione finanziaria particolarmente meritoria al servizio della

[8] Per prestito "subprime" si intende un prestito concesso ad un soggetto che non dispone dei requisiti necessari per ottenere un adeguato "score" (punteggio) di qualità creditizia, per esempio perché privo di reddito fisso, incapace di prestare garanzie, responsabile di insolvenze in passato, ecc. Si veda Resti A., Sironi A., "*La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare"*, CAREFIN, Working Paper n. 1/2011.

[9] La generosa concessione dei mutui sosteneva la domanda di case, alimentando la crescita dei prezzi degli immobili, che a sua volta dava impulso al settore edile. Analogamente, l'espansione del credito al consumo sosteneva la domanda e quindi i redditi delle imprese e l'occupazione. Si veda M. Amato, L. Fantacci, Il fine della finanza, 2009.

"democratizzazione della finanza" alla stregua del microcredito, ma su scala e con una capacità di sviluppo ben maggiore[10].

L'abbandono del modello tradizionale di intermediazione creditizia ha condotto alla graduale eliminazione della relazione tra offerta di fondi e assunzione del rischio legato all'attività del credito. La cartolarizzazione consente, infatti, di trasformare un rapporto di credito in titoli negoziabili, e quindi liquidi, in grado di passare di mano in mano infinitamente. Il rischio di credito diventa così rischio di liquidità dei titoli emessi. A rendere il processo ancora più complesso vi è il fatto che da questi titoli vengono prodotti altri titoli: le banche non partecipano al mercato solo cedendo crediti, ma anche investendo in prodotti strutturati, quali i CDOs (*colletaralized debt obligations*), i quali permettono di liberare il bilancio delle banche originator dalle tranche più rischiose dei titoli derivanti dalle cartolarizzazione di mutui, in caso contrario mantenute fra gli asset perché difficili da vendere.

La *securitisation* ha favorito lo sviluppo dello *shadow banking system*, un sistema bancario alternativo costituito da veicoli societari utilizzati dalle banche, specie le grandi banche d'investimento, con legislazione scarsa o assente[11]. Al fine di sostenere l'innovazione finanziaria si è consentito che soggetti posti al di fuori della regolamentazione svolgessero attività simili a quelle delle banche, favorendo comportamenti spregiudicati, tendenti a fornire maggiore elasticità al mercato finanziario a scapito della trasparenza; tutto ciò ha generato una crescente incertezza che ha minato la fiducia nel sistema finanziario e generato un vero e proprio rischio sistemico[12].

---

[10] Shiller R. J., "*The Subprime Solution"*, 2008.

[11] Le cause microeconomiche si saldano pertanto con quelle istituzionali nella misura in cui, grazie anche alla *deregulation* diffusasi a partire dagli anni '90, i nuovi modelli di *business* basati sull'innovazione finanziaria sono sfuggiti ad una adeguata regolamentazione e supervisione da parte delle autorità, in particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove erano concentrate gravi insufficienze istituzionali.

[12] A causa della sua attività, il rischio maggiore del sistema bancario alternativo è quello di liquidità, ovvero il rischio di non essere in grado di raccogliere le disponibilità necessarie a soddisfare la domanda di prelievo dei depositanti o il pagamento dei creditori che, a differenza dei depositi tradizionali, non godono dell'assicurazione del governo. Nell'intento di gestire il rischio, utilizzano soprattutto forme di finanziamento a breve termine, fonte di

La cartolarizzazione ha così alterato le basi della vita economica, aumentando l'opacità degli attivi e alterando quella relazione economica fondamentale che è il rapporto fra creditore e debitore.

Allo scoppio della bolla immobiliare i debitori hanno sospeso i pagamenti delle rate e centinaia di miliardi di perdite sui mutui *subprime* si sono trasformate in perdite di valore[13]. Con una reazione a catena, gli effetti si sono trasmessi all"intero sistema finanziario a causa di prodotti creditizi che, con vari livelli di sofisticazione, legavano il loro valore all'andamento del mercato immobiliare statunitense. L'incertezza relativa al valore e alla dimensione dell'esposizione a tale rischio degli intermediari ha causato una crisi di fiducia che ha congelato il funzionamento dei mercati finanziari (le istituzioni finanziarie con perdite più significative hanno incontrato difficoltà crescenti nel reperire sul mercato le risorse finanziarie necessarie a mantenere inalterata la scala di attività e la stessa liquidità per operare), portando al fallimento di importanti *player*[14]. L'attività dei mercati è rimasta paralizzata con conseguente impatto negativo sull'economia reale. I massicci interventi delle banche centrali e dei governi a sostegno di tutte le istituzioni finanziarie in crisi hanno scongiurato l'avvitamento della crisi, ma hanno provocato l'esplosione dei debiti pubblici, con conseguenti vincoli alle politiche economiche nazionali.

instabilità, o operano con leva molto alta (si finanziano per lo più con capitale di debito, mentre la dotazione patrimoniale è estremamente contenuta). Il problema è nato dai forti collegamenti tra il sistema bancario tradizionale e quello ombra, in quanto il primo ha sostanzialmente generato il secondo per mitigare il rischio di credito e ridurre le dotazioni patrimoniali richieste dalla regolamentazione prudenziale.

[13] Molinari M., *Basilea Zero*, op. cit.

[14] Quando la bolla immobiliare è esplosa i veicoli sono stati costretti a chiedere il sostegno delle banche *sponsor*, che avevano concesso linee di credito da attivare in caso di difficoltà nel reperire liquidità a breve. La vastità del fenomeno, unitamente all'opacità dei titoli cartolarizzati e dei derivati creditizi (nati per trasferire il rischio), ha alimentato l'incertezza sulla dimensione e la localizzazione delle perdite. Malgrado gli strumenti di cartolarizzazione mirassero a ripartire il rischio, la natura del sistema ha reso impossibile verificare se questo fosse effettivamente ripartito o invece riconcentrato in parti meno visibili del sistema. Si è verificata pertanto una diffusa incertezza sulla qualità creditizia delle controparti e un crollo della fiducia che ha portato al blocco del mercato interbancario.

Anche le agenzie di *rating*, in intrinseco conflitto di interessi[15], avevano contribuito ad abbassare la percezione del rischio di credito, attribuendo merito AAA alle *tranche senior* dei prodotti finanziari strutturati, equiparandole ai titoli di Stato[16].

Data la complessità e l'opacità dei nuovi strumenti finanziari, anche molti consiglieri e alti dirigenti delle banche non ne hanno compreso appieno le caratteristiche, né erano coscienti del livello aggregato delle esposizioni, sottostimando gravemente i rischi assunti. Il tutto aggravato da meccanismi di remunerazione del *management* molto aggressivi, che collegavano una parte rilevante della retribuzione alla redditività di breve periodo, non rettificata per tenere conto dei rischi assunti[17].

La crisi finanziaria internazionale si è sviluppata in comparti del sistema finanziario statunitense che non erano regolamentati; le sue conseguenze sono risultate amplificate dall'azione di soggetti che non erano sottoposti a una vigilanza adeguata alla loro operatività e al loro potenziale impatto sulla stabilità del sistema nel suo complesso.

---

[15] Poiché le agenzie di rating sono remunerate dalle emittenti, potrebbero essere portate ad assegnare rating troppo ottimistici, al fine di evitare che l'emittente trasferisca la propria domanda ad altre agenzie (il cosiddetto *rating shopping*).

[16] Lo scopo di tali agenzie dovrebbe essere quello di ridurre le asimmetrie informative all'interno dei mercati finanziari; in realtà spesso sono state attribuite valutazioni eccessivamente ottimistiche ai titoli cartolarizzati, sia per problemi di carenza nelle metodologie di *rating* (mancanza di serie storiche adeguate, sottostima delle correlazioni negli inadempimenti che avrebbero potuto verificarsi in un periodo di recessione, il tutto unito alla scarsa trasparenza dei criteri di valutazione) sia per questioni di scarsa forza contrattuale nei confronti degli emittenti e di conflitto di interesse (spesso le agenzie hanno svolto preliminarmente il ruolo di consulenza riguardo alle caratteristiche che gli strumenti di debito dovevano avere al fine di ottenere una determinata valutazione).

[17] L'aumento delle pressioni competitive e un concetto di valore che è andato sempre più qualificandosi in termini di massimizzazione della redditività, ha portato a premiare l'espansione a breve delle operazioni rischiose piuttosto che la redditività a lungo termine degli investimenti. "La pressione degli azionisti sui dirigenti per spingerli a far crescere il prezzo delle azioni e l'importo dei dividendi a favore degli investitori ha fatto sì che il superamento dei risultati trimestrali attesi diventasse il criterio per giudicare le prestazioni di molte società".

Anche i mercati in cui venivano negoziati i titoli derivanti da processi di cartolarizzazione e i derivati creditizi non erano regolamentati e pertanto erano privi di garanzie e di meccanismi di gestione dei rischi. Inoltre i contratti non erano standardizzati e questo rendeva praticamente impossibile compararli e giungere ad una adeguata valutazione del profilo di rischio/rendimento. A tutto ciò si aggiunge anche che gli intermediari che organizzano i mercati *over the counter* (Otc) nei quali vengono scambiati tali strumenti sono spesso quelli che li emettono.

In generale, sono stati sottovalutati i rilevanti rischi a cui si sottoponevano gli intermediari al fine di garantire consistenti e crescenti profitti - ottenuti attraverso una elevata leva finanziaria o un aumento della rischiosità degli attivi (sfruttando le opportunità di arbitraggio regolamentare) – e le interrelazioni tra i rischi creditizi e quelli di mercato, questi ultimi aggravati dal fatto che i coefficienti prudenziali relativi all'attività di *trading* erano particolarmente contenuti. Si è accettato inoltre una diminuzione della liquidità ed una esasperata trasformazione delle scadenze, facendo eccessivo affidamento sull'efficienza del mercato interbancario e sulla possibilità di cartolarizzare gli attivi. Ciò ha generato comportamenti contrari agli interessi della clientela, suggerendo l'acquisto di prodotti in contrasto con le esigenze della stessa.

E' stata inoltre riposta un'eccessiva fiducia sui modelli matematici di valutazione e gestione del rischio, che sottostimavano le esposizioni ai *tail risk* e utilizzavano parametri, elaborati in un periodo di relativa stabilità delle variabili economiche e di mercato, troppo spesso basati su ipotesi inconsistenti o persino errate.

La crisi ha messo a nudo le debolezze di questi modelli: le misure di rischio così calcolate sottostimavano i rischi effettivamente sopportati dagli

intermediari; insufficiente risultava di conseguenza la correzione per il rischio dei rendimenti conseguiti[18].

Oltre a ciò, si è prestata troppa attenzione ai singoli intermediari e poca all'impatto generale sui mercati nel loro complesso: le autorità di regolamentazione si sono concentrate sulla vigilanza microprudenziale dei singoli istituti finanziari, trascurando i rischi macrosistemici di contagio, che intanto si erano accresciuti a seguito del consistente aumento delle dimensioni degli intermediari, a sua volta favorito sia dall'espansione ed integrazione dei mercati finanziari che dalla eccessiva fiducia nelle economie di scala e nei vantaggi della diversificazione delle linee di *business*. La crescente integrazione e la conseguente concorrenza internazionale tra centri finanziari ha anch'essa contribuito a rendere riluttanti le autorità di regolamentazione e di vigilanza nazionali ad intraprendere azioni unilaterali, con conseguenti gravi carenze nei sistemi di regolamentazione e supervisione.

Alcuni sistemi istituzionali presentavano carenze di carattere strutturale, primo fra tutti quello statunitense, nel quale era maggiormente radicata l'elevata fiducia nel potere regolamentare del mercato e la conseguente convinzione che dovesse essere limitata qualsiasi interferenza nel suo funzionamento. Ciò ha portato pertanto allo sviluppo di approcci di vigilanza definiti *"light touch"*, basati cioè sul concetto che l'innovazione finanziaria dovesse essere sempre incoraggiata e che gli interventi di vigilanza dovessero circoscriversi per lo più al solo verificarsi di specifici malfunzionamenti nel mercato. Le mancata implementazione della regolamentazione e delle funzioni di controllo non ha inoltre permesso di porre rimedio a situazioni nelle quali

[18] Per effetto di tale meccanismo gli intermediari hanno finito per distribuire, sotto forma di dividendi, proventi che in realtà rappresentavano una compensazione per i rischi sostenuti e che avrebbero perciò dovuto essere capitalizzati. Ne sono derivate diffuse insolvenze quando i rischi si sono effettivamente manifestati. Si veda Tarantola A., "*Scenari della regolamentazione e dei controlli: costi e opportunità per l'industria bancaria e finanziaria",* Associazione per lo sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Anna Maria Tarantola, Perugia, 19 marzo 2011.

operavano numerose autorità, con competenze spesso non chiare e sovrapposte.

In Europa, invece, il problema principale è sembrato essere lo scarso coordinamento delle autorità nazionali di vigilanza, che non ha consentito di controllare efficacemente l'attività dei gruppi bancari e finanziari *cross-border*.

1.2 Il mondo di Basilea

Il primo Accordo sul capitale delle banche (Basilea 1) risale al 1988, quando fu fissato il coefficiente di patrimonializzazione (*Total Capital Ratio* o *Solvency Ratio*), dato dal rapporto tra Patrimonio di vigilanza e RWA, all'8%. Visti i limiti concernenti la struttura dei coefficienti di ponderazione per il calcolo dei requisiti a fronte del rischio di credito (l'accordo distingueva esclusivamente cinque coefficienti in relazione al gruppo di appartenenza del debitore), le regole furono riscritte con l'obiettivo di allineare i requisiti di capitale regolamentare all'effettivo profilo di rischio degli intermediari.

Basilea 2 poggia su tre pilastri: requisiti minimi di capitale, controlli prudenziali e disciplina di mercato. Nell'ambito del primo pilastro rimane fermo il principio chiave in base al quale il patrimonio di vigilanza è il primo presidio a fronte dei rischi connessi con l'attività bancaria e deve corrispondere ad almeno l'8% delle attività ponderate per il rischio. La carica innovativa del Nuovo Accordo riguarda il rischio di credito per il calcolo del quale la banche hanno due opzioni: l'impiego di un metodo standardizzato (vicino al sistema del *framework* precedente, ma per la determinazione dei pesi si avvale di rating espressi da agenzie esterne autorizzate) o lo sviluppo di modelli interni (*internal rating based* – IRB) qualora presentino specifici requisiti di idoneità. I metodi IRB consentono alle banche di quantificare il rischio di credito in base alle proprie stime di parametri chiave: la probabilità di insolvenza del debitore (*probability of default* – PD), la perdita in caso di insolvenza (*loss given default* – LGD), l'esposizione prevista al momento del default (*exposure at default* – EAD), la vita residua (*maturuty* – M), l'aggiustamento per il grado di frazionamento del portafoglio[19].

[19] Gli IRB si dividono a loro volta in IRB base e IRB avanzato. Nel metodo IRB base le banche possono calcolare con propri dati statistici solo la PD; negli altri casi dovranno utilizzare parametri

Inoltre, nel Nuovo Accordo accanto al rischio di credito e a quello di mercato compare il rischio operativo, qualificato come il rischio di perdite derivante dall'inadeguatezza di procedure interne o eventi esogeni. Di conseguenza, la dotazione patrimoniale di una banca deve essere tale da soddisfare il seguente requisito complessivo:

$$P \geq 8\% \, RWA + P(r_m) + P(r_o)$$

dove P è il patrimonio di vigilanza, RWA sono le attività ponderate per il rischio di credito, $P(r_m)$ è il patrimonio a fronte dei rischi di mercato e $P(r_o)$ è il patrimonio a fronte del rischio operativo.

Il secondo pilastro, relativo ai controlli prudenziali, prevede il costante intervento delle autorità di vigilanza per verificare l'adeguatezza patrimoniale degli istituti di credito. Nella determinazione del rischio devono essere coperte anche quelle aree che nel primo pilastro non sono trattate (rischio di tasso di interesse, di liquidità, strategico, di concentrazione).

Infine, il terzo pilastro si ispira al principio della trasparenza: la *disclosure* al mercato dell'effettiva condizione di solvibilità della banca permette agli operatori di apprezzare al meglio l'esposizione al rischio del soggetto e di confrontarla con quella dei concorrenti[20].

1.2.1 Le criticità di basilea 2 alla luce della recente crisi finanziaria

La recente crisi finanziaria ha reso evidenti non solo i fattori di fragilità sistemica insiti nei mercati dei capitali, ma anche alcune importanti criticità dell'impianto regolamentare di Basilea. Essi sono peraltro

prudenziali standard. Il metodo avanzato invece, permette l'utilizzo di stime interne anche per calcolare l'esposizione prevista al momento dell'insolvenza (EAD), la perdita in caso di insolvenza (LGD) e la rischiosità in termini di vita residua (M). Resta esclusa dalla discrezionalità aziendale la determinazione del grado di frazionamento del portafoglio.

[20] Molinari M., *Basilea Zero*, op. cit., pp. 67-72.

esplicitamente riconosciuti dallo stesso Comitato di Basilea, che li riassume efficacemente come segue:

> *"One of the main reasons the economic and financial crisis became so severe was that the banking sectors of many countries had built up excessive on- and off-balance sheet leverage. This was accompanied by a gradual erosion of the level and quality of the capital base. At the same time, many banks were holding insufficient liquidity buffers. The banking system therefore was not able to absorb the resulting systemic trading and credit losses nor could it cope with the reintermediation of large off-balance sheet exposures that had built up in the shadow banking system. The crisis was further amplified by a procyclical deleveraging process and by the interconnectedness of systemic institutions through an array of complex transactions"*[21].

Seguendo in parte l'analisi del Comitato, le principali criticità possono essere sintetizzate come segue.

Capitale delle banche. Una definizione di capitale insufficiente e disomogenea tra ordinamenti ha permesso di includere nella definizione di patrimonio delle banche strumenti che si sono poi dimostrati inaffidabili in termini di capacità di assorbimento delle perdite *on a going concern basis*. E' così accaduto che, nella fase più acuta della crisi finanziaria, gli standard internazionali definiti dal Comitato di Basilea hanno perso la loro funzione di *benchmark* per la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale di una banca, in quanto gli investitori hanno iniziato a valutare il grado di solidità delle banche unicamente sulla base degli elementi patrimoniali più tradizionali (core Tier I), ignorando di fatto il contributo offerto dagli altri strumenti inclusi nel

[21] Basel Committee On Banking Supervision, "*Strengthening the resilience of the banking sector",* Consultative Document, dicembre 2009.

patrimonio di vigilanza[22]. Oltre che dal punto di vista qualitativo, i requisiti di capitale previsti da Basilea 2 sono stati considerati inadeguati anche dal punto di vista quantitativo (le banche avevano assunto rischi eccessivi senza un proporzionale incremento del livello di capitalizzazione). Alla base di queste carenze vi è il meccanismo previsto dal *framework* di Basilea 2 secondo il quale se un asset ottiene il rating migliore di tripla A, nel calcolo degli RWA gli è attribuito un peso nullo (0%), il che vuol dire che la banca non deve accantonare alcuna quota del suo patrimonio a presidio di quella voce giudicata ipersicura. La norma ha fatto sì che le banche accumulassero nei propri bilanci prodotti tossici che, pur avendo mutui *subprime* come sottostante, si potevano fregiare della tripla A. Anzi, la presenza di una categoria di attività che non incide sul calcolo dei coefficienti patrimoniali ha incentivato la creazione di questo tipo di asset attraverso, come abbiamo visto, i processi di cartolarizzazione, generando un aumento degli impieghi sproporzionato rispetto al capitale proprio. L'inserimento nella situazione patrimoniale di attivi rischiosi, ma non considerati tali, ha reso il patrimonio di vigilanza non in grado di coprire il rischio effettivo assunto dalle banche e ha fatto lievitare il debito necessario per finanziare le attività[23].

[22] Una consistente porzione del patrimonio di vigilanza delle banche era data da strumenti di capitale "ibridi" o "innovativi", vantaggiosi per le banche in quanto fiscalmente deducibili e inoltre, la mancanza di diritti di voto garantiva la non diluizione del controllo, a differenza di quanto sarebbe avvenuto con le azioni tradizionali. A fronte di questi vantaggi, gli strumenti ibridi presentano un fondamentale svantaggio: seppur considerati capitale dagli organi di vigilanza, essi sono sempre stati in realtà percepiti dagli investitori come strumenti di debito, che come tali sarebbero stati trattati dagli emittenti (ossia dalle banche). In altri termini, nel mercato si è diffusa la convinzione che le banche emittenti non avrebbero rinunciato, neppure in caso di difficoltà, a pagare gli interessi e/o a rimborsare il capitale associati a questi strumenti. Così, le banche, pur di evitare conseguenze negative di natura reputazionale o di compromettere le future possibilità di raccolta, hanno assecondato questa convinzione; soltanto in pochi casi, infatti, le clausole di cancellazione dei pagamenti presenti in questi strumenti sono state concretamente utilizzate. Di conseguenza, questi titoli si sono rilevati inefficaci nell'assorbire le perdite subite dalle banche e hanno dimostrato di non avere la stessa valenza delle più tradizionali forme di patrimonio quali il "*common equity*" (capitale sociale versato e riserve da utili non distribuiti).

[23] Molinari M., *Basilea Zero*, op. cit.

Come vedremo, Basilea 3 propone un aumento significativo della componente di migliore qualità (*common equity*) nel patrimonio di vigilanza delle banche.

Prociclicità. Il problema di fondo di Basilea 2 è la sua tendenza ad accentuare le fluttuazioni del ciclo economico. I requisiti patrimoniali fondati sui rating tendono infatti a diminuire nelle fasi di crescita economica e a crescere in quelle di recessione[24]. Le banche sottoposte a tensione sui propri *ratios* patrimoniali sono costrette a reagire contraendo l'offerta di credito o addirittura riducendo i propri attivi, amplificando in questo modo la fase negativa del ciclo. In realtà, una regolamentazione che richiede alle banche di detenere più capitale in fasi economiche recessive, cioè quando le stesse si trovano a fronteggiare rischi più elevati, non sbaglia. Tuttavia, tale logica appare controproducente quando ci si pone non più nell'ottica della singola banca ("microprudenziale"), ma del sistema finanziario nel suo complesso ("macroprudenziale"). Se infatti tutte le banche contraggono il credito, accentuando le recessione, aumenta ulteriormente il rischio di default dei debitori e di conseguenza le difficoltà dell'intero sistema bancario. La crisi finanziaria ha chiaramente evidenziato questo aspetto: garantire la solvibilità della singola banca non equivale necessariamente a garantire la stabilità del sistema bancario nel suo complesso.

Come vedremo nel prossimo paragrafo, al fine di attenuare tale fenomeno, Basilea 3 introduce due requisiti addizionali di capitale: *il capital conservation buffer* e il *countercyclical buffer*.

[24] Con Basilea 2 l'effetto ciclico non passa più unicamente per il livello assoluto di capitale detenuto dalla banca, ma anche dalla variazione della rischiosità del suo attivo, misurata dalla migrazione della clientela tra le diverse classi di rating: il cosiddetto rischio di *downgrading*. La nuova disciplina infatti, imponendo un aggiornamento periodico dei rating, siano essi interni o esterni, presenta una maggiore pro ciclicità rispetto a Basilea 1: a quella derivante dalle riduzione del patrimonio libero legata al deterioramento degli impieghi, si aggiunge la prociclicità causata dalla variazione dei rating, che peggiorano nelle fasi recessive.

Basilea 3 prevede inoltre requisiti più stringenti per le istituzioni finanziarie a rischio sistemico (*sistemically important financial institutions*, o **SIFIs**), la cui interconnessione ha favorito nel corso della crisi la trasmissione degli shock nello spazio, già amplificati nel tempo, come abbiamo visto, dalla prociclicità.

Liquidità. Uno dei principali problemi affrontati dalle banche nel corso della crisi ha riguardato la gestione della liquidità. Come abbiamo evidenziato in precedenza, negli anni antecedenti la crisi finanziaria il rischio di liquidità all'interno del sistema bancario è cresciuto per effetto di una pluralità di fattori: la globalizzazione e la concentrazione tra i grandi gruppi finanziari, la tecnologia, le cartolarizzazioni, la creazione dello *shadow banking system*. A questo più elevato rischio non ha fatto seguito, fino alla crisi, un adeguato investimento, da parte delle banche, in risorse umane e tecnologiche per una sua adeguata gestione in quanto, data l'elevata liquidità presente nel mercato interbancario, ogni istituzione adeguatamente patrimonializzata poteva facilmente accedervi per colmare le proprie eventuali carenze di *funding*. La crisi finanziaria ha invece improvvisamente mostrato come il crollo della fiducia e il corrispondente aumento del rischio di controparte possano generare una caduta della liquidità dei mercati e provocare così situazioni di improvvisa elevata tensione per i singoli intermediari, obbligando le Banche Centrali ad erogare volumi consistenti di credito di emergenza. Basilea 2 non dimentica il rischio di liquidità, ma lo colloca in secondo piano trattandolo all'interno del "secondo pilastro". L'Accordo non prevedeva pertanto un requisito esplicito e uniforme per tutte le banche, ma piuttosto un pressante invito alle stesse perché si dotassero di strumenti e processi volti alla sua misurazione e controllo.

Basilea 3 cerca di rispondere a tale carenza introducendo due nuovi coefficienti minimi di liquidità : un indicatore di breve termine (*Liquidity Coverage Ratio* - LCR) e uno strutturale (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR).

Crescita significativa della leva finanziaria. Seppure caratterizzate da coefficienti patrimoniali ampiamente coerenti con i minimi regolamentari, nel periodo precedente la crisi, numerose grandi banche internazionali si caratterizzavano per livelli di leva finanziaria molto elevati[25]. L'assenza di limiti reali alla leva finanziaria ha giocato un ruolo di rilievo nel corso della crisi in quanto numerose istituzioni finanziarie, spinte dalla necessità di migliorare i propri coefficienti patrimoniali, hanno bruscamente ridotto i propri attivi: si è verificato così un repentino *deleveraging* con conseguente amplificazione dell'instabilità dei mercati finanziari. A seguito di ciò, il Comitato di Basilea ha fatto propria la raccomandazione del *Financial Stability Board,* circa l'integrazione dello schema di adeguatezza patrimoniale fondato sugli attivi ponderati per il rischio con un vincolo di leva finanziaria (*leverage ratio*) basato sul semplice rapporto fra patrimonio e attivo.

Misura e copertura dei rischi. Numerose banche hanno subito, con lo scoppio della crisi, rilevanti perdite sulle attività finanziarie presenti nel portafoglio di negoziazione (*trading book*), dovute all'improvviso crollo della liquidità del mercato su cui venivano scambiati i titoli, oppure a eventi inattesi di default o di migrazione verso classi di rating inferiori (*downgrading*); essendo valutate al *fair value,* tali attività hanno risentito appieno del crollo dei mercati.

I requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato, calcolati secondo le regole di Basilea, sono risultati insufficienti ad assorbire tali perdite, in particolar modo per la banche che li calcolavano utilizzando modelli interni

[25]Basilea 2 incentivava il processo di cartolarizzazione: quando una banca cartolarizzava dei crediti, essa poteva semplicemente toglierli dal bilancio ed inserirli tra gli elementi fuori bilancio, dove quindi era nascosta la parte più vulnerabile delle attività, con un notevole effetto di riduzione sull'ammontare delle attività ponderate per il rischio.

validati dalle autorità. Le metodologie di misurazione dei rischi, per quanto avanzate e caratterizzate da una complessità estremamente elevata, si sono mostrate incomplete rappresentazioni del mondo reale. Esse infatti, essendo basate su un approccio *backward looking,* ovvero su dati storici, sono state accusate di non funzionare correttamente in condizioni di stress, rivelandosi inadeguate a cogliere l'impatto di eventi catastrofali[26].

Dato il minor assorbimento patrimoniale, le banche dotate di modelli interni per il rischio di mercato, al fine di beneficiare di un arbitraggio regolamentare, sono state incentivate a "girare" esposizioni creditizie dal *banking book* al *trading book* (per esempio esposizioni creditizie trasformate in derivati di credito, o attivi cartolarizzati a garanzia di titoli strutturati, che se classificate nel *banking book*, avrebbero dato origine a un requisito patrimoniale ben più consistente[27]), con il contestuale rafforzamento dello *shadow banking system.* Allo stesso tempo, data la minore ponderazione attribuita alle attività finanziarie, sono stati discriminati, dal punto di vista regolamentare, i prestiti alle imprese.

Anche molte poste fuori bilancio hanno per Basilea 2 una ponderazione insufficiente, che non tiene conto del rischio di "reintermediazione", ossia del rischio che queste operazioni si trasformino in attivi per cassa di bassa qualità in situazioni di stress dei mercati, com'è

[26] Negli anni precedenti la crisi, la presenza di mercati ampi, ordinati e liquidi aveva indotto le banche a calibrare i propri modelli in maniera relativamente ottimistica, non consentendo loro di anticipare correttamente la forte instabilità e illiquidità manifestatasi all'improvviso (come all'indomani del dissesto di Lehman); ciò ha fatto si che al peggiorare delle condizioni di mercato anche i requisiti patrimoniali siano risultati marcatamente volatili e abbiano richiesto alle banche un consistente aumento di risorse patrimoniali (in una fase in cui, tra l'altro, il capitale veniva eroso da forti perdite). Si veda Resti A., Sironi A., "*La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare"*, op. cit.

[27] Basti pensare al fatto che mentre il requisito sul rischio di mercato del trading book è basato su un VaR al 99% a 10 giorni, il requisito sul rischio di credito nel banking book fa perno su un VaR al 99,9% a un anno.

avvenuto per gli impegni a concedere liquidità ai veicoli (SPV) nei processi di cartolarizzazione[28].

[28] Montanaro E., *"Appunti integrativi II 2011 - Basilea III - Note di sintesi"*.

1.3 La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria: le novità introdotte con Basilea 3

La diagnosi delle cause della crisi ha portato a un intenso lavoro di revisione della normativa esistente; la risposta è stata coordinata a livello internazionale perché solo standard severi e condivisi assicurano che i sistemi finanziari – come quello italiano – basati su modelli di business meno rischiosi e su una più incisiva azione di controllo da parte delle autorità non siano danneggiati dall'accumulazione di rischi in giurisdizioni con regole e prassi di vigilanza meno stringenti.

Si è intervenuti in primo luogo per rafforzare i requisiti prudenziali a fronte del rischio di liquidità, un'area della regolamentazione finanziaria da tempo trascurata.

Sul fronte del patrimonio, la riforma richiede alle banche di detenere più capitale e di migliorarne la qualità.

Parallelamente, è stato meglio definito il sistema degli incentivi regolamentari all'assunzione di rischi. Sono in particolare stati resi più severi i requisiti a fronte delle esposizioni – verso le cartolarizzazioni o i prodotti finanziari complessi – che, alla luce della crisi, si sono dimostrate più rischiose.

La terza finalità è stata quella di disegnare norme che contribuiscano a mitigare la prociclicità del settore finanziario, assicurando che le banche accumulino capitale aggiuntivo rispetto ai minimi regolamentari (*buffer*) nei momenti di maggiore crescita e siano quindi in grado di affrontare le fasi negative del quadro congiunturale senza interrompere il finanziamento all'economia.

Specifici strumenti limiteranno inoltre la crescita eccessiva della leva finanziaria nei bilanci delle banche nelle fasi di espansione economica.

1.3.1 La nuova definizione di patrimonio di vigilanza

Le regole sull'adeguatezza del capitale rimangono lo strumento principale per influenzare gli incentivi all'assunzione di rischi da parte delle banche e per determinare la loro capacità di assorbire perdite senza compromettere la propria stabilità e quella del sistema finanziario.

Con Basilea 3 la definizione di patrimonio di vigilanza diviene più stringente, mediante interventi volti a migliorare la qualità e la quantità del capitale. Si ha inoltre una semplificazione degli aggregati: scompaiono le sub-categorie del Tier 2, e il Tier 3, originariamente previsto per la copertura dei rischi di mercato, è eliminato.

Con riferimento alla quantità del capitale, per il *Total Capital* rimane inalterato il vincolo dell'8%, ma la nuova normativa attribuisce un ruolo prevalente al capitale di migliore qualità (*Common equity*)[29], elevandone la percentuale minima dal 2% al 4,5% delle RWA; il patrimonio di base (Tier 1), composto da *Common equity* e *Additional Tier 1*[30], passerà dall'attuale 4% al 6%

[29] Questa componente include strumenti (principalmente azioni, fondo sovrapprezzo azioni, riserve da utili non distribuiti) contraddistinti da precise caratteristiche, quali: la durata perpetua (e dunque l'impossibilità di rimborso se non in caso di liquidazione della banca), massima subordinazione in caso di liquidazione, piena flessibilità nei pagamenti, piena capacità di assorbimento delle perdite. Il Comitato di Basilea ha posto così le basi per l'uniformazione della categoria dal punto di vista della sostanza, a prescindere dalla forma giuridica che possono assumere nei singoli ordinamenti. In tal modo, si profila un'unica categoria di strumenti di capitale di rischio e ogni alterazione rispetto ai requisiti essenziali può portare uno strumento al di fuori della categoria.

[30] Come per il *Common Equity*, anche gli strumenti nell'*Additional Tier 1* devono rispettare dei criteri di computabilità, fra cui la subordinazione rispetto ai restanti creditori della banca (inclusi i depositanti e i creditori subordinati), la mancanza di un obbligo di distribuire dividendi, la mancata previsione di clausole di *step up (*clausola che prevede la revisione automatica al rialzo della cedola qualora l'emittente non si avvalga della facoltà di rimborso a una data stabilita, di solito al decimo anno*) o altri incentivi al rimborso anticipato* (di conseguenza gli strumenti innovativi di capitale, limitati da Basilea II al 15% del patrimonio di base, non saranno più computabili nel Tier I e progressivamente esclusi), la durata perpetua. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, gli strumenti possono prevedere, diversamente dal common equity, un'opzione call esercitabile da parte dell'emittente a distanza di almeno cinque anni dall'emissione e previa autorizzazione da parte delle Autorità di vigilanza. Queste condizioni sono volte ad assicurare la capacità di assorbire eventuali perdite subite consentendo alla banca di continuare la propria attività. Si veda Resti A., Sironi A., "*La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare"*, op. cit.

delle RWA[31]. Inoltre, Basilea 3 prescrive alle banche di dotarsi di *buffer* addizionali, ossia di risorse patrimoniali in eccesso rispetto ai minimi regolamentari.

Con riferimento alla qualità del capitale, Basilea III prevede una più netta distinzione fra le caratteristiche e le funzioni degli strumenti del Tier 1 e quelli del Tier 2: i primi devono presentare piena capacità di assorbimento delle perdite in condizioni di continuità aziendale (*on a going concern*); i secondi devono coprire le perdite in condizioni di crisi (*on a gone concern*) [32].

Esistono inoltre alcuni importanti aggiustamenti e deduzioni da apportare al patrimonio di una banca . Con la nuova disciplina, le deduzioni, che attualmente sono applicate al Tier 1 al Tier 2, incideranno principalmente sul Common Equity[33].

[31] RWA corrisponde in realtà all'ARP secondo Basilea II, ossia all'attivo di rischio ponderato (comprensivo quindi del rischio di mercato e del rischio operativo).

[32] Il patrimonio supplementare (Tier 2) è detto "gone concern capital" poichè può assorbire le perdite soltanto se la banca viene preventivamente messa in liquidazione (o assoggettata a procedure analoghe). Esso comprende un'unica categoria di strumenti subordinati rispetto ai depositanti e agli altri creditori della banca(non più la suddivisione in Upper Tier 2 e Lower Tier 2, che si differenziano per livelli di subordinazione decrescente), caratterizzati da una scadenza originale di almeno cinque anni. Tali strumenti possono essere rimborsati anticipatamente su iniziativa dell'emittente (una volta trascorsi almeno cinque anni dall'emissione e previa autorizzazione da parte dell'organo di vigilanza), non devono prevedere pagamenti periodici il cui importo è legato al merito di credito della banca emittente ("*credit sensitive dividend*").

[33]Tra le principali deduzioni da applicare al CET1 vi rientrano: a) l'avviamento e altre attività immateriali; b) le attività per imposte anticipate;; d) la differenza negativa fra la consistenza negativa delle svalutazioni complessive e le perdite attese; e) gli investimenti in azioni proprie; c) gli interessi di minoranza f) le partecipazioni nel capitale di entità bancarie, finanziarie e assicurative non comprese nell'area di consolidamento. L'obiettivo di questa correzione è creare un sistema di condizioni eque che armonizzino le differenze normative tra i paesi; ottenere una misura di *tangible common equity* (TCE) caratterizzata dal più alto livello di affidabilità, escludendo quegli elementi dell'attivo che non costituirebbero risorse disponibili a soddisfare i creditori in caso di liquidazione della società; impedire il *double-counting* del capitale delle diverse istituzioni finanziarie. Si veda Comana M., Curcio D., "*Le banche regionali verso i nuovi standard di Basilea 3: le novità delle proposte di riforma e una valutazione dei possibili impatti"*, in Banche e Banchieri n.1/2011.

1.3.2 Nuove misure contro la prociclicità

Basilea 3 introduce due principali meccanismi contro la prociclicità, che richiedono alle banche di accantonare capitale in eccesso rispetto al minimo regolamentare.

Il primo meccanismo è detto ***capital conservation buffer***. L'idea sottostante è che al di fuori dei periodi di tensione le banche mantengano buffer patrimoniali in eccesso rispetto ai requisiti minimi, impegnandosi a ricostituirlo, in seguito a situazioni di stress, mediante l'accantonamento a riserve di utili non distribuiti.

Il buffer di conservazione del capitale introdotto da Basilea III è quantificato pari al 2,5% di RWA e deve essere costituito da strumenti *Common Equity,* in aggiunta ai requisiti minimi di adeguatezza patrimoniale[34]. Qualora il patrimonio scenda al di sotto del livello previsto vengono imposte restrizioni alla distribuzione di utili[35], ma non all'operatività aziendale. Come possiamo osservare nella tabella riportata qui di seguito (*tavola 1.1*), i vincoli alla distribuzione del capitale aumentano man mano che il capitale si avvicina ai requisiti minimi[36].

---

[34] Prima di poter contribuire al rispetto del buffer di conservazione del capitale, il Common Equity Tier I deve essere utilizzato per soddisfare i requisiti patrimoniali minimi, inclusi quelli relativi al patrimonio di base del 6% e al patrimonio di vigilanza dell'8% se necessario. Si veda Penza P., "*Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2"*, in Bancaria n.11/2011.

[35]Da intendere nella forma di dividendi, di riacquisto azioni proprie, di pagamento discrezionale su altri strumenti del patrimonio di base, nonché di strumenti di remunerazione discrezionale, quali i bonus al personale.

[36] I livelli di surplus di capitale rispetto al minimo CET1 *ratio* sono divisi in quartili. Ad esempio, se una banca presenta un coefficiente CET1 compreso tra il 5,125 e il 5,75 (4,5% + 50%*2,5%), deve accantonare l'80% del propri utili nell'esercizio successivo; questo significa che il tasso di pay-out in termini di distribuzione dei dividendi, riacquisti di azioni proprie e pagamenti di bonus discrezionali, non potrà essere superiore al 20% dell'utile. Solo quando il capitale in eccesso rispetto ai minimi supera il 100% del buffer di conservazione del capitale (ossia quando il coefficiente CET1 > 7%), non è prevista alcuna restrizione alla distribuzione degli utili (cfr. tav. 1.1). Alle autorità di vigilanza è affidata la discrezionalità supplementare di imporre, laddove opportuno, limiti temporali alla possibilità delle banche di operare entro l'intervallo del *buffer*. In ogni caso, gli organi di vigilanza devono assicurarsi che la gestione del patrimonio delle banche preveda la ricostituzione dei *buffer* in tempi adeguati.

Tavola 1.1 **- Requisiti minimi di conservazione del capitale relativi a una singola banca**	
Coefficiente Common Equity Tier 1	**Coefficienti minimi di conservazione del capitale (in percentuale degli utili)**
4,5% - 5,125%	100%
>5,125% - 5,75%	80%
>5,75% - 6,375%	60%
>6,375% - 7,0%	40%
> 7,0%	0%

Fonte: BCBS, *"Basel III: A Global Regulatory frameworkfor more resilient banks and banking systems", dicembre 2010.*

Il secondo *buffer* introdotto da Basilea III (***countercyclical buffer***) mira a proteggere il sistema bancario dall'eccessiva crescita del credito, essendo finalizzato alla creazione di una relazione più stringente tra i requisiti patrimoniali delle banche e il contesto macrofinanziario in cui esse svolgono la propria attività.

A differenza del *buffer* di conservazione del capitale, che intende tutelare la solvibilità della singola banca in situazioni di stress attenuando la prociclicità del requisito minimo di capitale, il *buffer* anticiclico intende invece assicurare che il sistema bancario disponga di una riserva patrimoniale in eccesso che gli permetta di mantenere l'offerta di finanziamenti all'economia anche nelle fasi congiunturali negative, quando le perdite su crediti potrebbero

risultare particolarmente ingenti[37]. L'obiettivo principale risulta essere, quindi, quello di ridurre i rischi sistemici della prociclicità della regolamentazione del capitale[38].

Il *buffer* sarà costituito in un intervallo compreso tra zero e il 2,5% delle attività ponderate per il rischio e sarà eliminato una volta venuto meno il rischio sistemico. Il *buffer* anticiclico presenta lo stesso meccanismo di funzionamento del *buffer* di conservazione del capitale, viene infatti introdotto come sua estensione. Anche in questo caso, i requisiti dovranno essere soddisfatti utilizzando strumenti di *Common Equity* Tier I, dopo che siano stati prima soddisfatti i requisiti minimi. L'entità dei vincoli alla distribuzione degli utili è graduata per fasce discrete (quartili) di surplus di CET1 addizionali rispetto al minimo 4,5% (cfr. *tav. 1.2*).

[37] L'applicazione di tale requisito è prevista qualora in un determinato paese si registri un'espansione del credito giudicata anomala, alla quale potrebbero seguire, a causa dell'inversione del ciclo e della mancanza di un'adeguata capitalizzazione da parte delle banche, crisi di liquidità sistemiche. Le banche domestiche e le sussidiarie estere operanti nel paese saranno parimenti soggette all'incremento del livello del *buffer*. Montanaro E.*, "Appunti integrativi II 2011..",* op. cit.

[38] La banche attive a livello internazionale lo calcoleranno come media ponderata dei *countercyclical buffer* attivati nei paesi in cui operano, con l'attribuzione di pesi corrispondenti al rapporto fra esposizione creditizia verso clientela privata nello specifico paese ed esposizione creditizia verso clientela privata totale. Dal momento che i cicli creditizi di realtà geografiche diverse non sono perfettamente correlati tra loro, è evidente che questa regola comporterà, a livello di gruppo, la presenza di buffer anticiclici più contenuti ma con una frequenza di applicazione maggiore. L'attivazione, la quantificazione e la durata del buffer macroprudenziale competono alle Autorità di vigilanza nazionali preposte, che hanno il compito di identificare i periodi di forte surriscaldamento dell'economia e i periodi di stress, in funzione dell'andamento di uno o più indicatori macroeconomici.

***Tavola 1.2* - Requisiti minimi di conservazione del capitale relativi a una singola banca, se la banca è soggetta a un *buffer* anticiclico del 2,5%**

Coefficiente Common Equity Tier 1[39]	Coefficienti minimi di conservazione del capitale (in percentuale degli utili)
4,5% - 5,75%	100%
>5,75% - 7,0%	80%
>7,0% - 8,25%	60%
>8,25% - 9,5%	40%
> 9,5%	0%

Fonte: BCBS, *"Basel III: A Global Regulatory framework for more resilient banks and banking systems", dicembre 2010.*

Il buffer anticiclico si configura come un provvedimento macroprudenziale; a esso si affianca il trattamento delle istituzioni sistematicamente rilevanti (SIFIs), per le quali Basilea 3 introduce un requisito addizionale via via crescente, tra l'1 e il 2,5% delle attività ponderate per il rischio, in funzione del loro grado di rilevanza sistemica, da soddisfare con capitale di elevata qualità (CET1).

[39] Ovviamente, poiché i quartili sono calcolati con riferimento alla somma dei due buffer, i coefficienti di conservazione del capitale sono imposti per livelli di CET1 maggiori di quelli riportati nella precedente Tav. 2.2, in funzione del livello previsto per il buffer anticiclico.

Requisiti di capitale previsti da Basilea 3

Tipo di requisito	*Entità, in percentuale dei risk-weighted assets*	*Basilea 2*	*Basilea 3*
Common Equity	a. minimo	2,0%	4,5%
	b. conservation buffer		2,5%
	d. totale (a+b)		7,0%
Tier 1 Capital Ratio	c. Minimo	4,0%	6,0%
	e. Totale (c+b)		8,5%
Total Capital Ratio	f. minimo	8,0%	8,0%
	g. totale (f+b)		10,5%
Requisiti addizionali macroprudenziali	h. buffer anticiclico		0-2,5%
	i. requisito addizionale per banche sistemiche		0-2,5%

1.3.3 Il nuovo requisito di leva finanziaria

Per rispondere all'elevata instabilità del sistema finanziario emersa nella fase più acuta della crisi, il Comitato di Basilea ha introdotto un requisito minimo di leva finanziaria non aggiustato per il rischio (*leverage ratio*) pari al 3%[40],dato dal rapporto fra patrimonio di base (Tier 1) e totale attivo comprensivo delle esposizioni fuori bilancio[41].

[40] La leva finanziaria massima è di 33,33 volte. L'indebitamento massimo è rapportato in termini relativi, dunque, al capitale. Ciò equivale a dire che una banca potrà indebitarsi in misura non superiore a 32,33 volte il patrimonio di base [(100/3)-1]. L'introduzione di un requisito minimo al rapporto tra capitale e passività ha quindi l'obiettivo di limitare la crescita dell'attivo o, meglio, di limitare la crescita

L'obiettivo è di porre un limite alla crescita del *leverage* dei sistemi bancari al fine di attenuare i bruschi processi di *deleveraging* manifestatisi nel corso della crisi e, nello stesso tempo, di introdurre meccanismi di tutela contro il "rischio di modello", ossia il rischio che i metodi utilizzati per la stima dei coefficienti di ponderazione sottostimino i rischi effettivi e quindi il reale fabbisogno di capitale.

Infine, è importante rilevare come il Comitato di Basilea abbia previsto che le banche diano piena trasparenza in merito alla propria leva finanziaria, nell'ambito del terzo pilastro relativo alla disciplina di mercato.

1.3.4 Misure per una più prudente gestione della liquidità

I problemi connessi alla gestione della liquidità sperimentati da numerose banche internazionali nel corso della crisi finanziaria, nonostante i livelli di capitale adeguati, hanno indotto il Comitato di Basilea a proporre l'introduzione di due standard minimi di liquidità, i quali intendono conseguire due obiettivi complementari. Il primo è di sostenere il profilo di liquidità a breve termine delle banche (a questo scopo è stato destinato il *Liquidity Coverage Ratio* - LCR); il secondo obiettivo è invece quello di promuovere la resilienza strutturale delle banche al rischio di liquidità, con incentivi che le portino a finanziare l'attivo con fonti più stabili, al fine di ottenere una

per la parte finanziata da debiti: a fronte di una unità di capitale la banca può indebitarsi al massimo per 32,33 unità aggiuntive. Si veda Tutino F., Birindelli G., Ferretti P., (a cura di), "*Basilea 3. Gli impatti sulle banche",* Ed. Egea, 2011.

[41] Le attività di bilancio includono le esposizioni diverse da strumenti derivati (ad es. i prestiti) riportate al netto di accantonamenti specifici, ma non di eventuali garanzie reali; i derivati, inclusi per il loro valore corrente più una stima dell'esposizione potenziale futura.

Le attività fuori bilancio, compresi gli impegni di pagamento, devono essere tutti moltiplicati per un fattore di conversione (*credit conversionfactor,* CCF) uniforme pari al 100%, (ridotto al 10% per gli impegni revocabili incondizionatamente).

struttura bilanciata di attività a passività nell'orizzonte temporale di un anno. L'indicatore di liquidità strutturale, il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) risponde a tale finalità.

Nel rispetto del ***Liquidity Coverage Ratio***, alle banche sarà richiesto di detenere stabilmente uno stock di attivi liquidi di elevata qualità sufficienti a far fronte a un periodo di stress della durata di un mese[42].

Il nuovo indicatore verrà calcolato nel modo seguente:

$$\frac{\textbf{Stock di attività liquide di elevata qualità}}{\textbf{Totale dei deflussi di cassa netti nei 30 giorni di calendario successivi}} \geq \mathbf{100}$$

Le attività ammesse a formare il numeratore dell'indice devono essere dotate di elevata liquidità anche in condizioni di stress e virtualmente ammissibili come garanzie da parte delle Banche Centrali. Per appartenere allo stock gli strumenti devono presentare: basso rischio di credito e di mercato[43]; facilità e certezza della valutazione[44]; scarsa correlazione con attività rischiose[45]; quotazione in mercati efficienti[46].

[42] Lo scenario utilizzato per la stima deve tener conto, ad esempio, di prelievi in proporzioni elevate di depositi al dettaglio; l'eventualità che peggiori la capacità di raccolta *wholesale*; un più elevato utilizzo delle linee di credito irrevocabili non ancora utilizzate che la banca ha messo a disposizione dei clienti; deflussi di cassa aggiuntivi che potrebbero scaturire da un declassamento del rating creditizio assegnato alla banca; la potenziale necessità per la banca di rimborsare i propri debiti o di onorare obblighi extracontrattuali alla scopo di attenuare il rischio di reputazione; un aumento della volatilità di mercato che impatti sulla qualità delle garanzie o sulla potenziale esposizione futura collegata alle posizioni in derivati e richieda dunque scarti di garanzia (*haircut*) più ampi o garanzie ulteriori. BCBS, *"Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring",* dicembre 2010.

[43] Le attività devono essere caratterizzate da bassa *duration* (misura della sensibilità del prezzo di un titolo a reddito fisso alle variazioni del tasso d'interesse), bassa volatilità, basso rischio di inflazione e denominate in una valuta con basso rischio di cambio.

[44] Il pricing di un'attività liquida ad elevata qualità deve essere semplice da calcolare, senza ricorso a modelli matematici complessi e gli imput di calcolo devono essere pubblicamente disponibili.

[45] Non deve esserci un rischio di correlazione avversa, ossia la tendenza a perdere valore in periodi di stress dei mercati. Per questa ragione, le obbligazioni bancarie non sono ammesse

Quanto al denominatore, questo è definito come il totale dei deflussi di cassa attesi al netto del totale degli afflussi di cassa attesi nei trenta giorni successivi, nello scenario di stress delineato[47].

Tanto maggiore è il rischio di liquidità quantificato al denominatore, tanto maggiore sarà lo stock di attività liquide da detenere a copertura dello stesso[48].

Con il comunicato stampa del 6 gennaio 2013[49], il GHOS ha confermato il ruolo dell' LCR quale componente essenziale delle riforme di Basilea 3 e ha approvato una serie di modifiche alla formulazione originaria del 2010, ritenuta troppo severa, prevedendo anche, come si vedrà in seguito, una tabella di marcia per l'introduzione graduale del requisito.

Il ***Net StableFunding ratio*** (NSFR) è il secondo degli standard di liquidità previsti da Basilea 3, disegnato con la finalità di promuovere miglioramenti strutturali nel profilo di rischio di liquidità degli istituti di credito in un'ottica di lungo periodo. Obiettivo dell'indicatore è di garantire che le attività a lungo termine siano finanziate attraverso un ammontare minimo di passività stabili, cercando, così, di minimizzare il *gap* di scadenze fra attivo e passivo. Esso cerca, quindi, di limitare l'eccessivo ricorso a fonti di finanziamento a breve termine nei periodi di mercato favorevoli e stimolare

tra le attività liquide di elevata qualità, dato che è verosimile che il loro valore si riduca sensibilmente nelle fasi di crisi. Si veda Resti A., *"Liquidità e capitale delle banche: nuove regole, i loro impatti",* in Bancaria, n. 11/2011.

[46] La quotazione di un'attività ne aumenta la trasparenza.

[47] Le uscite di cassa sono calcolate moltiplicando i saldi delle varie categorie e tipologie di passività (anche *off-balance sheet*) per il tasso al quale ci si attende che la raccolta venga ritirata. Le entrate di cassa si ottengono invece moltiplicando i saldi delle varie categorie di impieghi per il tasso al quale ci si attende che si traducano in flussi di cassa nello scenario di stress previsto.

[48] Montanaro E.*, "Appunti integrativi II 2011..."*, op. cit.

[49]Tali modifiche includono l'ampliamento della gamma di attività considerate di elevata qualità *(high quality liquid assets,* HQLA), l'aggiustamento di alcuni tassi di afflusso e deflusso al fine di rispecchiare meglio le condizioni effettivamente sperimentate in periodi di tensione, la conferma della possibilità di utilizzare lo stock di attività liquide nei periodi di stress. Si veda BCBS, *Comunicato stampa*, 6 gennaio 2013.

una migliore valutazione del rischio di liquidità relativo a tutte le voci del bilancio, comprese quelle *off-balance sheet.*

Il *ratio* è così definito:

$$\frac{\textbf{\textit{Ammontare disponibile di provvista stabile}}}{\textbf{\textit{Ammontare richiesto di provvista stabile}}} > 100\%^{50}$$

Dove per provvista stabile disponibile si intende l'importo costituito dal capitale e dalle passività ritenute fonti di finanziamento affidabili nell'arco di un anno in condizioni di prolungato stress finanziario[51]. Ad ogni componente del passivo è attribuito un fattore di disponibilità nel lungo termine, che risente del carattere di stabilità della fonte considerata, pari ad esempio al 100% per il capitale e le passività con scadenza superiore a un anno, al 90% per i depositi al dettaglio a vista o con scadenza inferiore a un anno, allo 0% per la raccolta interbancaria.

L'ammontare richiesto di provvista stabile, invece, è una stima del fabbisogno di finanziamenti stabili, determinato in funzione delle caratteristiche di liquidità degli attivi detenuti dalla banca. Gli impieghi saranno ponderati, in base al grado di liquidità, mediante fattori definiti "*required stable funding*" (RSF), ancora una volta stabiliti dal *regulator*[52]. In questo caso, più le

[50] Le Autorità di vigilanza possono inoltre definire altri livelli dell'NSFR come soglie per un potenziale intervento prudenziale.

[51] Si tratta di eventi meno severi rispetto a quelli stabiliti per il LCR. In particolare, viene fatto riferimento a un calo della redditività o della solvibilità derivante da un aumento delle esposizioni ai rischi di credito, di mercato od operativi e/o altri rischi; a un potenziale declassamento del rating assegnato ai titoli di debito, controparti o depositi; a un evento di rilievo che metta in dubbio la reputazione o il merito di credito dell'istituzione. Si veda Tutino F., Birindelli G., Ferretti P., "*Basilea 3. Gli impatti sulle banche",*, op. cit.

[52] I fattori RSF sono parametri definiti dal Comitato di Basilea che approssimano, per ogni tipologia di attivi, la quota che si ritiene non potrebbe essere monetizzata mediante la vendita o l'impiego come garanzia in condizioni protratte di tensione di liquidità (un anno), e che quindi deve essere coperta con raccolta stabile. Montanaro E*., "Appunti integrativi II 2011..",* op. cit.

attività sono liquide o facilmente liquidabili, minore sarà il fattore di ponderazione.

E' importante osservare, infine, come il Comitato di Basilea abbia previsto anche un rafforzamento dei sistemi di monitoraggio della liquidità delle banche da parte delle autorità di vigilanza nazionali, proponendo, a tale scopo, indicatori quali: lo squilibrio fra scadenze contrattuali di attività e passività; la concentrazione del funding per controparte, prodotto e valuta.

1.3.5 Una migliore copertura dei rischi di mercato e di controparte

Come risposta immediata alla crisi, il Comitato di Basilea, già nel luglio 2009, decise un incremento rilevante dei requisiti patrimoniali per il rischio di mercato e a fronte delle operazioni di cartolarizzazione, determinati attraverso la metodologia del VAR sotto stress, con lo scopo di rimuovere gli incentivi agli arbitraggi regolamentari fra *banking* e *trading book*. E' previsto inoltre un requisito aggiuntivo a fronte del cosiddetto rischio di migrazione tra una classe di rating e l'altra (*Incremental Risk Charge* – IRC). Tali regole, note come Basilea 2.5, sono entrate in vigore già alla fine del 2011. Il fabbisogno di capitale per il rischio di mercato è stato incrementato di tre/quattro volte rispetto a quello richiesto dalla versione originaria di Basilea II[53].

Basilea III aggiunge a quanto già previsto da Basilea 2.5 la disciplina del rischio di controparte[54] adottando diverse soluzioni, prevedendo, in

[53] Montanaro E.*, "Appunti integrativi II 2011..",* op. cit.

[54] Fattispecie del rischio di credito che si traduce nel rischio che un'operazione con una controparte generi una perdita dovuta all'inadempienza della controparte stessa nei modi e tempi previsti dal contratto. Vi si fa riferimento in particolare per i rischi connessi al regolamento di contratti derivati

particolare: a) l'aumento del coefficiente di correlazione per il calcolo delle perdite inattese su esposizioni nei confronti di intermediari finanziari di dimensioni sistemiche, così da disincentivare eccessive esposizioni nei confronti degli stessi che potrebbero generare, come abbiamo visto, un eccessivo rischio sistemico[55]; b) la stima mediante modelli interni del costo di sostituzione dei contratti (Expected Positive Exposition, EPE) - che corrisponde alla misura dell'EAD per il rischio di credito dei derivati OTC - deve tener conto della potenziale volatilità e illiquidità dei mercati in condizioni di stress (calcolo dello *stressed VAR*); c) accanto al capitale basato sull' EPE viene introdotto un secondo requisito (*Credit Value Adjustment* - CVA) per tenere conto non solo del rischio di default della controparte, ma anche del rischio di un suo possibile declassamento creditizio[56].

negoziati su mercati non regolamentati (OTC), i quali non beneficiano di meccanismi di riduzione del rischio di credito basati su una cassa di compensazione.

[55] Per fronteggiare il rischio sistemico derivante dall'interconnessione fra banche e altre istituzioni finanziarie tramite i mercati dei derivati, il Comitato introduce una serie di incentivi a trasferire le esposizioni in derivati verso le Controparti Centrali (*Central Counterparties,* CCP). Montanaro E.*, "Appunti integrativi II 2011..",* op. cit.

[56] Durante la crisi, in effetti, gran parte delle perdite registrate dalle banche sul rischio di controparte non è derivata da vere e proprie insolvenze, quanto dal fatto che il merito creditizio delle istituzioni con cui erano stati negoziati contratti OTC è improvvisamente peggiorato. Si veda Resti A., Sironi A., "*La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare"*, op. cit.

1.4 La transizione a Basilea 3 e le sfide aperte per le banche

Al fine di evitare impatti significativi sull'economia reale[57] il Comitato ha previsto per l'entrata in vigore della nuova regolamentazione un percorso graduale a partire dal gennaio 2013[58](cfr. tavola 1.3).

Allo stato attuale, soltanto alcuni Paesi hanno messo a punto e pubblicato regole definitive per il varo della riforma (tra questi Giappone, India e Cina). Dopo la decisione degli USA di rinviare il varo della riforma, peraltro senza indicare alcuna data alternativa, anche l'Europa si è mossa per chiedere di rimandare l'entrata in vigore delle regole, al fine di evitare i riflessi negativi che la decisione statunitense avrebbe avuto sulla concorrenza internazionale e sulla competitività internazionale delle banche europee. Altro obiettivo è quello di scongiurare il peggioramento del ciclo economico e aiutare la fase di ripresa grazie a una maggiore disponibilità di credito a imprese e famiglie. Tuttavia, il procrastinarsi dei tempi di definitiva applicazione delle norme desta qualche perplessità[59]. Il timore è che, come accaduto con Basilea 2, dall'annuncio delle nuove regole alla loro definitiva applicazione passi un periodo troppo lungo che anziché essere utilizzato per preparare le basi per un sistema finanziario più sicuro e stabile, venga sfruttato per trovare soluzioni con cui aggirare le norme o meglio, depotenziarle.

---

[58] Il Comitato ha tenuto anche conto dell'attuale recessione in atto e della bassa redditività del patrimonio delle banche (livelli depressi di ROE bancario, causati sia dell'elevata incidenza delle perdite su crediti, sia dal ridotto margine di interesse in seguito alla riduzione dei volumi di intermediazione e della bassa inclinazione della curva dei tassi. Tuttavia, sono state mosse numerose critiche a tale decisione, per via di tempi considerati eccessivamente lunghi.

[59] Sul blog di Economy2050 si legge che la sensazione è che l'incessante pressione esercitata dalle lobby bancarie per rallentare l'entrata in vigore della nuova disciplina nulla abbia a che vedere con le preoccupazioni per un impatto restrittivo sull'offerta di credito ma sia dovuta, piuttosto, al fatto che l'attività dei derivati verrebbe fortemente penalizzata e avrebbe severi impatti per gli USA, che non l'hanno mai ridimensionata. Economy2050, *"Basilea 3: l'alleggerimento del Liquidity Coverage Ratio (LCR) non favorirà le imprese*", 14 gennaio 2013.

Tavola 1.3 Fasi di applicazione

Decorrenza 1°gennaio	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Leva finanziaria		*Fase di sperimentazione 1° gennaio 2013 – 1° gennaio 2017 Informativa dal 1° gennaio 2015*				*Migrazione al 1° pilastro*	
Coefficiente minimo di Common equity	3,5%	4,0%		4,5%			4,5%
Buffer di conservazione del capitale				0,625%	1,25%	1,875%	2,5%
Common equity minimo incl. buffer di conservazione del capitale	3,5%	4,0%	4,5%	5,125%	5,75%	6.375%	7,0%
Introduzione graduale delle deduzioni dal CET1		20%	40%	60%	80%	100%	100%
Capitale tier 1 minimo	4,5%	5,5%	6,0%				6,0%
Capitale totale minimo		8,0%					8,0%
Capitale totale minimo più buffer di conservazione del capitale		8,0%		8,625%	9,25%	9,875%	10,5%
Strumenti di capitale non ulteriormente identificabile come capitale Tier 1 o capitale Tier 2	*Esclusione graduale su un arco di 10 anni con decorrenza 2013*						
Indice della copertura di liquidità-LCR			60%	70%	80%	90%	**100%**
Indice della copertura di liquidità – NSFR						*Introduzione standard minimo*	

Fonte: BCBS, "Basel III phase-in arrangements, 2013", www.bis.org.

A conclusione di questa sezione riteniamo opportuno offrire alcuni spunti di riflessione, in vista di quelle che saranno le tematiche trattate nel prosieguo del lavoro.

Più capitale e di migliore qualità.

In primo luogo, come è stato osservato nelle pagine precedenti, Basilea 3 ruota attorno al concetto di *Common Equity*. E' con riferimento a quest'ultimo che si registra, considerando anche il *capital conservation buffer*, l'aumento più significativo (dal 2% al 7%) del requisito patrimoniale. Ciò comporta per le banche un sensibile inasprimento del fabbisogno di capitale[60]. La ristretta flessibilità dei criteri per l'inclusione delle diverse componenti patrimoniali nell'aggregato principale, rende più arduo il processo di rafforzamento patrimoniale, in quanto si rompono alcuni punti di equilibrio fra le esigenze del socio finanziatore, disposto, ad esempio, a sacrificare i diritti amministrativi in cambio di maggiori diritti patrimoniali, e quelle dell'impresa, interessata al reperimento dei mezzi propri presso la più ampia platea possibile di investitori[61].

[60] Basti pensare, alla luce dell'analisi di impatto condotte dalle autorità internazionali, qualora la riforma fosse entrata in vigore a fine 2009, per un campione di gruppi bancari italiani, rappresentativo dell'intero sistema, sarebbero stati necessari 47 miliardi di euro per raggiungere un coefficiente di CET1 del 7% secondo la definizione di Basilea 3. Tale deficit di capitale tuttavia, si è progressivamente ridotto negli ultimi anni: si è parlato di "corsa agli aumenti di capitale". Ciò, tuttavia, è dovuto al fatto che, dopo la crisi finanziaria recente, il mercato dei capitali e gli organi di vigilanza hanno imposto alle banche un rafforzamento della propria dotazione patrimoniale. Le stesse agenzie di rating hanno esplicitamente richiesto alle banche un rafforzamento dei propri coefficienti di capitale per poter mantenere la stessa valutazione di merito creditizio. Si veda Mieli S., "*Nuove regole per la finanza dopo la crisi: le sfide per le banche e le autorità di vigilanza"*, Convegno ABI "Basilea 3 2011", Roma, 20 giugno 2011; Sironi A., *"Chi ha paura di Basilea 3?"*, Editoriale 2010.

[61] Si pensi all'esperienza italiana delle azioni di risparmio (prive del diritto di voto in assemblea, sono dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale previsti nello statuto) e delle azioni privilegiate (con le quali l'azionista acconsente a limitare il proprio diritto di voto all'assemblea straordinaria per ottenere un privilegio nella ripartizione degli utili). Con il 5° aggiornamento alla Circolare 263/2006, le azioni privilegiate e di risparmio, sia per i benefici previsti in sede di liquidazione sia per i loro meccanismi di remunerazione (privilegio nella distribuzione dei dividendi), sono state eliminate dal computo del capitale sociale già dal 31 dicembre 2010, ancorché sia previsto un periodo di transizione di 30 anni. Si veda Molinari M.,"*Basilea Zero*", op. cit., pp. 109-110.

Altro impatto rilevante deriva, per le banche italiane, dalla deduzione dal CET1 delle attività per imposte anticipate (DTA), sebbene gli interventi normativi realizzati in Italia rendono certa la trasformazione in attività disponibili nei confronti dell'Erario qualora si verifichi una perdita d'esercizio; in tal caso, tali attività non devono essere dedotte dal capitale, bensì incluse tra le attività ponderate per il rischio, con un peso pari al 100%[62].

Anche nell'*Additional Tier 1* il nuovo sistema offre pochi margini di flessibilità, prevedendo l'esclusione dei cosiddetti titoli ibridi, distinti a seconda che siano dotati o meno di *step-up*[63]. Le evidenze della crisi dimostrano che le banche, al fine di evitare conseguenze negative di natura reputazionale o relative a future capacità di raccolta, in pochissimi casi hanno concretamente utilizzato le clausole di cancellazione dei pagamenti implicite in questi strumenti. Ne è derivata una scarsa valenza degli stessi in termini di capacità di assorbimento delle perdite. Tuttavia, tali provvedimenti penalizzano gli ordinamenti più rigorosi, come quello italiano, in cui tali strumenti sono stati utilizzati solo dalle banche principali e con limiti di computo piuttosto stringenti[64]. Inoltre, in alcuni casi, gli strumenti ibridi esistenti hanno

[62]Il regime fiscale esistente in Italia, unico nel panorama internazionale, consente la deducibilità fiscale dall'utile di esercizio delle svalutazioni e delle perdite su crediti solo entro limiti stringenti, frazionando l'eccedenza su un arco di diciotto anni. Il sistema genera quindi attività per imposte anticipate di ammontare elevato.

[63] Le caratteristiche degli strumenti innovativi di capitale, ossia degli ibridi dotati di *step-up*, sono state definite per la prima volta con il comunicato stampa del 27 ottobre 1998 del Comitato di Basilea, che affidava alle Autorità di vigilanza nazionali il compito di declinare nei rispettivi ordinamenti una disciplina per la quale strumenti formalmente di debito avrebbero concorso alla formazione del patrimonio di base purché contenessero alcuni elementi di partecipazione al rischio d'impresa, riconducibili ai seguenti aspetti: subordinazione, permanenza, assorbimento delle perdite e flessibilità dei pagamenti. Le banche ne hanno fatto largo uso perché, per un verso rappresentano patrimonio di qualità primaria, per un altro sono percepiti dagli investitori come strumenti di debito. Inoltre, la deducibilità della remunerazione e l'assoggettamento al regime di ritenuta proprio delle obbligazioni hanno costituito ulteriori spunti nel senso dell'efficienza di tali strumenti, il cui costo effettivo è da sempre stato significativamente inferiore al costo del capitale.

[64] La banche italiane hanno mostrato infatti di detenere capitale di migliore qualità. Ciò è dovuto al fatto che nell'esperienza italiana la regola si è tradotta nella contabilizzazione degli strumenti ibridi nel limite del 20% del Tier I, o del 15% se muniti di *step-up* (altri ordinamenti hanno riconosciuto limiti più ampi).

dimostrato di dare effettivo conforto alla banca che si trovi in difficoltà[65]; in altri casi non si sono verificati i presupposti della cancellazione delle cedole[66].

La capacità del sistema di attrarre investitori è il presupposto per il rafforzamento del patrimonio delle banche, ma il nuovo sistema sembra, in tal modo, offrire pochi margini di flessibilità, costringendo le banche a rinunciare a potenziali mercati o, comunque, a sostenere costi di accesso maggiori non necessariamente giustificati da un apprezzabile aumento della qualità dei mezzi propri raccolti.

Nonostante l'importanza legata all'aumento della qualità e della quantità del capitale, le banche continuano ad essere responsabili della misurazione, del controllo e della gestione del rischio di credito. . Partendo da questa considerazione, riteniamo opportuno evidenziare un secondo aspetto.

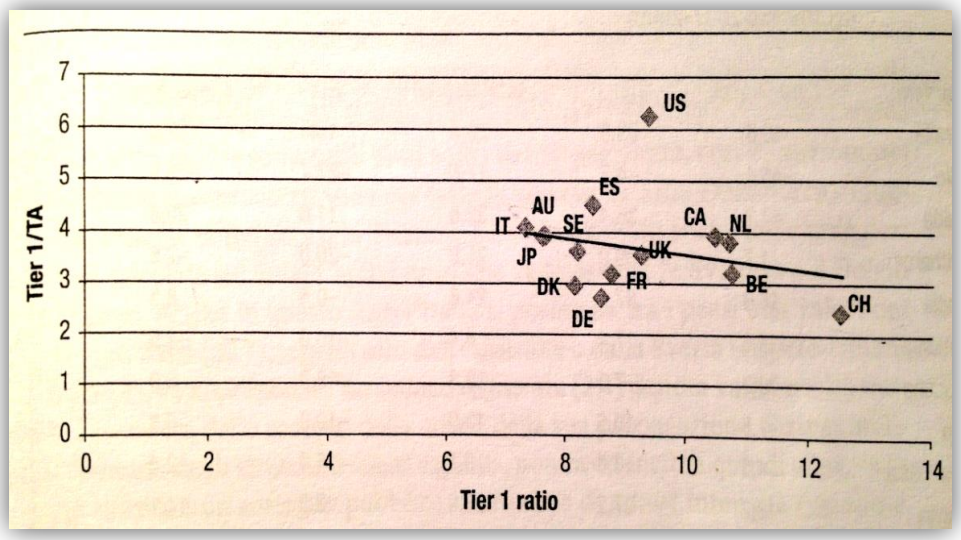
Il peso delle RWA sul totale delle attività.

Alcune evidenze empiriche dimostrano che, osservando i valori dei *ratio* patrimoniali e delle leve (costituiti dal *Tier 1 ratio* e dal *Tier 1/Total Asset*), si evince una correlazione inversa tra i due indici, come evidenzia la figura 1.1.

[65] Banca Italease è un esempio a riguardo: fino alla ricapitalizzazione effettuata dalla controllante Banco Popolare, si è trovata con i coefficienti patrimoniali fortemente deteriorati e, in base al regolamento degli strumenti ibridi, ha cancellato le cedole. In questo modo, tali strumenti hanno concretamente contribuito all'assorbimento delle perdite, in un momento di particolare stress della banca. Molinari M. "*Basilea Zero"*, op. cit., p. 114.

[66] "D'altra parte, in presenza di utile è difficile sostenere che i portatori di strumenti ibridi debbano soffrire, dal momento che non soffrono neppure gli azionisti". Molinari M.,"*Basilea Zero*, op. cit., p.115.

Figura 1.1 Ratio patrimoniale e leva

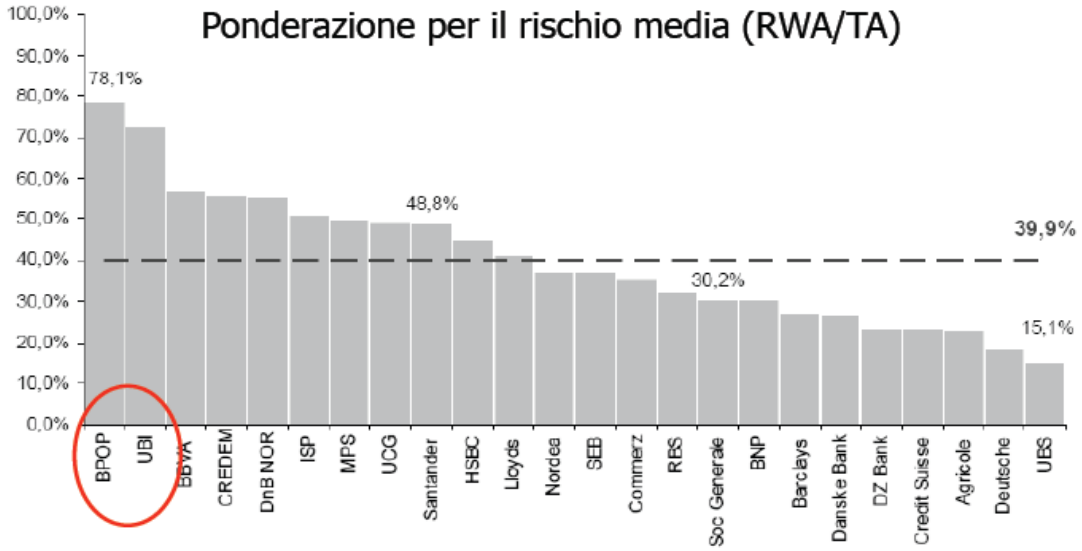


Fonte: Tutino F., Birindelli G., Ferretti P., "Basilea 3. Gli impatti sulle banche", 2011.

Ne deriva che mediamente le banche con un elevato indicatore di adeguatezza patrimoniale presentano basse leve (per esempio gli istituti svizzeri e belgi), mentre l'opposto accade per le altre banche, tra cui quelle italiane, che mostrano un minor Tier 1 ratio, a cui si affianca un livello di leva tra i più alti. Tra le cause principali di tali situazioni contraddittorie vi è, come abbiamo visto anche in precedenza, l'inadeguatezza di Basilea 2 nel quantificare gli RWA rispetto ai rischi reali, gli arbitraggi regolamentari e i diversi modelli di business. Negli ultimi anni infatti, le banche hanno mostrato di caratterizzarsi per bassi livelli di RWA a fronte di un totale attivo particolarmente elevato.

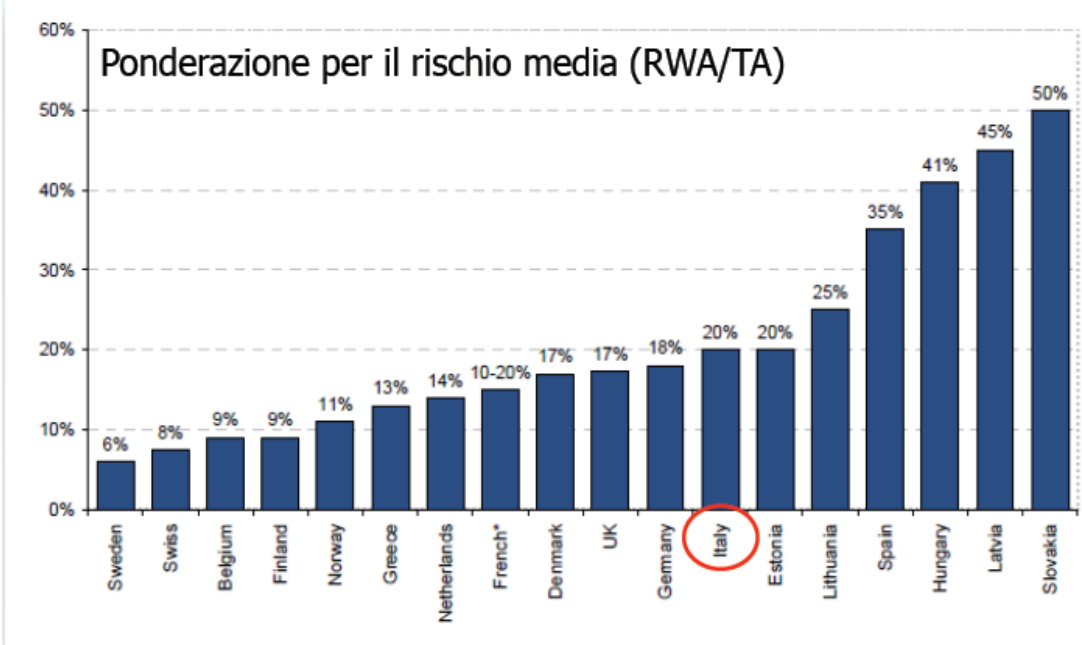
Ciò porta a spostare l'attenzione sul rapporto RWA/*Total Asset*, dipendente *in primis* dall'orientamento delle banche verso l'attività creditizia. A fronte di bassi RWA/*Total Asset* in paesi come la Svizzera, la Svezia e il Belgio, si hanno paesi con valori elevati, tra cui l'Italia, caratterizzata da un modello basato prevalentemente sull'intermediazione creditizia (Figure 1.2 e 1.3).

Figura 1.2



Fonte: Cannata, Casellina e Guidi (2012) su dati Pillar III

Figura 1.3



Fonte: Resti A., "*Nuove regole su capitale e liquidità: spunti di riflessione e di ricerca*", Convegno ADEIMF, Bologna, 8 marzo 2013.

La prevalenza del modello di business tradizionale si riflette in altri termini in una maggiore incidenza delle attività rischiose rispetto a quanto accade nelle realtà estere in cui i rischi di mercato connessi all'attività finanziaria, quale componente significativa dell'operatività, non risultano adeguatamente "pesati" negli RWA[67]. L'effetto è paradossale: continuando a regolare in maniera più stringente la parte meno rischiosa del sistema, l'effetto che potrebbe verificarsi è una spinta a cambiare modello di business e ad adottare strategie di gestione più rischiose delle precedenti. L'esatto opposto dell'obiettivo della normativa.

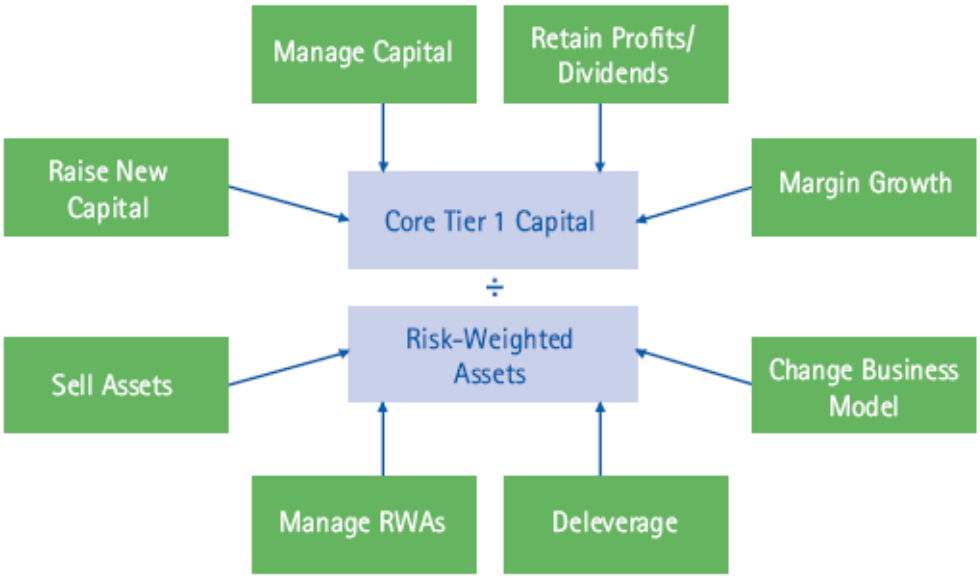
Con specifico riferimento alla struttura dell'attivo, nella fase centrale delle crisi gli intermediari domestici si caratterizzavano per una quota di prestiti alla clientela pari al 63% del totale attivo e per quella relativa ai titoli pari al 18%; per contro, paesi come la Germania, la Francia, la Spagna, l'Olanda e il Regno Unito presentavano in media valori rispettivamente del 38% e del 47%.

I vincoli patrimoniali, per tali ragioni, influenzano inevitabilmente in senso restrittivo le politiche creditizie e commerciali delle banche. Infatti, i requisiti patrimoniali minimi, essendo, come noto, parametrati alle attività ponderate per il rischio, aumentano al crescere di queste ultime. Durante le fasi negative del ciclo economico, come quella attuale, gli RWA aumentano a causa di un peggioramento dei rating e delle probabilità di default. Questo fa sì che le banche con dotazione patrimoniale più modesta tendano a contrarre l'erogazione dei nuovi finanziamenti per poter garantire il rispetto dei requisiti patrimoniali, con conseguenti impatti sull'economia reale.

Le questioni fin qui descritte possono essere sintetizzate nello schema riportato qui di seguito.

---

[67] Mussari G., "*Basilea 3 e l'impatto sui finanziamenti bancari alle imprese italiane"*, Audizione presso la Camera dei Deputati X Commissione, 6 ottobre 2010.



La minore disponibilità di credito ha avuto in Italia un impatto non trascurabile sull'economia reale; ciò si spiega con le caratteristiche strutturali e le debolezze del sistema finanziario italiano, incentrato sul ruolo centrale delle banche nell'allocazione delle risorse finanziarie, privo di mercati obbligazionari e azionari adeguatamente sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito bancario.

Le difficoltà risultano maggiori per le imprese con bilanci meno equilibrati: la più elevata probabilità di default di queste imprese comporta una maggiore cautela nell'erogazione del credito da parte delle banche, cui si associa la richiesta di maggiori garanzie e tassi di interesse più alti. L'aumento degli spread rende non proficui investimenti altrimenti convenienti e, in generale, disincentiva la domanda di finanziamenti da parte delle imprese. A maggior ragione durante la crisi, scarsi livelli di capitalizzazione di alcuni intermediari e l'elevato assorbimento di capitale connesso con i prestiti alle imprese finanziariamente fragili, potrebbe aver indotto le banche a respingere più frequentemente le richieste di finanziamento provenienti da queste

aziende. Le risposte fornite all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) indicano che a partire dal 2008 le condizioni di offerta del credito sono diventate più restrittive per effetto delle forti tensioni cui sono stati ripetutamente esposti i bilanci bancari.

La diminuzione dei prestiti bancari alle imprese si è accentuata nel corso del 2012, come risultato sia delle tensioni dal lato dell'offerta di credito, sia della debolezza della domanda di finanziamenti, connessa con l'indebolimento dell'attività economica e il calo del fabbisogno finanziario[68].

Nell'ultimo trimestre del 2012 le condizioni finanziarie e di liquidità delle imprese sono peggiorate; le difficoltà di rimborso dei prestiti sono aumentate. L'accesso al credito rimane più difficile per le aziende di minori dimensioni, per le quali è meno agevole il ricorso a fonti di finanziamento alternative al canale bancario. La percentuale di piccole imprese che dichiarano di non aver ottenuto il credito richiesto risulta nettamente superiore rispetto a quella delle altre classi dimensionali[69].

In Italia il legame tra banche e imprese è particolarmente forte. Tale relazione riflette le caratteristiche strutturali della nostra economia, *in primis* la frammentazione del tessuto produttivo in numerose piccole e medie aziende che non sono in grado di accedere al mercato dei capitali. Sistema bancario e sistema imprenditoriale risultano legati da una relazione inscindibile: le difficoltà delle imprese si ripercuotono sulle banche attraverso le perdite originate dal mancato rimborso dei prestiti, che gravano sul conto economico e incidono sul patrimonio; le imprese, a loro volta, sono esposte agli shock dal lato dell'offerta di credito[70].

---

[68] Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n.2, novembre 2011.
[69] Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 5, Aprile 2013.
[70] Signorini F., "*Banche e imprese nella crisi"*, XLIV GIORNATA DEL CREDITO, Intervento di Luigi Federico Signorini, Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria, Banca d'Italia, Roma, 3 ottobre 2012.

Nella situazione attuale perciò le banche dovrebbero essere in grado di effettuare scelte che, da un lato, evitino il razionamento del credito, che penalizzerebbe ulteriormente le imprese e, dall'altro, siano coerenti con i propri equilibri economico – finanziari.

Gli impatti dei nuovi requisiti di liquidità

Altro fattore determinante nell'offerta di credito da parte delle banche è rappresentato dai vincoli di liquidità formalizzati da Basilea 3 attraverso l'introduzione del *liquidity coverage ratio* e del *net stable funding ratio*.

Secondo l'economista Zingales[71], la disciplina dell'LCR in Italia ha provocato un *credit crunch,* ossia una contrazione del credito, che ne determina un aumento del costo, con implicazioni negative sull'economia reale. I problemi discendono dalla composizione del *ratio* che contempla fra le attività facilmente liquidabili i titoli di Stato, fra l'altro senza escludere quelli più rischiosi dell'area euro (greci, irlandesi, portoghesi). Non vi rientrano invece i prestiti alle imprese poiché non considerati liquidi. A parità di rendimento, le banche sono quindi indotte a investire la loro liquidità in titoli di Stato piuttosto che in crediti alle imprese, dal momento che, prestando a un'impresa, devono accantonare della liquidità, al fine di soddisfare il requisito richiesto. Inoltre, poiché i margini disponibili sulle linee di credito (ovvero la differenza tra credito accordato e credito utilizzato) sono considerate una potenziale fonte di uscite di cassa, e dunque accresceranno il denominatore del rapporto deprimendo il valore del quoziente, le banche potrebbero divenire più riluttanti nel concedere flessibilità ai clienti nell'utilizzo delle linee di fido, sebbene per tali voci sia stata ridotta, con le modifiche apportate di recente all'indicatore, la percentuale di deflusso prevista nello scenario di stress delineato.

[71] Zingales Luigi, *"Quando la banca scopre i BOT"*, Il Sole 24 Ore, 11maggio 2011.

L'introduzione dei coefficienti di liquidità, oltre a rafforzare la resilienza dell'ente bancario, ne deprime al contempo la redditività, dato l'approccio restrittivo alla definizione di disponibilità liquide e dei requisiti per il finanziamento con fondi a lungo termine (un aumento dei costi di finanziamento può indurre le banche ancora una volta a ridurre i prestiti o ad aumentare i tassi applicati). L'indicazione delle voci da ricomprendere nel calcolo dell'LCR e del NSFR, inoltre, ha delineato una sorta di lista degli *asset* buoni e non, per la gestione della tesoreria.

Ne deriva che l'introduzione dei due ratio, seppur valutata positivamente in ordine alla generica finalità di rafforzare il profilo finanziario delle istituzioni attraverso regole uniformi su scala internazionale, solleva perplessità e timori riconducibili sia alle modalità di determinazione delle grandezze che costituiscono i due *ratio*, sia agli impatti che essi potranno produrre sull'operatività e sulle strategie bancarie, nonché, in termini più generali, sui mercati finanziari e sulle economie globali.

Per le ragioni finora esposte, le nuove regole sulla liquidità e sul capitale, potrebbero essere destinate a ridimensionare il ruolo dell'industria bancaria nel convogliare fondi all'economia e, di conseguenza, imprese e famiglie potrebbero allora essere costrette a ricercare fonti alternative di finanziamento[72].

[72] EBA, *New bank Liquidity Rules: Dangers Ahead*, A Position Paper by EBA's Banking Stakeholder Group, ottobre 2012.

CAPITOLO SECONDO

LA RIFORMA DEL SISTEMA FINANZIARIO INTERNAZIONALE: UNA NECESSITÀ?

Premessa

La funzione vitale degli intermediari e dei mercati finanziari, quella cioè di contribuire all'ottimale allocazione delle risorse finanziarie disponibili all'interno di un sistema economico tra soggetti in surplus e in deficit, è stata progressivamente messa in discussione da una involuzione del ruolo e delle funzioni sia delle imprese bancarie sia dei mercati finanziari, che sembrano non svolgere più tale funzione in maniera appropriata, a causa dell'affermarsi di quello che è stato definito un vero e proprio "capitalismo d'azzardo". Come affermano Amato e Fantacci, nel loro recente lavoro sull'origine dell'odierna crisi finanziaria:

" […] la crisi può apparire come il segno della fine non della finanza, ma di una finanza, fondata sui mercati finanziari, e dunque sulla rappresentazione della moneta come merce"[73].

Tale rappresentazione costituisce il tratto di fondo della moneta capitalistica, una merce il cui prezzo, l'interesse, si forma sui mercati monetari e finanziari. Contro tale rappresentazione della moneta, e in favore di una sua riforma radicale, Keynes ha profuso le sue energie intellettuali lungo tutta la sua vita, e l'epoca in cui viviamo ci induce a pensare che questo non sia affatto un errore.

L'economista britannico, in occasione della conferenza di Bretton Woods al termine del secondo conflitto mondiale, aveva proposto, per conto del governo inglese, l'istituzione di una camera di compensazione analoga all'Unione europea dei pagamenti[74], ma su scala globale: l'*International Clearing Union.* Come è noto, però, nel testo finale degli accordi ha prevalso il piano americano, e su tale piano si è incentrata la realizzazione del Fondo Monetario

[73] Amato M., Fantacci L., "*Fine della..*", op. cit., p.5.
[74] Si veda la nota 113 del presente capitolo.

internazionale (FMI). La conferenza di *Bretton Woods* segnò la strada che ha portato all'unificazione monetaria europea. Il percorso, terminato con il Trattato di Maastricht nel 1992, vide la nascita dell'Euro.

La moneta unica europea avrebbe dovuto configurarsi come un franco forte in grado di favorire l'integrazione politica ed economica tra i vari Paesi aderenti all'Unione Monetaria; in realtà , numerose sono le criticità e le lacune di carattere istituzionale che essa tuttora presenta, e che potrebbero minare alla base l'intero progetto monetario ed economico europeo.

Alla luce di tali considerazioni, non pretendiamo di dire l'ultima parola su tematiche che hanno visto impegnati numerosi studiosi, quanto piuttosto di avviare una riflessione sul ruolo che hanno progressivamente assunto gli intermediari e i mercati finanziari negli ultimi anni. In questa prospettiva, i recenti contributi di Amato e Fantacci[75], "*Fine della finanza*" e "*Come salvare il mercato dal capitalismo*", costituiscono per noi un punto di riferimento essenziale.

La domanda che ci poniamo è la seguente: é giunto il momento di pensare a una vera e propria riforma della finanza? Se non ora, quando?

[75]Massimo Amato è studioso di storia della moneta. Luca Fantacci è studioso di storia finanziaria e del pensiero di Keynes. Entrambi insegnano Storia economica presso l'Università Bocconi di Milano.

2.1. Le criticità palesate dalla finanza tradizionale

"Il sistema finanziario occidentale va somigliando sempre di più a un'enorme casa da gioco. Ogni giorno vi si mettono in gioco somme di denaro di proporzioni inimmaginabili. Di notte il gioco continua dall'altra parte del mondo. Nei palazzi torreggianti che dominano i maggiori centri le stanze degli uffici sono piene di giovani fumatori accaniti intenti a giocare, gli occhi fissi sugli schermi dei computer sui quali i prezzi cambiano in continuazione. Essi giocano coi telefoni intercontinentali o digitando macchine elettroniche, esattamente come i clienti delle case da gioco guardando la pallina come ruzzola sulla roulette e puntando le fiches sul rosso o sul nero sui numeri pari o dispari. I croupiers di questa casa da gioco sono i grandi banchieri o i grandi intermediari …"

Ecco come Susan Strange, nel suo libro sul capitalismo d'azzardo, ritrae ironicamente il sistema finanziario odierno: una casa da gioco "spietata"[76].

"*La finanza egemone presidia ogni ambito della vita associata, salvo quello che propriamente le compete […]. I mercati finanziari oggi fanno tutto, tranne che finanziare. Giocano si dice. Ma il gioco che fanno non è innocente […][77]"*

Al momento dello scoppio della crisi finanziaria, la tendenza maggiormente diffusa è stata semplicemente quella di negare che si potesse parlare di crisi. Al sopraggiungere dell'ottobre nero del 2008 invece, tutti "sapevano già" che il sistema era insostenibile. La tanto decantata "innovazione finanziaria" riceveva così il più sinistro e tradizionale nome di "speculazione". L'incrollabile fede nell'"evidente" capacità di autoregolazione del mercato, lasciava il passo a una altrettanto "evidente" esigenza di nuova e più efficace regolamentazione.

[76] Ruffolo G., "*Il capitalismo ha i secoli contati"*, Ed. Einaudi, 2008, p. 217.
[77] Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato dal capitalismo"*, Ed. Donzelli, 2012, p.5.

Perché le banche e più in generale tutte le istituzioni finanziarie sono considerate le artefici del recente collasso del quadro economico e finanziario internazionale? "*Le banche sono cose meravigliose, quando funzionano. E solitamente lo fanno. Ma quando non è così, si scatena l'inferno"*, sostiene il premio Nobel Paul Krugman[78].

L'industria finanziaria e il funzionamento del sistema capitalistico sono legati indissolubilmente. Si potrebbe affermare che la finanza costituisce un processo strategico o, come scrive l'economista Martin Wolf, nelle colonne del Financial Times, "*il sistema finanziario è il cervello dell'economia*". Tramite il suo controllo sono indirizzati e gestiti i flussi di risparmio e il processo di allocazione delle risorse che, grazie alla globalizzazione e alla liberalizzazione dei movimenti di capitali, si realizza su scala mondiale.

Dalla fine della seconda guerra mondiale, l'industria finanziaria si è rivelata uno dei settori che ha registrato i maggiori tassi di crescita: il suo ritmo di sviluppo è stato di 4-5 volte superiore a quello delle economie reali dei paesi sviluppati e circa 20-25 volte più veloce rispetto alla crescita dell'attività economia osservata nei paesi emergenti. In particolare, a partire dai primi anni Ottanta, la ricchezza finanziaria ha messo il piede sull'acceleratore grazie alla profonda ristrutturazione economica avviata dal presidente americano Ronald Reagan e dal primo ministro britannico Margaret Thatcher, basata su privatizzazioni e liberalizzazione, con l'idea che lo sviluppo economico e politico, non solo dell'Occidente ma anche e soprattutto dei "paesi emergenti", dovesse accompagnarsi a una rapida apertura dei mercati locali ai movimenti internazionali. Gli interventi di *deregulation* attuati in quegli anni hanno contribuito a rimuovere definitivamente le barriere artificiali che prevenivano l'ingresso o la concorrenza fra prodotti, operatori, mercati e autorità, aprendo le porte alla globalizzazione[79]. La deregolamentazione appariva così come il

[78] Krugman, P., "*The return of depression economics and crisis of 2008",* Penguin Books, 2008.
[79] Molinari M., "*Basilea Zero*", op.cit., pp. 28-30.

modo con cui sarebbe stato possibile dar luogo a un "nuovo ordine mondiale" improntato alla crescita della trasparenza e della potenza, quest'ultima intesa come la capacità costantemente rilanciata di migliorare l'efficienza allocativa e di performance del sistema economico. Questa è l'idea di fondo che ha presieduto alla costruzione del "nuovo" ruolo della finanza, nel quadro economico degli ultimi anni.

Allo stesso tempo, lo scenario finanziario ha subito progressivi cambiamenti determinati dall'innovazione tecnologica, che ha posto le basi per la riduzione dei costi e dei tempi della comunicazione e ha portato allo sviluppo di nuovi e più efficienti sistemi di negoziazione, e da quella finanziaria che, come abbiamo evidenziato nel precedente capitolo, ha generato nuovi prodotti e tecniche gestionali che hanno posto le basi per la definitiva affermazione di operatori quali gli *hedge fund* e le *investment bank*.

I cambiamenti descritti hanno alterato la natura delle transazioni tipiche del sistema finanziario, conferendo al nuovo regime un tratto davvero inedito: il suo carattere impersonale, anonimo, reticolare. Il nuovo "popolo" che esercita la propria autorità attraverso i mercati finanziari globali è un popolo di creditori senza volto e senza responsabilità[80].

La crisi ha rivelato una scollatura tra economia e finanza e un'accentuata asimmetria: mentre la finanza può crescere senza un corrispondente aumento della produzione di beni e servizi, non è vero il contrario: ovvero l'economia reale non può crescere senza il sostegno della finanza.

Ancora. Ci si può stupire di come l'enorme volume delle attività finanziarie cui, in gran parte, non corrispondono attività reali, non produca effetti inflazionistici. In realtà li provoca, non tanto sul mercato dei beni reali, bensì in ambito finanziario. Il circolo vizioso del sistema è alimentato da una politica monetaria che tiene conto soltanto dell'inflazione ordinaria e non di

[80] Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato.*.", op.cit., pp. 4-6.

quella "finanziaria" provocata dall'aumento dei prezzi e della quantità di titoli, per esempio dei derivati. Si tratta di un gioco sterile, che non crea ricchezza reale ma solo una redistribuzione iniqua della ricchezza e un forte aumento dell'instabilità.

L'ascesa al potere dei mercati finanziari si è realizzata di pari passo con il loro allontanamento dalle attività economiche che sarebbero chiamati a servire. La finanza, liberatasi dal servizio all'economia, ha utilizzato il proprio potere per imporre i suoi diktat ai governi, grazie a un'ideologia di mercato crescente che ha occupato sempre di più i suoi spazi; essa ha preteso di fare mercato di una relazione sociale e umana fondamentale, quella fra debitore e creditore, rendendo così il mercato finanziario un problema non solo economico e politico, ma anche umano.

Storicamente, il capitalismo è basato sull'esistenza di un sistema economico connotato proprio dal ruolo centrale dei mercati finanziari. Esso ha cambiato radicalmente il volto al mondo, creando una società il cui materialismo predomina sull'impegno morale, in cui la rapida crescita cui abbiamo assistito non è sostenibile dal punto di vista né ambientale né sociale, e in cui la comunità non agisce in maniera concertata per affrontare i problemi comuni. La spietatezza dell'individualismo e del fondamentalismo di mercato hanno eroso qualsiasi senso di comunità, favorendo lo sfruttamento di persone inconsapevoli e vulnerabili e creando sempre maggiori differenze sociali: non occorrerebbe forse prenderne le distanze per muoversi nella direzione di un mercato davvero libero?

Economia di mercato e capitalismo non sono affatto sinonimi, sono anzi incompatibili. Per riprendere le parole di Fantacci e Amato:

"Il capitalismo è un'economia di mercato con un mercato di troppo: il mercato della moneta e del credito"[81].

[81] Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato.*.", op. cit., p. 9.

Perché allora non si pensa a un'alternativa al quadro attuale, un *nuovo* patto fra Stato, mercato e finanza? Per dirla con Keynes, ad impedire che ciò accada è il feticcio della liquidità, tratto distintivo dei mercati finanziari, che egli definisce nel capitolo 12 della *Teoria generale,* un "feticcio antisociale". La liquidità è, da una parte, il carattere del credito nella misura in cui può essere comprato e venduto su un mercato, il mercato finanziario, come luogo in cui si investe senza responsabilità e tutti ci guadagnano; dall'altra, la liquidità è anche il carattere della moneta capitalistica, nella misura in cui è una moneta che può essere trattenuta indefinitamente come suprema forma di ricchezza e rifugio sicuro in tempi di incertezza, quando non ci si può più fidare di nessuno. E' dunque la fiducia che rende i mercati liquidi, così come la liquidità che rende i mercati fiduciosi. La fiducia su cui si regge il funzionamento dei mercati finanziari poggia sull'ipotesi implicita che tutte le probabilità siano calcolabili, e che non possa accadere niente di imprevisto, purché si consideri un lasso di tempo *sufficientemente breve*[82]. Nella misura in cui ci si attiene a tali ipotesi, i mercati sono effettivamente liquidi. Quando, al contrario, si comincia a dubitarne, allora si inizia a detenere la propria ricchezza in quell'unica forma che protegge anche dal rischio imponderabile. Come sosteneva Keynes:

"*Il desiderio di detenere moneta come riserva di ricchezza è un barometro del nostro grado di fiducia nelle nostre capacità di calcolo e nelle nostre convenzioni sul futuro […]. E' un elemento che opera, per così dire, a livello più profondo rispetto alle nostre motivazioni. Esso subentra nei momenti in cui le più superficiali, più instabili convenzioni si sono indebolite. Il possesso fisico di denaro mitiga la nostra inquietudine e il premio che pretendiamo per separarci da esso è la misura del nostro grado di inquietudine"*[83].

[82] Finché c'è fiducia c'è liquidità. Si tratta della fiducia che un prestatore (trattandosi di mercati finanziari, colui che acquista titoli) deve poter riporre nel fatto che ciò che acquista possa essere da lui rivenduto senza incertezza, in qualunque momento. Su un mercato finanziario, così come su qualunque altro mercato, chiaramente il prezzo di vendita futuro non può essere noto con certezza. Tuttavia, perché un investitore accetti di operare in questo contesto aleatorio, occorre che egli possa associare a tale variabile, da cui dipende il suo guadagno, una probabilità espressa in termini numerici. Si veda Amato, Fantacci, "*Fine della finanza"*, 2009.

[83] J.M. Keynes, *The General Theory of Employment*, in «The Quartely Journal of Economics, febbraio 1937, in Id., *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Macmillan, London 1971-89, vol. XIV, p.116.

La crisi di liquidità, o meglio la trappola della liquidità, è una situazione che si crea quando sono violate le ipotesi su cui la teoria ritiene che si fondino i mercati. La fiducia del compratore è legata alla possibilità di poter rivendere in qualsiasi istante ciò che si è acquistato. In tale contesto, le informazioni e le aspettative consentono di soddisfare sia le preferenze degli investitori sia le esigenze di finanziamento dei governi e delle imprese. Questo finché il mercato funziona. Appunto, fino a quando?

Secondo Keynes, quando si smette di crederci, il feticcio si rivela per ciò che era fin dall'inizio: nulla di davvero capace di reggere adeguatamente le relazioni di fondo implicate dalla finanza. La crisi di liquidità ci priva non solo del credito, ma in un certo senso anche della moneta, nella misura in cui quest'ultima non viene spesa. Se i titoli perdono il requisito della liquidità, tutti vogliono smobilizzarli in cambio della moneta che non usano, aspettando momenti migliori, che rischiano di non arrivare proprio perché la moneta non viene utilizzata. Ciò deriva dall'ambiguità che caratterizza il rapporto, del tutto peculiare, che intercorre tra moneta e credito là dove regni la nozione di liquidità, ossia nel sistema finanziario così come lo conosciamo:

"Nella teoria economica, liquidità indica l'intercambiabilità fra titoli e moneta. Pertanto, parlando di un titolo, la sua liquidità consiste nella sua pronta convertibilità in moneta; laddove, invece, parlando di moneta, la liquidità si riferisce al suo uso come titolo, ossia come riserva di valore, invece che come mezzo di scambio. La teoria economica ha recepito da Keynes la concezione secondo cui la moneta è liquidità – dimenticando che Keynes stesso deprecava che lo fosse"[84].

Questo perché la moneta in termini di liquidità tiene insieme, indistinguibilmente, una funzione propria della stessa moneta, che è quella di poter essere utilizzata come mezzo di scambio e di pagamento, e la sua funzione, impropria ma centrale nella finanza moderna, di fungere da riserva

[84] Fantacci L., *Keynes: Escaping the Liquidity Trap*, ISE Working Paper 2005.

di valore. Tale centralità deriva dal fatto che, mentre il credito è un'attività che comporta comunque un'incertezza fondamentale per il creditore, legata all'effettiva capacità del debitore di onorare regolarmente i propri impegni , la moneta-riserva è per il suo detentore, priva di incertezza, ricchezza[85]. Per tale ragione, il fatto stesso di prestarla merita di essere premiato. Così, se da qualche parte si guadagna senza lavorare, da qualche altra parte si lavora senza guadagnare. Per questo la rendita è strutturalmente intollerabile per la società nel suo complesso: essa accentua la disuguaglianza nella distribuzione del reddito e sottrae continuamente linfa alle parti vive del sistema economico, al lavoro e all'impresa, alimentando la sterile accumulazione.

Partendo dalla constatazione che la moneta capitalistica possa essere non solo spesa e prestata, ma anche indefinitamente accumulata, sarà proprio Keynes, come vedremo nelle parti seguenti, a pensare fattivamente, nell'ambito di proposte di riforma del sistema finanziario, a una finanza fondata su una moneta non accumulabile.

Dire no, in maniera costruttiva, ai mercati finanziari non significa rinunciare alla finanza, della quale la società, dato il suo bisogno vitale di dare credito e di riceverlo, non può fare a meno; al contrario, potrebbe voler dire rendere la finanza all'altezza del suo compito, rimettendola al servizio dell'economia. Passare cioè *da una finanza di mercato a una finanza per il mercato*[86].

[85] Ecco perché l'intercambiabilità fra moneta e titoli, a un prezzo espresso dal tasso di interesse di mercato, svolge un ruolo centrale nel funzionamento della finanza così come la conosciamo. L'interesse dev'essere corrisposto nella misura in cui il titolo è relativamente meno liquido della moneta; esso rappresenta così un premio alla liquidità, ossia una compensazione per la perdita di liquidità in cui incorre colui che cede moneta in cambio di titoli. I mercati finanziari appaiono, così, come i mercati di quella particolare merce che è il denaro risparmiato, il quale, grazie all'intermediazione di quel particolare prezzo che è il tasso di interesse, viene anticipato a titolo oneroso da coloro che guadagnano più denaro di quanto non ne spendano a coloro che non hanno denaro, ma che saprebbero benissimo come spenderlo, in particolare per finanziare investimenti. Si veda Amato M., Fantacci L., "*Fine della..*", op.cit.

[86] Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato..*", op.cit.

2.1.1 Il rapporto debitore – creditore: una relazione inscindibile?

Il credito è, per sua essenza, una relazione. Il credito è *anticipazione*. Ma alla domanda: "cosa deve essere anticipato?", la risposta che normalmente viene data è che deve essere anticipata una quantità di denaro in precedenza accantonata. In realtà questa è solo una possibile modalità di anticipazione creditizia. Strutturalmente, invece, non c'è bisogno di nessuna quantità di moneta per "accendere" un rapporto di credito, quanto piuttosto dell'istituzione di uno spazio condiviso di promessa e di attesa, in cui avviene il differimento del momento del pagamento[87].

La finanza propriamente intesa, è proprio lo spazio della relazione fra debitore e creditore, quello spazio dove una persona può dar credito a una promessa di pagamento in quanto chi la fa è tenuto responsabilmente a onorarla, e dove entrambi affrontano solidalmente[88] il rischio che, per situazioni imprevedibili, il pagamento sia messo a repentaglio e debba essere rinegoziato. Laddove si crea questo spazio, l'economia respira, e non accade che, semplicemente per mancanza di denaro, uno scambio non si realizzi, un uomo non lavori o una nuova impresa produttiva non abbia inizio.

L'incertezza è connaturata al rapporto, ma proprio perché debitore e creditore sopportano insieme l'onere dell'incertezza, per Keynes tale relazione è il fondamento stesso dell'attività economica, caratterizzata da un'inscindibilità di fondo che nessun passaggio per la liquidità può eliminare.

---

[87] In questo ci si rifà a uno dei più antichi strumenti di credito, noto oggi con il nome di "cambiale", nato in Occidente nel medioevo con il nome di "lettera di cambio". Si tratta di una forma di credito che non necessita di essere rappresentata come uno scambio tra denaro presente con denaro futuro, non esige nessuna liquidità, ma piuttosto semplicemente un respiro (nel gergo economico si parla di "respiro commerciale"), in vista di un adempimento della promessa al momento convenuto dalle parti. Si veda Amato M., Fantacci L., "*Fine della..*", op.cit.

[88] La promessa accettata dal creditore è per lui rischiosa tanto quanto lo è per il debitore l'attività economica che il credito gli consente di intraprendere, in quanto egli non conosce mai con certezza le condizioni economiche in cui si troverà a operare una volta effettuati gli investimenti.

La tentazione sempre presente è, tuttavia, quella di rimuovere il problema, partendo dall'assunzione dogmatica che tutto possa essere calcolato, e che l'interazione di posizioni speculative tolga alla relazione debito-credito ogni incertezza. La natura "pericolosa" del rapporto debitore-creditore ingenera il bisogno di un'assicurazione ma, come affermano Fantacci e Amato, non c'è nulla di meno intelligente che cercarla, tale assicurazione, al prezzo della dissoluzione del rapporto[89]. Un rischio che pesa su un rapporto non lo si affronta cercando di addossarlo agli altri, ma piuttosto lo si minimizza sopportandolo insieme. Un'economia sana dovrebbe potersi fondare sul riconoscimento della solidarietà che deve crearsi fra debitore e creditore, seppure a fronte di crescite meno esplosive di quelle a cui ci hanno abituato i "miracoli economici", ma anche, però, di depressioni meno severe e durature.

[89] E' su questo piano inclinato che la liquidità assume storicamente tutta la sua rilevanza, e questo è propriamente il senso dei mercati fondati sulla liquidità. La liquidità appare così come "quella scissione del rapporto fra debitori e creditori che si basa sulla trasformazione del rapporto in una merce, in un pezzo di carta comprato e venduto in base alla monetizzazione del rischio inerente alla sua compravendita. Che non è più il rischio di credito, connesso all'incertezza fondamentale circa il futuro dell'investimento reale che ha occasionato la nascita del rapporto di debito, ma un rischio di liquidità, connesso alla probabilità più o meno alta per i possessori dei titoli di piazzarli a buon prezzo al momento desiderato". Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato..*", op.cit., pp. 36-37.

2.2 Cosa è propriamente la moneta?

La moneta è quella particolarissima merce che svolge contemporaneamente le tre funzioni di unità di misura, mezzo di scambio e riserva di valore. La moneta rappresenta tutte le altre merci e può scambiarsi con ognuna di esse, o conservarsi indefinitamente e senza costo, senza perdere cioè la sua capacità di scambiarsi con ogni altra merce in un tempo successivo. La moneta è, quindi, potere d'acquisto, o meglio, è una potenzialità d'acquisto che può rimanere tale: solo una potenzialità. Essa può essere così indefinitamente accantonata e tenuta fuori dalla circolazione: la nozione di risparmio monetario implica la nozione di una moneta-merce, e dunque di un mercato monetario.

Ma, le tre funzioni svolte dalla moneta sono tutte egualmente essenziali?

Affinché la moneta renda possibile la comparabilità delle merci con ogni altra merce (affrancando il sistema economico dalle costrizioni bilaterali del baratto), essa non necessita nemmeno di essere fisicamente coniata o emessa. Lo dimostra l'idea di Keynes per Bretton Woods, incentrata sull'istituzione di una *Clearing Union* che prevedeva, per la gestione e il finanziamento del commercio internazionale, una moneta, il Bancor, che non aveva altra esistenza se non nella forma di unità di conto. Su questo punto ritorneremo nel prossimo paragrafo.

La vita economica non può prescindere da forme strutturali di indebitamento. Ma, se la moneta come unità di conto è quella con cui sono denominati i debiti, la moneta effettiva, ossia quella usata come mezzo di scambio e di pagamento, è quella con cui i debiti si pagano. Né lo scambio né il credito richiedono in linea di principio la terza funzione, quella di riserva di

valore, ossia la moneta come merce caratterizzata da un prezzo: il tasso di interesse[90].

Tuttavia, la moneta quale noi la conosciamo, realizza proprio quest'ultima funzione: la moneta è una merce, un debito costruito non per essere pagato, bensì per restare indefinitamente in circolazione.

Le origini della moneta

La moneta fonda le sue origini nel VII secolo a.c., quando ci si rese conto che con il baratto non era possibile scambiare in maniera efficiente la quantità di beni di cui si necessitava.

Originariamente il suo valore corrispondeva al valore del metallo prezioso utilizzato per coniarla (valore intrinseco)[91]. Il concetto di valore intrinseco si accostava, in tal modo, al costo di produzione della moneta.

Nel Medioevo si affermò il sistema del bimetallismo che prevedeva l'utilizzo di due monete, di cui una aurea, di maggior valore, e una argentea, di valore intermedio. Ogni Stato marchiava la moneta con il sigillo del proprio re e lo accettava come strumento di pagamento. E' in questo periodo che emerge la differenziazione tra valore intrinseco e valore estrinseco della moneta, cioè il valore di scambio attribuito alla stessa (valore nominale). Ciò accadde quando gli stati iniziarono a sostituire metalli non preziosi all'oro nella coniazione delle monete, le quali venivano considerate di pari valore a quelle costituite da solo oro e argento. Le prime però, pur avendo un valore estrinseco pari alle seconde, avevano un costo di produzione (valore intrinseco) minore. Per tale ragione, molti commercianti non accettavano tali monete poiché erano

[90] Amato M., Fantacci L., "*Fine della..*", op.cit.
[91] Una moneta composta da determinati grammi d'oro valeva di più di una moneta composta dagli stessi grammi d'argento e molto di più di una di bronzo.

fortemente legati al valore intrinseco della moneta, un principio di economia reale oggi scomparso.

Oltre a questo, lo Stato che coniava la moneta chiedeva, solitamente, un piccolo dazio per la lavorazione. Nasce così il signoraggio, ossia il guadagno ottenuto dalla differenza tra valore estrinseco e valore intrinseco in luogo della coniazione di moneta.

Con il passare del tempo sono emersi diversi problemi: innanzitutto più gli scambi e la ricchezza dello Stato crescevano, maggiore era la necessità di moneta per sostenere tali scambi; l'offerta di metalli preziosi, però, era difficilmente controllabile. Inoltre presentava non pochi problemi di sicurezza il trasferimento di grandi somme di denaro per il rischio di furti o di perdita; ancora, il trasferimento di ingenti quantità di monete comportava il sostenimento di costi di trasporto elevati.

Per far fronte a tali problemi sono nate le banconote e, con esse, le prime banche: nel trecento d.c. la prima banconota, chiamata "nota di banco", era rilasciata dai neonati banchieri in garanzia dell'oro depositato dal detentore. In altre parole, chi depositava oro presso le banche riceveva un documento cartaceo che incorporava il diritto di ritirare in qualsiasi momento tale quantità di oro. La nota di banco poteva essere liberamente scambiata e, per convenzione, era accettata secondo il valore nominale indicato su di essa (valore estrinseco).

Nel settecento il numero di transazioni in moneta metallica si è ridotto a seguito dell'aumento delle transazioni attraverso moneta cartacea e, alla luce dei vantaggi del pagamento tramite moneta cartacea, il numero di conversioni delle banconote in oro è diventato molto scarso.

A questo punto le banche cominciavano a svolgere una nuova attività: l'emissione di nuova moneta cartacea, cioè la stampa di nuove banconote, senza un corrispondente deposito di oro (quindi senza alcuna garanzia) e il prestito di tali banconote (l'attuale debito) a chiunque ne

avesse bisogno, in cambio della promessa di restituzione della stessa quantità di valore (il capitale prestato) gravato da un interesse. Le banche, oltre all'interesse, si appropriano così di un reddito dato dalla differenza tra il valore del capitale prestato e l'esiguo costo di stampa cartacea (signoraggio bancario).

Poiché quasi nessun depositante ritirava l'oro, i banchieri prestavano somme maggiori di quelle realmente detenute, con il risultato che le banconote non avevano più la garanzia della copertura aurea.

In questo modo l'oro perde gradualmente la sua funzione di mezzo di scambio e assume il carattere di *riserva delle banche* (riserva aurea) utilizzata per ridurre i deficit delle bilance commerciali.

La riserva aurea è alla base del Sistema aureo o *Gold standard,* adottato a partire dal XVIII secolo dall'Inghilterra, seguita poi dalle altre grandi nazioni europee (tra cui l'Italia nel 1873) e poi giunta oltre i confini europei in Russia nel 1893, in Giappone nel 1897, in India nel 1898, negli Stati Uniti nel 1900. Con questo sistema l'argento ha perso definitivamente il valore commerciale che aveva posseduto nei secoli precedenti e segnava la fine del bimetallismo.

Il sistema aureo perdurò fino alla Grande depressione del 1929, una crisi causata delle azzardate politiche dei governi adottate per regolare i deficit delle bilance commerciali. Tali politiche miravano alla svalutazione della moneta, con lo scopo di far crescere le esportazioni potendo contare sulla maggiore competitività del tasso di cambio; le conseguenze furono tuttavia disastrose: le entrate nazionali diminuirono e con esse la domanda interna. Ciò causò un'elevata disoccupazione e il declino del commercio mondiale[92].

[92] *"Storia della moneta dalle origini ad oggi",* http://www.monetacomplementare.org.

2.3 Gli accordi di Bretton Woods

Negli anni che seguirono al secondo conflitto mondiale, i profondi cambiamenti intervenuti nei sistemi economici dei paesi industrializzati e l'imponente sviluppo dei traffici commerciali, che mettevano in contatto realtà operanti in differenti aree monetarie, fecero emergere l'esigenza di riunificare in un unico sistema i flussi monetari che si accompagnavano a tali sviluppi osservati in campo economico. Ciò significava soddisfare l'esigenza di definire dei parametri certi per la determinazione dei valori monetari, in pratica un comune denominatore delle varie monete[93].

Nel luglio del 1944 i delegati di quarantaquattro nazioni si riuniscono a Bretton Woods, con lo scopo di preparare la ricostruzione del sistema monetario e finanziario internazionale, lasciandosi alle spalle non solo cinque anni di guerra, ma anche dieci anni di depressione mondiale e altri dieci di squilibri e di eccessi, speculativi e inflazionistici. Dopo un acceso dibattito, durato tre settimane, i delegati firmarono gli Accordi di Bretton Woods (prima, e oggi unica, occasione in cui le regole dei pagamenti internazionali siano state espressamente fissate e concordate in un accordo), decretando l'inizio di un nuovo sistema monetario internazionale, chiamato *Gold exchange standard*.

Si trattava di un sistema di regole e procedure che, prendendo spunto dagli insegnamenti delle vicende monetarie legate al Gold Standard, avrebbero dovuto favorire la rapida ripresa rapida del commercio internazionale, promuovendo la stabilità dei cambi e ponendo le basi per ridurre gli squilibri delle bilance dei pagamenti[94]. Gli Accordi prevedevano non solo una griglia di

[93] L'oro, che aveva tradizionalmente svolto questa funzione, non era più sufficiente a soddisfare la sempre crescente necessità di liquidità monetaria. Si imponeva quindi la necessità di creare un nuovo strumento capace di assolvere alla funzione di moneta internazionale.

[94] Nel tratteggiare le regole del sistema monetario di Bretton Woods, Ronald McKinnon attribuì, infatti, preminenza alla regola seguente: "*Autonomia macroeconomica nazionale: la possibilità per il governo di*

parità fisse[95] tra le valute dei paesi aderenti ma anche un ancoraggio indiretto all'oro, tramite il mantenimento della convertibilità del dollaro nel metallo giallo[96].

I lavori della conferenza di Bretton Woods si focalizzarono su due progetti, presentati da Harry White, delegato statunitense e da John Mainard Keynes, delegato inglese, pubblicati contemporaneamente il 6 aprile 1943. Tra i due, come è noto, il piano americano ebbe la meglio.

La proposta di Keynes

Il fulcro della proposta di Keynes è costituito da quell'istituzione che da il nome al piano: *l'International Clearing Union*: si tratta di una camera di compensazione, un sistema in grado di rispondere tanto agli interessi dei paesi creditori quanto a quelli dei paesi debitori, creando un meccanismo che consentisse loro di convergere verso una posizione di equilibrio condivisa. Keynes sintetizza così il suo pensiero:

Un paese che si trovi in posizione di creditore netto rispetto al resto del mondo dovrebbe assumersi l'obbligo di disfarsi di questo credito, e non dovrebbe permettere che esso eserciti nel frattempo una pressione contrattiva sull'economia mondiale e, di rimando, sull'economia dello stesso paese creditore. Questi sono i grandi benefici che esso riceverebbe, insieme a tutti gli altri da un sistema di clearing multilaterale […]. Non si tratta di uno schema umanitario filantropico e crocerossino, attraverso il quale i paesi ricchi vengono in soccorso ai poveri. Si tratta, piuttosto, di un meccanismo economico altamente necessario, che è utile al creditore tanto quanto al debitore[97].

ciascun paese membro di perseguire i propri obiettivi di occupazione e di livello dei prezzi senza essere vincolato da una comune ancora nominale o regola sui prezzi". McKinnon, "*The rules of the game"*, p.17.

[95] Alle autorità nazionali, tuttavia, in caso di squilibrio fondamentale, era affidata la facoltà di modificare la parità fino al 10% del valore originale; per eventuali variazioni superiori al 10% era richiesto, invece, il consenso del Fondo.

[96] Gli Accordi di Bretton Woods non istituiscono, infatti, una nuova unità di conto internazionale. Anzi, essi annullano quella che sino ad allora era esistita (l'oro), legandola irrevocabilmente a un'unità di conto nazionale (il dollaro).

[97] Keynes, *Activities 1940-1944*, pp. 47 e 276-7.

Keynes ritiene che il sistema dei pagamenti internazionali debba essere costruito in maniera tale che alla posizione creditoria internazionale di un paese, ossia un credito, sia associata un'obbligazione, ossia un debito. Il debito in questione consiste nel dovere, in capo al creditore, di disfarsi del proprio credito e di non lasciare che esso, accumulandosi indefinitamente, sottragga il mezzo di scambio alla circolazione, con conseguenti effetti deflativi dannosi per l'intero sistema e quindi anche, in ultima analisi, per il creditore stesso. Potremmo dire, quindi, che si tratta di un dovere morale, dell'istituzione di una *buona regola*, in grado di far convergere il legittimo interesse nazionale di ciascun paese con l'interesse comune del commercio internazionale.

Il progetto di Keynes prefigurava l'introduzione di una nuova unità monetaria internazionale, il *Bancor*, che non prevedeva la costituzione di un fondo di riserva come presupposto della sua emissione, essendo concepita come moneta puramente convenzionale[98], riconosciuta nell'ambito di una unione valutaria fra Stati, che si differenziava però da quella americana, essendo internazionale. Il Bancor, per Keynes, avrebbe dovuto avere la caratteristica propria di unità di misura del valore, ma non quella di essere oggetto di valore[99]. Ciascun paese membro è intestatario di un conto presso la *Clearing Union*, denominato in Bancor, inizialmente pari a zero[100]. Ogni transazione commerciale internazionale dà luogo a una duplice scrittura contabile: un credito a favore del paese esportatore e un debito equivalente in capo al paese importatore. Non si tratta, tuttavia, di un rapporto debito-credito bilaterale fra i due paesi: la posizione debitoria e creditoria si aprirà, infatti, nei

[98] Questa concezione, come vedremo, differenziava il Bancor dall'unità monetaria denominata Unitas, pensata da White.
[99] Questa, tuttavia, è una ipotesi impossibile, in quanto non è concepibile una unità di misura senza la caratteristica corrispondente a quella dell'oggetto che devo misurare. Come scrive Auriti, "Sarebbe come concepire un chilogrammo che non avesse la qualità del peso o un metro senza la qualità della lunghezza". Si veda Auriti G., "*L'ordinamento internazionale del sistema monetario",* Ed. Solfanelli, 1985.
[100] Il saldo iniziale è considerato al netto del conferimento di eventuali attivi pregressi e, in particolare, di riserve auree.

confronti della *Clearing Union* nel suo complesso[101], consentendo, così, una continua compensazione multilaterale e intertemporale delle poste attive e passive. Il saldo di ciascun paese corrisponde sempre al saldo netto della sua bilancia commerciale complessiva, mentre il saldo della *Clearing Union* è costantemente pari a zero. Ecco perché essa non necessita, in linea di principio, di alcun conferimento iniziale di moneta.

Per Keynes il potere d'acquisto a disposizione del commercio dev'essere semplicemente commisurato alla disponibilità di beni da scambiare. In questo modo, la creazione di moneta internazionale avviene in relazione alle transazioni commerciali effettivamente occorse, facendo sì che la moneta pensata da Keynes non sia creata "dal nulla", bensì a seguito di uno scambio commerciale. Essa risulta essere così un mero intermediario che scorre da una nazione all'altra, senza significato in sé, con l'unico scopo di consentire il trasferimento di beni, cioè l'aumento della ricchezza reale. Se ogni paese riporta la propria bilancia commerciale in pareggio (un paese crea moneta ogni volta che vende beni a un altro paese e la distrugge acquistando beni da qualunque altro paese, riportando, così, il proprio saldo a zero), la creazione di moneta è interamente riassorbita: dopo aver compiuto il suo lavoro, essa si azzera nei conti della *Clearing Union*.

Il pareggio di bilancio non rappresenta soltanto una situazione ideale all'interno della *Clearing*, dalla quale sarebbe possibile allontanarsi, accumulando indefinitamente saldi attivi e passivi, come sostenuto da coloro che hanno visto nella proposta di Keynes un'intrinseca tendenza inflativa[102]. Al

---

[101] In questo modo, il paese esportatore può utilizzare il proprio credito per saldare importazioni in qualunque momento da qualunque altro paese, mentre il paese importatore può ripagare il proprio debito con i proventi delle esportazioni effettuate in qualunque momento verso qualunque altro paese membro.

[102] Nel disegnare la Clearing Union, Keynes dichiara esplicitamente di ispirarsi ai meccanismi di creazione della moneta bancaria. Infatti, al pari di una banca, essa crea moneta scritturale, con un semplice tratto di penna, offrendo anticipazioni che non sono necessariamente coperte da un equivalente ammontare di depositi. Anzi, non avendo alcuna forma di depositi o di riserve, la Clearing Union eroga crediti senza alcuna base monetaria, creando, in questo senso, moneta dal nulla. E' questa la motivazione per cui molti autori hanno criticato la proposta di Keynes di essere inflazionistica. In

contrario, il pareggio di bilancio è la concreta situazione di partenza dei membri della *Clearing*, da cui non possono allontanarsi oltre determinati limiti e a cui, soprattutto, sono indotti costantemente a tornare[103]. Come scrive Keynes:

"*Il merito peculiare della Clearing Union come mezzo per rimediare alla cronica mancanza di moneta internazionale è che essa opera attraverso la velocità, anziché attraverso il volume, del circolante […]. La Clearing Union se avesse pieno successo, risolverebbe il problema della quantità della moneta internazionale, facendo sì che non sia necessaria alcuna quantità significativa di moneta[104]".*

L'architettura della *Clearing Union* mostra chiaramente che non è necessario disporre di moneta (preventivamente accantonata) per dare credito; ciò che occorre è, piuttosto, un'unità di conto internazionale per la denominazione dei debiti e dei crediti generati dalle transazioni commerciali fra le nazioni. In tal modo emerge il secondo caposaldo della proposta di Keynes, la *overdraft facitity*: un credito concesso come pura anticipazione, non

realtà, più che un'istanza inflativa, a guidare il suo piano è un'istanza anti-deflativa: le sue raccomandazioni sono prevalentemente di carattere espansivo, ma soltanto perché, trovandosi a vivere in un'epoca di deflazione, si preoccupa di contrastarla con ogni mezzo che appaia efficace. Come egli stesso apertamente dichiara: "il piano mira a sostituire una pressione espansiva alla pressione contrattiva che grava sul commercio mondiale". Si veda Amato, Fantacci, "*Fine della finanza"*, 2009.

[103] Tale sistema potrebbe paragonarsi a quello di una banca commerciale, a differenziarlo è la mancanza di riserve o garanzie e l'impossibilità di prelievo e deposito sui propri conti. L'unica garanzia è relativa alla parità di trattamento di crediti e debiti. I paesi in deficit non possono indebitarsi indefinitamente, ma devono contenere il proprio debito entro la quota definita per ciascun paese in proporzione al volume dei loro scambi con l'estero. Essi, inoltre, essendo soggetti al pagamento di un onere proporzionale al proprio debito, saranno incentivati a ridurre la propria posizione debitoria. Allo stesso modo, al fine di evitare che i paesi in surplus accumulino indefinitamente saldi attivi, esercitando, in tal modo, una pressione contrattiva sul commercio mondiale, all'interno della Clearing Union i saldi attivi sono soggetti a limiti e oneri identici a quelli che vigono per i saldi passivi. Gli uni e gli altri interessi sono pagati alla Clearing Union a titolo di oneri di gestione. Poiché potrebbe in ogni caso accadere che un paese registri, di fatto, uno squilibrio persistente di bilancia commerciale, nel caso in cui esso sia superiore a una determinata soglia per un determinato lasso di tempo, la Clearing accorda al paese in questione la facoltà di deliberare una variazione fino al 5% del proprio tasso di cambio. In questo modo, un paese che, ad esempio, registri un deficit cronico, può svalutare la propria moneta in termini di *Bancor*, al fine di riguadagnare competitività e di ristabilire l'equilibrio dei propri conti con l'estero, senza dover ricorrere a misure deflative, compromettendo l'equilibrio interno. La distinzione fra moneta nazionale e internazionale consente, così, di regolare il tesso di cambio fra le due, e quindi il rapporto fra potere d'acquisto interno ed estero di ciascuna valuta, rendendo, così, l'equilibrio dell'economia interna e del commercio estero due obiettivi compatibili e non antitetici.

[104] J.M. Keynes, *The Objective of International Price Stability*, in "Economic Journal", giugno-settembre 1943, in Id., The Collected Writings, vol. XXV, p. 31.

come prestito di una moneta precedentemente accantonata, ma come linea di credito commerciale temporaneamente accordata al debitore, affinché possa produrre ed esportare a sua volta. Questa moneta incorpora così, nelle sue regole di funzionamento, il carattere più proprio della moneta: si tratta di una moneta fatta per essere spesa, una moneta utilizzata come mezzo di scambio internazionale (e non come riserva di valore) all'interno di uno spazio economico preordinato per rendere possibile l'incontro di tutti i creditori con tutti i debitori.

L'ordine monetario internazionale creato a Bretton Woods

Il sistema monetario internazionale varato nel 1944 ha soltanto una somiglianza molto vaga con la *Clearing Union*.

I progetti di White e di Keynes seppure presentassero apparenti affinità, erano strutturati su due concezioni e filosofie monetarie antitetiche. Entrambi i piani contemplavano una istituzione internazionale, rispettivamente un Fondo per White e una Camera di compensazione per Keynes; tuttavia, mentre per White la moneta aveva valore creditizio, ossia di un titolo rappresentativo di valori di riserva, per Keynes la moneta aveva, come abbiamo già evidenziato, un puro valore convenzionale, svincolato cioè da qualunque forma di riserva.

Il progetto White prevedeva un fondo di stabilizzazione internazionale di entità non inferiore a 5 miliardi di dollari, costituito dai conferimenti iniziali dei paesi membri. Ciascun paese versava la propria quota, parte in valuta nazionale e parte in oro; l'ammontare della partecipazione era stabilito sulla base del peso economico dei paesi aderenti. Tale dotazione avrebbe consentito al Fondo di fornire a un paese in deficit la specifica valuta di cui aveva bisogno per saldare i propri debiti commerciali verso il paese con

cui si era indebitato[105]. A tal fine, era prevista la costituzione di una unità monetaria denominata Unitas, che avrebbe avuto come riserva questi valori. White, infatti, considerava l'Unitas come moneta internazionale concepita alla stregua di una specie di titolo di credito rappresentativo dei valori posti a sua garanzia[106].

Il piano White condusse alla creazione del Fondo Monetario Internazionale, che funzionava come una Banca, in cui ogni paese figurava come "correntista" utilizzando divise monetarie tradizionali (oro e rispettiva moneta nazionale).

Il paese in deficit otteneva la valuta estera dal Fondo non in prestito, bensì a titolo definitivo, a fronte di un ammontare equivalente (alle parità prefissate) della propria valuta. In questo modo, tale operazione comportava la trasformazione di un potere d'acquisto nazionale in un potere d'acquisto internazionale. Allo stesso tempo, il paese in deficit si impegnava a riacquistare dal Fondo la propria valuta, in cambio di oro o di valuta convertibile, in maniera tale da mantenere tendenzialmente la quantità della propria valuta detenuta dal Fondo entro i limiti del proprio conferimento iniziale. Al fine di rafforzare questo vincolo, un paese in deficit è tenuto a pagare un onere crescente al crescere della quantità della sua valuta detenuta dal Fondo in eccesso rispetto al suo conferimento iniziale. Inoltre, ogni acquisto di valuta estera dal Fondo era gravato da una commissione, per cui, ciò che gli accordi descrivevano come un acquisto, produceva, in realtà, per l'acquirente, gli effetti di un prestito: questi otteneva valuta estera in cambio di valuta nazionale, ma quest'ultima era considerata dal Fondo non come mezzo di pagamento che

---

[105] A differenza di un credito denominato in Bancor, un credito denominato nella valuta di un paese non consente una compensazione multilaterale, non essendo spendibile in tutte le direzioni. Gli accordi di Bretton Woods, così, istituiscono un sistema monetario internazionale, privo tuttavia di una moneta internazionale.

[106] In questo schema l'oro assumeva una posizione di tutto rilievo e ciò anche in considerazione del fatto che in quel periodo gli U.S.A. erano la nazione con le maggiori disponibilità auree. Si veda Auriti G., "*L'ordinamento internazionale..",* op. cit.

liberava l'acquirente, bensì come un debito che, invece, lo impegnava. Il Fondo, così, offriva un'anticipazione in vista di un pagamento; questo è il medesimo obiettivo della *Clearing Union* progettata da Keynes. Ma perché, come Keynes stesso si chiede, questo obiettivo doveva essere perseguito attraverso la scambio macchinoso di monete nazionali trattate alla stregua dei debiti, e non attraverso l'istituzione di un'unità di conto internazionale e un sistema di compensazioni?

Inoltre, analogamente alla *Clearing Union*, il Fondo si presenta come un meccanismo di sostegno ai paesi in deficit in grado di offrire loro un'anticipazione in vista di un pagamento. Alla luce di tale vantaggio, il fondo crea al contempo forti asimmetrie tra paesi in surplus e in deficit: infatti, mentre i primi non percepiscono un interesse sulla loro valuta messa a disposizione del Fondo nei limiti della propria quota, i secondi, se si avvalgono della disponibilità di tali somme, sono gravati da oneri crescenti. Mentre nella *Clearing Union* è il centro che fa credito ai paesi membri, senza bisogno di prendere a sua volta in prestito, nel caso del Fondo sono i paesi in surplus che fanno credito al centro, affinché possa a sua volta prestare. Ne deriva che gli accordi del 1944 definiscono come autorità monetaria internazionale non l'organismo sovranazionale istituito, ovvero il Fondo, bensì i suoi membri nazionali che si trovino in una posizione di surplus.

Seppure in prima approssimazione il Fondo apparisse più solido della *Clearing Union*, in virtù della sua dotazione iniziale di denaro, di fatto si ritrovava in una posizione ben più debole della Union qualora terminasse le proprie riserve, peraltro esigue fin dall'inizio. La modesta dotazione inziale (pari a 8,8 miliardi di dollari) era stata sollecitata dagli Stati Uniti, i quali perseguivano, in tal modo, il deliberato intento di ridurre la propria esposizione e di rendere necessaria la contrattazione di qualunque ulteriore concessione di dollari. Per tali ragioni, era inevitabile che le risorse del Fondo risultassero insufficienti a sostenere una quota significativa del commercio

internazionale, e che si dovesse ben presto sopperire con erogazioni unilaterali di dollari da parte degli Stati Uniti. A dispetto del fatto che prevedessero esplicite limitazioni ai movimenti di capitali, gli accordi di Bretton Woods disegnano un regime monetario internazionale che rende quei movimenti di fatto indispensabili[107].

Dopo aver evidenziato le differenze tra il Fondo e la *Clearing Union* occorre domandarci perché l'esito delle negoziazioni sia così lontano dagli auspici di Keynes.

Gli Stati Uniti sono economicamente più forti, alla fine della guerra detengono oltre il 90% delle riserve auree mondiali, e dunque non possono né vogliono accettare un'architettura monetaria che li metta sullo stesso piano di altre nazioni meno forti. Keynes prevedeva che l'oro potesse essere conferito dal suo possessore nella Clearing Union, ad aumentare il proprio saldo attivo denominato in Bancor, configurandosi come convertibilità irreversibile: i saldi in Bancor non potevano essere riconvertiti in oro. Inoltre, l'oro doveva essere ceduto in cambio di crediti, gravati da numerosi oneri, e quindi destinati ad essere necessariamente spesi. Oltretutto, gli americani avevano il loro piano alternativo, anche se White dovette rinunciare all'unità di conto internazionale, bocciata dagli Stati Uniti. Poiché un'unità di conto internazionale avrebbe reso del tutto superflue la creazione di liquidità internazionale e le concessione di prestiti a breve termine per finanziare deficit temporanei di bilancia commerciale, oltre che far competere tutti i paesi su un piano di parità, White dovette insistere sulla necessità di limitare i movimenti di capitali e, in particolare, di arginare i movimenti a breve termine, ossia gli investimenti di portafoglio, al fine di contrastare gli effetti destabilizzanti di improvvisi deflussi di capitali sulle bilance dei pagamenti e sui tassi di cambio.

[107] Si può capire, a questo punto, in che senso gli accordi di Bretton Woods costituiscano la premessa della successiva inondazione di dollari, di cui ancora oggi paghiamo le conseguenze.

Questo progetto creava una posizione di apparente equilibrio fra le varie nazioni, essendo il dollaro sorretto da una garanzia aurea. Ma gli accordi di Bretton Woods erano concepiti in modo tale da essere violati poiché nessuna nazione era posta nelle condizioni di controllarne l'inadempimento, ossia se il Tesoro statunitense avesse emesso dollari in quantità maggiore rispetto a quanto consentito dalle disponibilità delle riserve auree. Questa possibilità consentiva agli Stati Uniti di poter accumulare un disavanzo strutturale della propria bilancia dei pagamenti perché, a differenza degli stati membri che erano costretti a prelevare tutte le disponibilità monetarie presenti sui propri conti per poter restituire al Fondo Monetario i prestiti ottenuti, questa esigenza non si poneva per gli Stati Uniti , il cui deficit della bilancia dei pagamenti poteva essere gestito con la massima flessibilità, essendo il Tesoro Statunitense creatore della moneta base del sistema. Ciò causò un notevole squilibrio sui mercati mondiali, i quali, dal 1959 al 1971, furono invasi da masse crescenti di dollari[108].

Poiché gli U.S.A. violarono di fatto gli accordi monetari[109], in seguito alla richiesta francese di convertire in oro le quantità di dollari presenti sul proprio mercato, seguita poi anche da altre banche europee, gli Stati Uniti subirono, tra il 1958 e il 1971, una copiosa fuoriuscita di oro, di conseguenza il dollaro cominciò ad indebolirsi sui mercati valutari internazionali.

Le tensioni e il disagio in cui si era venuto a trovare il Tesoro Statunitense in vista della palese impossibilità di rispettare gli accordi di Bretton Woods, portarono alla disgregazione del sistema, fine sancita dalla storica dichiarazione da parte del presidente Nixon, nell'agosto del 1971, con

[108] Ci si riferisce a quegli anni parlando di *Dollar Standard*. Gli U.S.A. furono accusati, con questo sistema, di esportare la loro inflazione. Inoltre, la massa di beni e servizi importati causava una notevole crisi nel sistema produttivo americano, poiché questo mercato era predisposto all'importazione con il conseguente rallentamento della propria attività produttiva, maggiore disoccupazione e stagnazione economica. Si veda Auriti G., "*L'ordinamento internazionale..",* op. cit.

[109] Se con l'istituzione del Fondo avrebbero potuto immettere sui mercato mondiali 10.000 milioni di dollari, gli U.S.A. avevano praticamente creato oro carta per 80.000 milioni di dollari.

cui veniva annunciata la decisione di sospendere la convertibilità del dollaro in oro[110].

Nei giorni immediatamente successivi alla dichiarazione nixoniana si tenne una riunione straordinaria dei Ministri finanziari europei a Bruxelles, conclusasi con la decisione che il corso del dollaro statunitense si stabilizzasse liberamente in alcuni paesi della comunità con il mercato libero dei cambi, mentre per altri si prevedeva l'istituzione del doppio mercato. In quell'occasione le autorità monetarie italiane dichiaravano libera la lira di fluttuare nei confronti del dollaro[111].

[110] Gli U.S.A. avevano pagato a caro prezzo, in termini di crisi economica e freno dello sviluppo produttivo, l'affermarsi del dollaro a livello mondiale come moneta di riserva. Ecco perché, contestualmente alla dichiarazione di non convertibilità, venivano annunciati da Nixon provvedimenti di protezione doganale che si tradussero nell'introduzione di dazi doganali pari al 10% del prezzo dei beni importati dagli Stati Uniti.

[111] Venuta in gran parte meno, con i cambi fluttuanti, la necessità della gestione della liquidità internazionale, l'obiettivo principale divenne quello del finanziamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti dei paesi in via di sviluppo in un'ottica di più lungo periodo. Ciò significò il passaggio del Fondo Monetario da banca internazionale per prestiti a breve termine, a banca per prestiti a lungo termine, indipendenti dall'ammontare delle quote versate e collegati allo sviluppo e al riequilibrio strutturale della bilancia dei pagamenti. La concessione dei finanziamenti è solitamente vincolata al rispetto di specifiche condizioni e a piani di rigorosa stabilizzazione macroeconomica. Le scelte del Fondo Monetario sono state in gran parte il riflesso del preponderante peso politico degli Stati Uniti, e in generale dei paesi ricchi, e per questo sono state spesso criticate.

2.4 Un progetto chiamato "Europa": il cammino verso l'integrazione e la moneta unica

La prospettiva di una possibile unione monetaria ed economica nel continente europeo, rimasta per tutto il XIX secolo il sogno di pochi, venne discussa come condizione per una pace durevole solo dopo il 1918. Nelle discussioni vennero posti in evidenza i profondi limiti del nazionalismo economico e dell'isolazionismo commerciale e politico, e ciò contribuì a rendere ancora più concreta l'eventualità di un'unione tra gli Stati europei. L'assoluto bisogno di avviare una rapida ricostruzione economica diede il via a una serie di passaggi decisivi (seppure in presenza di grandi diversità di opinioni sui modi e sui tempi dell'integrazione), che avrebbero posto le basi per la realizzazione dell'Unione Europea[112].

Nel 1950 con la nascita della CECA (Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio) si realizzò il primo passo "funzionale" verso l'unificazione europea, al trattato sottoscritto il 18 aprile 1951 aderirono i governi di Francia, Germania Occidentale, Italia, Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo.

Particolare rilevanza dal punto di vista economico, e soprattutto monetario, ebbe la nascita dell'Unione Europea dei pagamenti (UEP), a metà strada tra una banca e una stanza di compensazione del credito[113]. L'UEP

[112] La CECA, che doveva principalmente offrire stabilità al mercato del carbone e dell'acciaio in un quadro antiprotezionistico capace non solo di espandere la produzione, ma di migliorare le condizioni di vita dei lavoratori, svolse un importante ruolo di traino dell'economia, contro le tendenze protezionistiche e monopoliste, ma anche favorendo una maggiore circolazione delle risorse finanziare e dell'accesso delle industrie ai prestiti internazionali. La sola produzione dell'acciaio aumentò di oltre il 40%.

[113] L'Unione Europea dei Pagamenti (UEP) venne istituita il 1° luglio 1950. Il suo scopo principale fu quello di favorire la ripresa del commercio europeo, finanziando temporaneamente possibili disavanzi delle bilance commerciali dei Paesi aderenti a quel sistema, in modo tale da dare impulso agli scambi commerciali che, diversamente, sarebbero stati penalizzati in virtù della carenza di mezzi di pagamento. Come ha opportunamente osservato Triffin, un economista che, fra gli anni trenta e gli anni sessanta, ha dedicato tutte le energie al problema di come costruire una vera moneta internazionale, si trattava di un accordo pulito e semplice, che incorporava precisi impegni di carattere rivoluzionario, spostando da un giorno all'altro l'intera struttura dei regolamenti intra-europei, da una base bilaterale a una multilaterale. In sostanza, essa prevedeva che ciascun paese avesse, anziché tanti conti bilaterali quanti erano i suoi partner commerciali, un unico conto aperto presso una camera di compensazione centralizzata (*clearing center*) in cui la sua posizione fosse registrata come posizione netta

favorì notevolmente il commercio tra gli Stati membri, anche nell'ottica dell'abolizione delle barriere tariffarie e dell'incremento della produzione industriale e, in particolare, di quella del comparto siderurgico.

Di grande rilievo fu l'azione italiana sostenuta dal Presidente del Consiglio Scelba e dal ministro degli esteri Martino, che organizzarono una decisiva riunione dei ministri degli esteri a Messina nel 1955, dove vennero poste le basi di un mercato comune europeo libero da protezioni e barriere doganali.

Il Trattato di Roma del 1957, pur non contemplando al suo interno una parte riservata alla politica monetaria, delineava già le linee di indirizzo su cui quella materia si sarebbe in futuro articolata e sviluppata. La Comunità Economica Europea (CEE) doveva rappresentare la base di lancio per le

nei confronti della camera di compensazione stessa, e quindi come posizione multilaterale nei confronti dell'insieme degli altri paesi. All'aumentare del suo debito, ciascun paese era tenuto a pagare in oro una frazione crescente del proprio saldo negativo; specularmente, all'aumentare del suo credito, ciascun paese creditore aveva diritto al pagamento in oro di una frazione crescente del proprio saldo positivo. Sul residuo scoperto i debitori dovevano pagare un interesse e i creditori lo guadagnavano. Per ciascun paese era fissata una quota pari al 15% del suo commercio con gli altri paese dell'Unione registrato nel 1949. Il saldo, attivo o passivo, non doveva superare la rispettiva quota; in caso di deficit superiore alla quota, l'eccedenza doveva essere pagata interamente in oro. Il sistema non solo poneva un limite all'accumulazione dei debiti nei confronti dell'Unione, ma forniva anche ai debitori, attraverso rimborsi in oro e interessi passivi, un incentivo a rientrare dalle proprie posizioni debitorie per convergere verso il pareggio. Tali incentivi esistevano anche per i creditori: le condizioni di rimborso per gli eventuali surplus eccedenti la propria quota dovevano essere negoziate da ciascun paese con il consiglio direttivo dell'Unione, il quale era, così, nella condizione di poter esercitare forti pressioni sul paese creditore affinché liberalizzasse gli scambi, il quale aveva altresì interesse a ridurre la propria posizione all'interno dell'Unione, nella misura in cui avrebbe potuto impiegare i propri attivi più proficuamente altrove. Attraverso il complesso di queste disposizioni, l'Unione europea dei pagamenti riesce dove ogni piano precedente aveva fallito. Essa fu in grado di realizzare la compensazione multilaterale e intertemporale del commercio europeo (dei 46,4 miliardi di dollari di surplus e deficit registrati fra i paesi partecipanti negli anni dell'UEP, circa la metà fu compensata su base multilaterale, un quarto su base intertemporale, e meno di un quarto pagato in dollari o in oro), una crescita straordinaria della produzione e la liberalizzazione del commercio. Nel 1958, dopo aver pienamente raggiunto lo scopo in vista del quale era stata istituita, l'UEP fu chiusa. Riattivata la produzione e ripristinato l'equilibrio delle bilance dei pagamenti, i paesi europei potevano finalmente fissare un cambio stabile per le proprie valute ed entrare a pieno titolo nel regime monetario internazionale istituito a Bretton Woods. L'opzione adottata nel 1958 dai paesi europei di ancorare le valute al dollaro anziché all'oro, però, sancì il ruolo di moneta internazionale della moneta nazionale statunitense ponendo così il commercio globale su basi diametralmente opposte a quelle che avevano caratterizzato il commercio europeo sotto l'Unione. *Infatti, nella misura in cui le banche centrali europee e del mondo intero (poiché era del tutto indifferente detenere oro o dollari a copertura della valuta emessa), accettavano di accumulare indefinitamente riserve in dollari, a fronte dei propri surplus, gli Stati Uniti acquistavano specularmente, come abbiamo visto, il diritto di accumulare debiti, a fronte dei propri deficit*. A differenza dell'UEP quindi, non vi era in questo caso alcun limite alla crescita di posizioni creditorie e debitorie, né alcun incentivo a contenerle. Si veda Amato M., Fantacci L., "*Fine della..",* op.cit., pp. 148-150.

nuove istituzioni europee. Attraverso 248 articoli si gettavano le basi per modificare il tessuto stesso della società; il trattato si fondava sullo schema ormai decisamente prevalente dell'integrazione grazie al motore dell'economia. Esso prevedeva, innanzitutto, la creazione di un mercato unico per i sei Stati firmatari e un sistema doganale basato su tre pilastri: libertà di concorrenza nella comunità, libera circolazione delle merci, dei capitali e delle persone, infine protezione esterna attraverso un dazio doganale comune. Il Trattato imponeva, inoltre, una progressiva armonizzazione della legislazione e delle diverse politiche economiche[114]. Alla base del Trattato c'era anche il tentativo di assicurare la stabilità dei rapporti di cambio tra le diverse divise al fine di evitare che venisse falsata la concorrenza tra le imprese e garantito l'equilibrio delle bilance dei pagamenti dei paesi aderenti. La decisione di analizzare come realizzare una più stretta cooperazione a livello monetario tra i rispettivi Stati membri della CEE, sebbene inizialmente non costituisse un tema centrale in quanto avrebbe previsto organi, competenze e decisioni comuni e vincolanti per i partecipanti alla Comunità, venne assunta nel 1969 durante il Vertice dei Capi di Stato e di Governo svoltosi all'Aja, in cui si elaborò un progetto per la creazione in tappe successive dell'Unione monetaria.

Inizialmente si affermò l'idea, sulla scorta della crisi che stava investendo il sistema economico e monetario delineatosi a Bretton Woods, che politiche economiche e finanziarie comuni e un'Unione Economica e Monetaria potevano costituire la risposta più efficace per la realizzazione non solo del mercato unico, quale obiettivo finale del Trattato CEE, ma anche per contenere le turbolenze valutarie a livello internazionale ed europeo che si

[114] L'adesione al mercato comune costituì un passo decisivo per tutta l'Europa, ma lo fu ancor di più per l'Italia che poteva così avviarsi a superare carenze strutturali e arretratezze storiche. Di certo però il cammino non fu sempre così agevole, la visione fondata sulla supremazia delle patrie e dello Stato-nazione contrastava con quella europeista della superiorità sovranazionale, tanto che la crisi fu più volte sfiorata e vissuta e solo il compromesso sottoscritto in Lussemburgo, agli inizi del 1966, sancì un'importante tregua ed il proseguimento del cammino comunitario sia pure al duro prezzo del mantenimento del principio di unanimità per tutte le decisioni.

osservavano in quel periodo. Risale a quegli anni l'avvio del processo che ha condotto alla realizzazione di una più stretta integrazione monetaria, dopo che la crisi del sistema monetario di Bretton Woods comportò l'abbandono del regime valutario dei cambi fissi a favore di quello a cambi flessibili, sancito, come abbiamo visto nel precedente paragrafo, dalla dichiarazione del Presidente Nixon, nel 1971[115].

L'avvio del processo di integrazione monetaria europea assunse inizialmente la forma del Serpente monetario[116], nel 1972 e, successivamente, condusse alla creazione del Sistema Monetario Europeo (SME)[117], nel 1979; con l'avvio dello SME ogni autorità monetaria nazionale si impegnava a mantenere il valore della rispettiva valuta entro un determinato margine di fluttuazione rispetto alle altre. A tale scopo fu creato l'ECU (European Currency Unit), un'unità di conto che fungeva da moneta paniere e che doveva garantire una migliore gestione dei principali strumenti finanziari della Comunità[118].

---

[115] Il primo sistema consente di "scongiurare" la volatilità dei cambi e, dunque, le frequenti fluttuazioni tra valute caratteristiche dei sistemi a cambi flessibili. Questi ultimi non provocano, a differenza dei primi, impegni di prezzo fisso del cambio, né obblighi di aggiustamento del medesimo; cosicché, in presenza di uno squilibrio della bilancia dei pagamenti, si può procedere ad una sua correzione tramite un apprezzamento o deprezzamento della valuta nazionale, senza che sia necessario l'intervento delle autorità monetarie e senza modificare lo *stock* delle riserve valutarie in quanto il tasso di cambio è determinato dalla domanda e dall'offerta di divisa nazionale sul relativo mercato. La flessibilità del cambio consente una più ampia libertà d'azione alle autorità economiche e monetarie per la realizzazione di obiettivi quali la piena occupazione, la stabilità dei prezzi, la crescita dei redditi. Al contempo, però, il sistema dei cambi flessibili può causare incertezza e aumentare il rischio di cambio per gli operatori economici, cui si aggiunge l'incertezza intorno alle politiche economiche future, in quanto le autorità monetarie ed economiche nazionali hanno un'ampia possibilità di opzioni di politica fiscale, non necessariamente finalizzate a riequilibrare il cambio. Con un sistema a cambi fissi sarebbero, invece, decisamente minori e più controllati i fenomeni speculativi sulle valute, e sarebbe più facile arginare le spinte inflazionistiche, in quanto si imporrebbe una rigida regolamentazioni monetaria da parte delle relative autorità in caso di aumento dell'andamento dei prezzi.

[116] Si tratta del Sistema comunitario di cambio creato con lo scopo di assicurare un'area di stabilità monetaria all'interno della CEE. I punti principali consistevano nell'invito alle banche centrali di ridurre progressivamente i margini di fluttuazione tra le monete europee.

[117] Lo SME si differenziò dal precedente in quanto prevedeva una più stretta collaborazione tra le autorità monetarie del Paesi membri della Comunità, nonché una sorta di corresponsabilità degli Stati nel mantenere la stabilità dei cambi fra i Paesi in deficit e quelli con le bilance dei pagamenti in attivo. Si veda Peroni G., "*La crisi dell'Euro: limiti e rimedi dell'Unione Economica e Monetaria*", Ed. Giuffrè, 2012.

[118] Il valore dell'ECU era dato dalla media ponderata delle diverse valute nazionali; tutte le altre divise potevano variare rispetto all'ECU in una banda di oscillazione inizialmente pari al +/- 2,5%.

Il desiderio di raggiungere l'obiettivo "Europa" era sempre più evidente.

Il 1986 segna un ulteriore passo in avanti nella direzione dell'Unione: l'Atto Unico Europeo ridette slancio al Trattato CEE del 1957. Le scelte della Commissione guidata da J. Delors, designato come Presidente nel 1984, furono sostenute dai principali leader politici. Era chiaro che una certa preoccupazione per gli interessi nazionali e per le conseguenze di un troppo accentuato affermarsi del libero mercato serpeggiava tra i più scettici, ma prevalsero le attese per una crescita economica ampia e consolidata.

In particolare, vi era la consapevolezza che un mercato basato su differenti valute fosse antieconomico e desse luogo a costi che potevano essere ridotti se non eliminati con l'Unione Monetaria; dall'altro lato, vi fu, con l'inizio degli anni '90, la fine del "sistema bipolare", con la caduta dei regimi comunisti dei Paesi dell'Europa orientale. Nel 1989 la caduta del muro di Berlino rappresentò una svolta per la Germania, ma anche per tutta l'Europa e costituì un fattore di grande propulsione per il processo di integrazione[119]. La chiusura di un lungo periodo di guerra fredda e l'apertura a nuovi impegni economici a respiro mondiali spinsero la Comunità ad imboccare con maggiore decisione le strade da tempo tracciate.

Il 1990 è stato uno degli anni più importanti nel cammino verso l'integrazione: per iniziativa di Francia e Germania venne sollecitato un avanzamento del processo basato sul consolidamento delle istituzioni, sulla piena realizzazione del mercato comune e su una più ampia concertazione in materia di politica estera e di sicurezza. Si istituiva un comitato composto dai Governatori delle Banche Centrali nazionali della Comunità europea (all'epoca composta da dodici Stati) più tre esperti, presieduto dall'allora Presidente della

[119] Era evidente al Governo federale tedesco dell'epoca che quel processo sarebbe stato più semplice e, soprattutto, accettato dagli altri Stati se la Germania, quale Paese con l'economia più forte in seno alla Comunità, avesse assunto una posizione decisamente più aperta e di fondamentale sostegno alla costruzione della Moneta unica.

Commissione europea, Jacques Delors, con l'obiettivo di elaborare un piano per il raggiungimento dell'Unione economica e monetaria (UEM). Nel novembre del 1990 i principi del Comitato Delors furono presentati alla Conferenza intergovernativa per l'Unione economica e monetaria e le relative proposte vennero inserite nel Trattato di Roma. La Banca Centrale Europea assunse la propria conformazione conclusiva; si stabilirono, inoltre, le tappe (tre) al termine delle quali si sarebbe arrivati all'adozione della Moneta unica (la prima nel 1990, la seconda nel 1994, mentre la terza, inizialmente prevista per il 1997, si è poi sviluppata a decorrere dal 1999 concludendosi il 31 gennaio 2001), prevedendo la possibilità di integrazione diversificata per i singoli Stati[120].

Circa un anno dopo, a Maastricht, i Capi di Stato dei "dodici" raggiunsero l'accordo finale sul Trattato istitutivo dell'Unione Europea. Il passo era stato straordinario e coraggioso se si pensa al difficile percorso che dovettero affrontare le diverse ratifiche: dopo un lungo travaglio nasceva, il 1° novembre 1993, l'Unione Europea.

Il Trattato di Maastricht si è caratterizzato per aver apportato diverse novità con riguardo agli assetti istituzionali della Comunità e le politiche comuni europee. Ai fini della nostra trattazione, le disposizioni che maggiormente interessano sono quelle intervenute ad apportare modifiche al Trattato sulla Comunità Europea, al fine di realizzare l'Unione Economica e Monetaria.

[120] L'applicazione di tale schema ha, però, di fatto disatteso quanto originariamente previsto con il "Piano Werner" del 1970, quando si cominciò a trattare per la prima volta la questione dell'unificazione valutaria a livello comunitario e in cui prevalse la convinzione che l'Europa non doveva dividersi a seconda della diversa velocità dei suoi componenti in termini di adeguamento a comuni criteri di convergenza economica e finanziaria che "i passi in avanti" avrebbero dovuto aver luogo quando tutti i Paesi membri fossero stati in grado di farli. Ma il Trattato di Maastricht ha rinunciato a quell'impostazione: si trattava di un accordo "aperto", con il quale si decise di consentire la partecipazione all'Unione monetaria solo su base volontaria, consentendo, al contempo, agli Stati di conservare il diritto di aderirvi in seguito, naturalmente sempre nel rispetto dei requisiti richiesti. Si veda Peroni G., "*La crisi dell'Euro: limiti e rimedi..",* op. cit.

Il Trattato, nello scandire le diverse fasi di avvicinamento all'Euro si è preoccupato anche di stabilire una serie di criteri di convergenza economica e monetaria che gli Stati membri si erano impegnati a rispettare. Ci riferiamo ai noti "parametri di Maastricht" divenuti motivo di costante preoccupazione soprattutto per gli Stati con di alto deficit pubblico, e oggetto di diverse critiche.

Il Trattato ha provveduto, poi, a delineare il quadro istituzionale relativo al passaggio alla Moneta unica, prevedendo la creazione di quegli organismi chiamati a governare la politica monetaria nelle tre fasi sopra indicate e che hanno visto nel primo e nel secondo stadio l'operatività dell'Istituto Monetario Europeo (IME) e nella terza fase l'intervento del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea (BCE), i cui statuti furono inseriti in due Protocolli allegati a quel Trattato, la cui entrata in vigore segnò l'inizio del cammino che avrebbe, poi, portato alla nascita dell'Euro.

La prima fase, come si è detto, prese avvio il 1° Luglio del 1990, in coincidenza con la liberalizzazione completa del mercato dei capitali[121] in seno alla Comunità Economica Europea, e si concluse il 31 Dicembre 1993. Gli obiettivi perseguiti furono molteplici e comprendevano: l'eliminazione dei controlli valutari, la liberalizzazione dei pagamenti, l'adozione di provvedimenti comunitari diretti a favorire un maggiore coordinamento tra i diversi istituti centrali di emissione.

[121] La Direttiva CEE sulla liberalizzazione dei movimenti di capitali introdusse una liberalizzazione generale tra gli Stati membri della Comunità, che determinò, a partire dal 1° Luglio 1990, l'abolizione di tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra residenti negli Stati membri. La liberalizzazione venne, così, estesa alle operazioni di carattere monetario, che potevano incidere sulla politica valutaria degli Stati, quali i prestiti finanziari, i depositi in valuta o le operazioni sui titoli. Il testo della direttiva contemplava, inoltre, una clausola di salvaguardia che consentiva agli Stati membri di adottare misure di protezione nei casi in cui movimenti di capitale di grande ampiezza a breve termine rischiavano di provocare perturbazioni di particolare gravità nella conduzione della politica valutaria. L'Unione economica e monetaria ha proseguito la liberalizzazione, abolendo, poi, la relativa clausola di salvaguardia all'interno dell'area dell'Euro.

La seconda fase si è sviluppata tra il 1° gennaio 1994 e il 31 dicembre 1998. Significativi furono gli obiettivi perseguiti: agli Stati fu richiesto di evitare la creazione di disavanzi eccessivi, di garantire la completa autonomia e indipendenza delle rispettive Banche Centrali dal potere politico e di impedire alla pubblica amministrazione e alle imprese pubbliche qualsiasi accesso privilegiato ai finanziamenti pubblici; dal punto di vista istituzionale fu costituito l'Istituto Monetario Europeo (IME): tale organismo ha provveduto a mettere i mercati monetari e finanziari ed il sistema dei pagamenti nelle condizioni di affrontare il passaggio a cambi irrevocabilmente fissi e di porre le basi per l'avvio dell'operatività della Banca Centrale Europea (BCE). La seconda fase avrebbe dovuto concludersi nel 1996, ma ciò non poté realizzarsi in quanto il quadro finanziario nella gran parte dei paesi membri non risultava in linea con le prescrizioni imposte dalla normativa sull'Unione economica e monetaria, e ciò avrebbe avuto conseguenze negative, in forza del fatto che uno Stato membro non in regola con quelle prescrizioni non avrebbe potuto partecipare all'Euro. Nel maggio del 1998 il Consiglio dell'Unione europea procedette alla designazione degli Stati membri in grado di partecipare alla terza fase[122].

Nello stesso mese si procedette alla nomina del Presidente e del Vice Presidente della Banca Centrale Europea, dei componenti del suo Comitato esecutivo e alla relativa liquidazione dell'IME. La BCE assunse i poteri a essa attribuiti a decorrere dal 1° Gennaio 1999. Il Trattato di Maastricht le conferisce personalità giuridica, ma non la menziona tra le istituzioni della Comunità europea; ne deriva che i suoi atti non sono attribuibili alla Comunità Europea. Viene deliberata e tutelata l'indipendenza della Banca Centrale Europea nell'attuazione della politica monetaria, ma ciò non significa, però,

[122] Si trattava di undici Stati: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, con l'esclusione di Regno Unito, Danimarca, Svezia e Grecia.

separazione dalle finalità generali dell'Unione europea. La Banca Centrale Europea, come le altre Banche Centrali dei paesi membri, è vincolata nel proprio agire al rispetto di un obiettivo istituzionale definito per legge, ovvero la stabilità dei prezzi, ma ha ampia discrezionalità in merito all'uso di strumenti di politica economica[123].

A partire dal 1°gennaio 1999 aveva quindi inizio il corso legale della moneta unica con la fissazione del tasso di cambio delle monete dei rispettivi Paesi partecipanti.

Intanto, anche in seguito agli attentati terroristici dell'11 settembre 2001, lo scenario mondiale stava cambiando e l'ulteriore allargamento dell'UE rendeva necessario una riflessione politica sul piano internazionale e di partecipazione democratica al suo interno. La risposta europea alle sfide del nuovo millennio fu quella dell'allargamento dei suoi confini verso est e l'avvio di una grande riforma istituzionale. Le numerose richieste di adesione da parte di paesi dell'Europa centro orientale aveva posto l'esigenza di un ulteriore rafforzamento della struttura: il consiglio Europeo di Copenaghen del 2002 decise che a partire dal 2004 l'UE sarebbe stata allargata a Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Ungheria, Slovenia, Malta, Cipro, Lituania, Estonia, Lettonia[124].

L'adozione della Moneta Unica è la conseguenza di una concatenazione di diversi accadimenti economici e politici che avrebbero potuto e dovuto rappresentare l'occasione per la costruzione di un'effettiva unione politica, quantomeno a livello fiscale tra gli Stati membri. Tuttavia, il Comitato Delors decise di depotenziare il significato dell'Unione monetaria attribuendole il solo compito di governare le dinamiche dei prezzi al fine di garantire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e prevenire, così, possibili

[123] La Banca centrale europea, quindi, appare come una sintesi tra le posizioni keynesiane, focalizzate sulla necessità di disporre della discrezionalità, e su quelle monetariste che pongono l'accento sulle regole giuridiche- istituzionali.
[124] Feola R., "*Dinamiche politiche ed istituzionali dell'Unione Europea*", Ed. Pisanti, 2008, p.127.

effetti negativi sulle singole economie nazionali causati da un accentuato rialzo del tasso inflazione.

Il resto è storia abbastanza recente, da cui emerge che il sostegno a quell'impostazione sia dipeso anche dall'andamento dell'economia europea nel periodo *ante* Crisi (2000-2007), in cui la Moneta Unica ha prodotto concreti vantaggi quali: la riduzione dell'inflazione e del costo del credito, l'attenuazione dei possibili effetti negativi derivanti dall'adozione di un regime interno di cambi stabilmente fissi, il freno all'ulteriore indebitamento dei singoli Stati.

Tuttavia, come già emerso in precedenza, quello scenario favorevole è venuto bruscamente meno con la scoppio della crisi economica e finanziaria globale, trasformatasi rapidamente in crisi dei debiti sovrani, minando così la fiducia nell'Euro e nella sostenibilità dell'Unione economica e monetaria.

2.4.1 La moneta unica europea: quali criticità?

"La crisi dell'euro e dell'Europa è stata la conseguenza diretta della crisi iniziata negli Stati Uniti nel 2007, ma con una grossa differenza, perché la crisi dell'Europa è soprattutto la crisi dell'euro che come valuta comune ha dimostrato di avere dei difetti intrinseci fin dal suo concepimento. La crisi globale ha poi dimostrato che questi difetti dell'euro si sono manifestati solo ora in tutta la loro gravità"[125].

I criteri che consentirono di verificare la compatibilità della situazione finanziaria dei singoli Stati membri con le regole UEM, meritano alcune puntualizzazioni; ciò in quanto quei criteri hanno sollevato un acceso dibattito, con particolare riguardo ai valori di riferimento e ai criteri di convergenza sui

[125] "*Parola di Soros: il problema è l'euro",* Intervista del CdT al celebre magnate americano di origini ungheresi, Corriere del Ticino, 16 maggio 2013.

quali, nonostante la diversità concettuale che essi presentano, è stata operata una certa confusione dai redattori del Trattato, inserendo sia i primi, sia i secondi di modo che dovessero essere soddisfatti da parte di ogni Stato membro che intendesse partecipare alla fase conclusiva dell'UEM. I valori di riferimento consistono nello stabilire che il rapporto *deficit* pubblico/PIL non deve essere superiore al tetto del 3% e che il rapporto debito pubblico/PIL non deve eccedere il 60%; mentre, i parametri consistono a) nel mantenere il tasso di inflazione non superiore all'1,5% rispetto alla media europea dei tre Stati membri più virtuosi sotto tale aspetto; b) nel conservare un cambio stabile nonché c) assicurare tassi di interesse a lungo termine sulle obbligazioni di Stato a un livello non superiore di due punti rispetto al tasso medio dei tre Stati più virtuosi.

Il costo della convergenza finanziaria non è stato trascurabile per i paesi che hanno deciso di partecipare alla Moneta unica; una forte critica è stata rivolta alla centralità data in seno al Trattato ai valori di riferimento, ad oggi immutati, rappresentativi della cosiddetta "soglia critica" oltre la quale non vi sarebbero state le condizioni per aderire al progetto di unificazione monetaria, secondo alcuni ingiustificati essendo troppo difficile da tradurre in un corretto dato numerico.

Lo scopo di tanto rigore è stato essenzialmente quello di prevenire l'insorgere di tensioni inflazionistiche all'interno dell'area Euro, a causa di comportamenti non virtuosi di qualche paese nella conduzione della propria politica di bilancio. Al contempo, però, è risultato evidente che l'applicazione rigida e formalistica di quei parametri abbia fortemente limitato la possibilità per gli stessi paesi di poter intervenire, in determinate situazioni, sul piano macroeconomico (anche indebitandosi) per finanziare investimenti utili ai fini della crescita.

A seguito delle suddette critiche, nel corso degli anni sono state avanzate da parte di alcuni Governi delle proposte di revisione del «Patto di

Stabilità e Crescita» (PSC)[126] per una più flessibile applicazione dei criteri esaminati in rapporto all'andamento del ciclo economico europeo e dei singoli paesi; tali richieste sono state accolte dal Consiglio direttivo della BCE, nel marzo 2005.

Un'altra importante critica del sistema delineatosi a Maastricht ha riguardato il fatto che, nel computo dell'incidenza del disavanzo di bilancio sul PIL, sono considerate sullo stesso piano le spese correnti e quelle per investimenti, in considerazione del fatto che i benefici di questi ultimi difficilmente sono immediati. Di conseguenza, non appare corretto dover imputare integralmente tali spese al bilancio di un unico anno e finanziarle con le entrate correnti (esclusivamente a carico, quindi, delle generazioni attuali, quando si presume che ne beneficeranno, soprattutto, le generazioni future). Si evidenzia allora la possibilità che, nell'esigenza di rispettare il vincolo imposto dalle regole fiscali nel PSC, i *policy makers* nazionali agiscano "tagliando" le voci di spesa per investimenti pubblici piuttosto che andare a intaccare altri centri di costo, espressione di forti interessi lobbistici e clientelari.

In fasi recessive come quella attuale è chiaro che, nella misura in cui i tagli in questione vadano ad incidere proprio sul finanziamento degli investimenti, allora il PSC rischia di rivelarsi come un Patto mirato essenzialmente al mantenimento della stabilità, ma non in grado di sostenere la crescita e lo sviluppo economico.

Inoltre, il PSC è stato oggetto di numerose critiche anche in ordine all'effettiva idoneità del sistema di sorveglianza multilaterale e di quello

[126] La preoccupazione soprattutto tedesca che, una volta entrati nell'Eurozona, i Paesi a essa partecipanti allentassero il rigore nella gestione dei rispettivi bilanci, con effetti negativi per la stabilità macroeconomica e monetaria dell'intera UEM, con inevitabili ripercussioni sul tasso di cambio della nuova valuta, portò all'elaborazione del cosiddetto «Patto di stabilità e crescita». Si tratta di un accordo stipulato dai Paesi membri dell'Unione Europea, per quello che concerne il controllo delle rispettive politiche di bilancio, col fine di dare concreta attuazione ai requisiti di adesione all'Unione economica e monetaria europea. Esso si attua attraverso il rafforzamento delle politiche di vigilanza sui *deficit* e i debiti pubblici, nonché tramite un particolare tipo di procedura di infrazione, la Procedura per Deficit Eccessivo (PDE), che costituisce il principale strumento di controllo. Il PSC ha inoltre fissato i confini, i risultati e le azioni di risanamento all'interno dei quali i Paesi membri possono "muoversi" autonomamente.

sanzionatorio in esso previsti di essere in grado di evitare il verificarsi di disavanzi eccessivi di bilancio.

La crisi del debito sovrano dei Paesi dell'area PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna), ulteriore effetto della profonda crisi economica e finanziaria di questi ultimi anni, ha reso evidente che gli articolati sistemi di vigilanza sui disavanzi pubblici non sono stati in grado di impedirne la propagazione. Si è perciò ritenuto necessario rendere il Patto più incisivo sia sotto il profilo del controllo dei conti, sia sotto l'aspetto sanzionatorio. Riguardo a quest'ultimo profilo, si prevede in capo agli Stati, le cui finanze pubbliche si trovino al di sopra del limite consentito del 60% del PIL, un percorso di riduzione del debito ad un «ritmo soddisfacente», quantificato in un ventesimo pari all'eccedenza registrata nel corso degli ultimi tre anni. L'andamento del debito pubblico diviene, dunque, l'elemento più significativo per formulare il giudizio sulla condizione generale dell'economia dei Paesi membri dell'Eurozona. Il Patto, in questo modo, impone un approccio decisamente rigoroso ai conti pubblici; i Paesi con i più elevati debiti pubblici saranno costretti, d'ora in avanti, ad adottare misure finanziarie particolarmente onerose con inevitabili sacrifici per i rispettivi cittadini.

Attualmente il tema ha assunto particolare rilevanza, dal momento che, se la crisi del debito sovrano si propagasse ad altri Paesi europei, l'intera costruzione dell'Euro e la complessiva coesione economica dell'Eurozona rischierebbero di essere messe fortemente in discussione[127].

I riferimenti in ambito economico e monetario in seno all'ordinamento dell'Unione sono stati rivisti in occasione della Conferenza

[127] La preoccupazione è che si generi un effetto "domino" nei confronti di altri Paesi dell'area Euro. Un'eventuale crisi fiscale di uno di quei Paesi, consistente nell'impossibilità per quest'ultimo di rimborsare ai rispettivi creditori il capitale ricevuto da loro in prestito, maggiorato dei relativi interessi, potrebbe indurre quello Stato a uscire dall'UEM, non essendo più in grado di rispettare gli impegni assunti con l'adesione alla Moneta unica, tra cui quello fondamentale di essere solvente nei confronti dei propri creditori, con inevitabile crescita inflazionistica e deprezzamento del tasso di cambio. SI tratta di fenomeni che, qualora si verificassero, potrebbero generare una crisi di fiducia sull'intero sistema dell'UEM europea e, dunque, sulla Moneta unica, sua massima espressione. Si veda Peroni G., "*La crisi dell'Euro: limiti e rimedi..",* op.cit.

Intergovernativa tenutasi nel luglio del 2007 e conclusasi nel vertice di Lisbona, da cui è scaturito il nuovo trattato che ha modificato i Trattati di Roma e il Trattato sull'Unione Europea. Il Trattato di Lisbona, entrato in vigore il 1°dicembre 2009, nasceva dalla constatazione che i molteplici cambiamenti intervenuti sulla scena mondiale richiedessero nuovi sforzi ai governi e ai cittadini europei. L'obiettivo del Trattato era quello di dotare l'Unione Europea di un assetto istituzionale più efficiente, basato su una maggiore democraticità, e maggiormente in linea con le attese dei cittadini.

Nonostante tali modifiche, però, l'architettura giuridica ed economica definita con il Trattato di Maastricht risulta sostanzialmente immutata.

Nell'ottica di Maastricht, l'efficienza dell'Euro, quale unità di conto, mezzo di pagamento e strumento di riserva di valore, nonché il ruolo della BCE e del SEBC nel gestire la politica monetaria europea, si basavano sulla convinzione che si dovesse limitare il più possibile l'intervento delle istituzioni europee in tema di politica economica; anche dopo «Lisbona», l'UEM non ha riassunto in un unico sistema l'azione complessiva dell'Unione in quella materia che include, anche, la politica del lavoro e dell'occupazione, la libera circolazione dei lavoratori e della imprese, delle merci e dei servizi e dei capitali. L'articolazione dell'UEM nei settori dell'economia e della moneta risulta, infatti, basata sul diverso grado di intervento nei due ambiti (attraverso un coordinamento nel primo caso e tramite un'unica politica nel secondo). Solo relativamente al secondo aspetto sono stati definiti in maniera dettagliata, a Maastricht, gli obiettivi da raggiungere, che si sostanziano nella stabilità dei prezzi, in quanto il contenimento del tasso di inflazione veniva considerato quale condizione necessaria e sufficiente per consentire ai Paesi partecipanti all'Euro di mantenere in equilibrio le rispettive bilance dei pagamenti dal momento che agli stessi, con l'adozione della Moneta unica, veniva di fatto preclusa la possibilità di intervenire sul sistema dei cambi, mediante meccanismi di svalutazione o rivalutazioni della rispettiva divisa.

Diversamente, in tema di politica economica si fa un generico riferimento a obiettivi comuni la cui declinazione e attuazione è lasciata ai singoli Stati in raccordo con le Istituzioni europee, nell'ottica della più ampia convergenza delle diverse politiche di bilancio nazionali.

Ecco perché gli Stati conservano in via esclusiva la responsabilità dei rispettivi bilanci, ed ecco perché si dovrebbe invece pervenire al miglioramento delle relative economie, con lo scopo ultimo di rispettare i vincoli di finanza pubblica assunti con l'Euro, senza che i Governi nazionali debbano intervenire pesantemente sul contenimento della spesa pubblica, come, invece, sta accadendo in alcuni Paesi, come l'Italia, dove sono state adottate, tra il 2011 e il 2012, diverse manovre di aggiustamento dei conti pubblici che hanno inciso inevitabilmente anche sul sistema del *Welfare State.*

Tuttavia, la politica economica europea si mostra come una politica «debole», poiché priva di quegli strumenti di aggiustamento a livello centrale che un'area valutaria ottimale richiederebbe[128] e che, se attribuiti effettivamente all'Unione, comporterebbero necessariamente una maggiore integrazione politica a livello europeo.

Con il Trattato di Lisbona è stata innovata la procedura di sorveglianza multilaterale, con cui si provvede a verificare l'effettivo rispetto da parte degli Stati membri delle linee di condotta economica elaborate a livello europeo, prevedendo la possibilità che le raccomandazioni rivolte dal Consiglio allo Stato membro, la cui politica economica risulti non in linea con

[128] La teoria delle aree valutarie ottimali è stata inaugurata da Robert Mundell nel 1961. Con il termine "area valutaria" si fa rifermento ad "*un'area geografica nell'ambito della quale circola ed è accettata come mezzo di scambio un'unica moneta"*, mentre l'aggettivo ottimale si riferisce alla capacità di ciascuno dei Paesi del gruppo di limitare i costi e massimizzare i benefici dell'unione monetaria. Si è iniziato a ragionare sui costi e benefici di una unione monetaria a partire dagli anni Ottanta. Tra i benefici si evidenziavano: stabilità macroeconomica, aumento degli scambi commerciali, minore necessità di riserve valutarie, vantaggi politici; per quanto riguarda i costi, sono stati esaminati i seguenti: perdita della sovranità monetaria, minore autonomia della politica fiscale, effetti perversi sulla politiche fiscali (un'unione monetaria può incoraggiare una spesa pubblica eccessiva, maggiore specializzazione produttiva). Il problema di fondo dell'UEM è che allo stato attuale non rappresenta un'area valutaria ottimale.

gli obiettivi di coordinamento, possano essere rese pubbliche, su proposta della Commissione.

Il corpo delle norme dedicato al coordinamento delle politiche economiche prevede, poi, la possibilità per il Consiglio di adottare misure di «soccorso» in risposta a situazioni di crisi indipendenti dalla «volontà» dei singoli Stati.

In merito alla gestione delle finanze pubbliche, però, si vieta ogni forma di accesso privilegiato da parte del settore pubblico ai finanziamenti pubblici, con il risultato che le autorità monetarie nazionali non possono anticipare agli Stati le somme necessarie a effettuare pagamenti. Così, gli enti pubblici, *in primis* gli Stati, devono raccogliere le proprie dotazioni finanziarie secondo i canoni propri del mercato, in base alle valutazioni di affidabilità e merito creditizio, come se fossero soggetti privati.

Stante l'attuale forma delle istituzioni economiche, l'unica politica concessa è quella che viene giudicata adeguata dal mercato finanziario[129].

Sul punto, si inserisce la decisione della BCE di operare sul mercato dei titoli del debito pubblico degli Stati dell'Eurozona, decisione assunta in deroga ai propri vincoli statutari, a condizione che l'acquisto fosse fatto sul mercato secondario e non direttamente dal paese debitore; in tale ambito si è assistito all'acquisto, da parte della BCE, di importi consistenti di titoli del debito pubblico dei paesi PIIGS, al fine di arginare la speculazione finanziaria.

La scelta della BCE è stata oggetto di forti critiche in seno al suo *board*, dove risulta ancora acceso il dibattito sull'opportunità di ricorso a tali misure. In particolare, i rappresentanti tedeschi della *Bundesbank* si oppongono, spaventati dalla possibilità che l'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE si traduca in un sostegno incondizionato ai paesi caratterizzati dai più elevati

[129] "Non solo le valutazioni che i mercati finanziari danno della solvibilità si uno Stato potrebbero discostarsi dai fondamentali, ma potrebbero addirittura avere la meglio: se i mercati si aspettano il fallimento di uno Stato, potrebbero finire per provocarlo, a dispetto di ogni tentativo di risanamento, facendo aumentare i tassi di interesse sul debito a livelli insostenibili". Si veda Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato*..", op. cit., p. 135.

rapporti Debito/Pil, con potenziali effetti inflazionistici che potrebbero incidere negativamente sulla reputazione dell'Eurotower, quale «guardiano dei prezzi». Ma la possibilità per la BCE di assumere la funzione di prestatore di ultima istanza è solitamente associata all'unificazione delle politiche economiche a livello europeo. L'unificazione fiscale dei paesi membri risulta essere la precondizione per sostituire i titoli del debito pubblico dei singoli Stati con titoli del debito dell'Unione stessa. In questo modo, alla BCE sarebbe anche consentito di acquistare titoli del debito sovrano, senza avere il problema di dover decidere quali acquistare, con il rischio di favorire i paesi maggiormente divergenti in ambito finanziario.

Tuttavia, ciò avrebbe l'indubbio vantaggio di mettere l'Europa in condizione di parità con i paesi che hanno la possibilità di finanziare il proprio debito pubblico, come, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, ma, allo stesso tempo, avrebbe anche il limite di rendere l'Europa conforme a un modello che, attraverso un aumento smisurato della liquidità, ha creato le condizioni per lo scoppio della crisi in corso.

Secondo Fantacci e Amato non c'è alcun bisogno di voler unire l'Europa all'insegna della cancellazione delle autonomie, non sono i debiti pubblici in sé a rappresentare un problema per la tenuta dell'unione monetaria europea, in quanto, se detenuti dai cittadini dello Stato che li emette, non c'è alcun motivo perché se ne preoccupino i non residenti: un debito pubblico nazionale diventa un problema internazionale nella misura in cui è detenuto all'estero[130].

"*Bisogna togliere al debito pubblico il ruolo di arbitro delle sorti dell'Europa*". Questo perché, innanzitutto, non si tratta di una misura obiettiva di buona

[130] Una prova è l'Irlanda che, nel 2007 aveva un rapporto debito/Pil fra i più bassi d'Europa (circa 25%), ma che è finita, poi, tra i PIIGS. Ciò è accaduto a causa del sovraindebitamento nei confronti del capitale straniero, attratto da sgravi fiscali più che da impieghi produttivi: il rapporto debito/Pil, cresciuto fino a quasi il 100%, non è altro che la conseguenza dei salvataggi, resi necessari dal fallimento di un modello di sviluppo basato sulla crescita delle attività finanziarie. Si veda Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato*..", op. cit., pp. 138-142.

condotta, in quanto i criteri di misurazione variano da un paese all'altro; in secondo luogo, le misure volte a ridurre il debito non possono che aggravare la crisi e il disagio sociale, in un momento in cui si dovrebbero, al contrario, favorire gli investimenti; inoltre, lasciando agli Stati l'autonomia di decidere quanto indebitarsi con i propri cittadini, l'Europa dovrebbe preoccuparsi esclusivamente di quella parte di debiti, pubblici e privati, non finanziati dal risparmio interno[131].

Oggi si invocano per l'Europa l'intervento esterno del FMI o della Cina, ma l'area dell'Euro, a differenza degli Stati Uniti non ha un deficit di conti con l'estero, per cui non necessita di risorse finanziarie provenienti da paesi terzi.

"Sta qui il drammatico paradosso della crisi europea, ed è bene imparare e vederlo: siamo vittime unicamente della nostra incapacità di darci credito a vicenda[132]".

Già prima dello scoppio della crisi, un rapporto della Commissione europea aveva messo in guardia contro i possibili rischi derivanti dai persistenti squilibri delle partite correnti nell'area dell'euro. Tali deficit erano coperti non da finanziamenti a lungo termine, ossia non attraverso investimenti diretti all'estero, bensì da finanziamenti a breve termine (investimenti di portafoglio e prestiti bancari). Grazie all'integrazione dei mercati finanziari europei, resa possibile, a sua volta, dall'Unione monetaria, erano aumentati i prestiti bancari dai paesi in surplus, in particolare dalla Germania. A partire dalla nascita dell'Unione monetaria, in effetti, il divario fra paesi in surplus e in deficit non ha fatto che allargarsi; questo perché l'euro, eliminando il rischio di cambio, ha consentito ai paesi dell'Europa meridionale di finanziare i propri deficit di parte corrente.

[131] Il debito pubblico giapponese ha superato il 220% del Pil senza provocare allarme, perché in larga parte finanziato dai risparmi dei giapponesi stessi.
[132] Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato..*", op. cit., p. 142.

La Germania si è sempre mostrata inamovibile nell'opporsi a qualsiasi manovra che potesse avere effetti inflativi, ma, sollecitata da ogni parte, inizia a dare segnali di allentamento delle proprie posizioni. Questo, a ben vedere, è un atto dovuto, dal momento che è stato proprio il fatto di aver contenuto gli aumenti dei salari e dei prezzi al di sotto di tutti gli altri paesi europei che ha consentito alla Germania di crescere ed esportare a ritmi così sostenuti, al riparo dalla moneta unica[133].

Tuttavia, anche se la Germania accettasse di accollarsi una parte degli oneri di riaggiustamento, creando più inflazione al suo interno per migliorare la competitività degli altri paesi europei, questo potrebbe non bastare, in quanto l'onere di riassorbire gli squilibri europei continuerebbe a gravare in misura predominante sulle spalle dei debitori. E tale distribuzione asimmetrica dell'onere di aggiustamento rischia soltanto di perpetuare gli squilibri internazionali a danno di tutti[134].

Occorre, dunque, che gli oneri dell'aggiustamento siano ripartiti equamente fra debitori e creditori, e questo ci fa ripensare alla proposta della Clearing Union Internazionale di Keynes, accantonata, purtroppo, a Bretton Woods.

Sul modello della stessa, allora, si potrebbe pensare all'istituzione di una camera di compensazione europea, in cui creditori e debitori sono trattati in maniera simmetrica, che consentirebbe di finanziare gli squilibri interni all'Europa, senza dover ricorrere ai mercati finanziari internazionali e, allo stesso tempo, assicurare che quegli squilibri siano limitati e temporanei[135].

---

[133] Dalla data dell'introduzione dell'euro, i prezzi in Germania sono aumentati di poco più del 20%, a differenza, ad esempio, dell'Italia, dove sono aumentati di circa il 30%, con il conseguente effetto di una svalutazione del tasso di cambio reale tedesco.

[134] Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato..*", op. cit.

[135] Nello spazio dell'euro, peraltro, una camera di compensazione esiste già. Si chiama Target 2 ed è il sistema di pagamento utilizzato dalla BCE per gestire i regolamenti internazionali all'interno del Sistema europeo delle Banche Centrali. Con lo scoppio delle crisi e il prosciugamento delle tradizionali forme di finanziamento attraverso il mercato interbancario e i mercati finanziari, grazie a tale sistema, sono stati finanziati i deficit delle bilance dei pagamenti dei paesi debitori. Presso tale sistema, così, i paesi creditori del Nord Europa hanno raggiunto una posizione cumulata netta positiva, del tutto

In un articolo de Il Sole 24 Ore dello scorso marzo si legge[136]:

"L'avvento dell'euro ha coinciso con la drastica perdita di competitività di Italia, Francia e gli altri Paesi mediterranei e con la conseguente maggiore crescita della Germania. La dinamica è nota e naturalmente non è solo colpa della valuta comune. Pesavano differenti strutture produttive e differenti relazioni industriali, ma è un fatto che la rigidità di una politica monetaria applicata ad aree così diverse, aggravata dalla mancata unione politica ed economica, abbia finito per minare la competitività dei vari Paesi. L'Italia, come dimostra uno studio di JP Morgan, ha visto negli ultimi 21 anni la crescita più lenta tra le economie avanzate, al punto da segnare il peggior andamento dai tempi della sua unificazione (1861). Un quasi analogo comportamento ha afflitto la produzione francese e la «quota di profitti aziendali rispetto al valore aggiunto è la più piccola tra i 6 maggiori Paesi europei». Inoltre, la Francia presenta un deficit delle partite correnti superiore all'Italia e un deficit pubblico che nel 2013 potrebbe essere il doppio di quello italiano. Le contraddizioni, acuite da misure di austerità che rischiano di sfociare in rivolte sociali, sono destinate ad esplodere nei prossimi mesi. Su queste pagine s'è spesso criticato l'atteggiamento euroscettico degli americani. Ma dopo le elezioni italiane, le cose hanno preso una ben diversa piega anche in Europa e non suonano più così provocatorie le conclusioni di JPM: «È probabile che alcune aree dell'Europa stiano percorrendo un lungo e doloroso viaggio per scoprire che la valuta comune ha più costi che benefici nel lungo periodo".

Forse, a questo punto, siamo giunti davvero al momento di pensare a una vera e propria riforma del sistema finanziario internazionale, ripensando anche al ruolo della finanza.

---

speculare rispetto alla posizione cumulata netta negativa dei paesi debitori del Sud Europa. In tal modo, la BCE ha dato un contributo essenziale al finanziamento degli squilibri, ma ha ricevuto critiche non avendo poi contribuito a riassorbirli. Questo perché il sistema Target 2 non prevede meccanismi di riequilibrio, o tetti agli squilibri nei saldi. Secondo il modello della Clearing Union di Keynes, si potrebbe, allora, pensare di assoggettare tali saldi a oneri simmetrici, al fine di indurre tanto i paesi creditori quanto i paesi debitori a tornare all'equilibrio. Secondo Fantacci e Amato, adottando tale misura, a cui si potrebbe aggiungere una restrizione del credito esclusivamente a favore delle transazioni commerciali fra paesi europei, imponendo un limite massimo alla possibilità di accumulare saldi positivi o negativi, commisurato al volume del commercio estero di ciascun paese, si avrebbe davvero una Clearing Union europea, in grado di restituire all'Europa intera l'unità e la solidarietà che oggi le manca. Si veda Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato*..", op. cit., pp. 153-156.

[136] Il Sole 24 Ore, "*Il caso Italia riaccende la crisi dell'euro*", Walter Riolfi, 2 marzo 2013.

CAPITOLO TERZO

È POSSIBILE PREFIGURARE UN SISTEMA FINANZIARIO ALTERNATIVO?

Premessa

Come abbiamo evidenziato nei capitoli precedenti, la crisi economica e finanziaria, iniziata nel 2007 e ancora ben lungi dall'essere risolta, ha prodotto numerosi effetti, sia a livello macroeconomico (Stati e aree regionali), sia in ambito microeconomico (imprese e individui).

Il perdurare dello stato di difficoltà in cui versa l'economia italiana ha avuto pesanti riflessi sulla capacità del sistema bancario di sostenere le richieste di affidamento provenienti dalle famiglie e dalle imprese, in particolare dalle piccole e medie imprese.

Alla luce di tali sviluppi del quadro macrofinanziario si impone un ripensamento del ruolo della finanza, affinché essa possa essere maggiormente focalizzata sulla responsabilità e sulla cooperazione. Tale riforma può avvenire a più livelli: internazionale, nazionale e locale. Si pensa alla possibilità di prefigurare un sistema finanziario alternativo, in cui non si faccia mercato della moneta e del credito e le relazioni fra debitori e creditori siano costruite per favorire un regolamento più immediato dei rapporti di debito/credito intercorrenti tra di essi. Insomma, una finanza che possa essere davvero al servizio dell'economia di mercato. Là dove il reciproco interesse consiste nello scambio di beni e servizi, un'alternativa esiste: è la compensazione. Questa fa sì che la mancanza di denaro non impedisca lo svolgimento dell'attività economica, consentendo all'economia di mercato di mostrare tutta la sua capacità di libera generazione di ricchezza.

In tale ottica, nelle pagine seguenti si prospetta l'evoluzione dell'attuale modello di banca commerciale, prevalentemente di tipo OTD, a favore di un "nuovo" modello di intermediario bancario che intende porsi ancor più al servizio dell'economia e della società, proteggendole dalle turbolenze della finanza e dei suoi meccanismi, sempre più complessi e articolati.

3.1 L'attuale crisi economico-finanziaria: quali soluzioni si possono prospettare per il suo superamento?

Considerando gli effetti indotti dalla recente crisi economico-finanziaria, quali l'aumento esponenziale delle insolvenze delle imprese, della disoccupazione, della povertà e dell'esclusione sociale tra gli individui, è sempre più diffusa la convinzione, non solo tra gli operatori economici, ma, soprattutto, tra i «comuni» cittadini europei, secondo cui i risultati dell'azione europea nel fronteggiare la situazione economica nel suo complesso, appaiono in buona parte insoddisfacenti nel perseguire gli obiettivi di assicurare la stabilità dei conti pubblici e, al contempo, la crescita economica dell'Eurozona.

L'attuale fase di recessione economica, causata anche della crisi dei debiti sovrani di alcuni paesi periferici dell'area Euro, ha inoltre lasciato emergere una scarsa volontà di cooperazione tra gli Stati: i paesi con le finanze più virtuose hanno manifestato un forte egoismo e disinteresse nei confronti dei paesi maggiormente in difficoltà. La scarsa solidarietà intra-europea emersa all'indomani della crisi, unita all'assenza di un'effettiva politica di bilancio dell'Unione Europea, ha messo in pericolo la costruzione stessa dell'Unione Economica e Monetaria e, dunque, quella che è la sua massima espressione, nonché l'essenza, ossia l'esistenza stessa della Moneta unica.

Al fine di addivenire a una più rapida soluzione della crisi, il trasferimento di maggiori competenze economiche dai singoli Stati ad altri organismi, quali le Organizzazioni internazionali o sovranazionali, andrebbe, più che altro, a rafforzare la cooperazione multilaterale tra gli stessi Stati, senza ridefinire il loro ruolo nel panorama internazionale. Essendo, infatti, le Organizzazioni internazionali essenzialmente fondate sul metodo intergovernativo, quello che gli Stati possono perdere in termini di autonomia economica e monetaria, lo recuperano, in qualche modo, all'interno dei relativi organismi decisionali ove siedono i rispettivi rappresentanti governativi. Il

rifarsi al metodo intergovernativo è alla base di alcune delle più importanti soluzioni elaborate nel corso degli ultimi anni[137]; la risposta europea alle criticità emerse all'indomani della crisi è stata infatti piuttosto articolata, sostanziandosi nell'adozione di un complesso strumentario giuridico, nel tentativo di ridisegnare la *governance* economica dell'Unione e, in particolare, dell'Eurozona.

Tuttavia, nei diversi tentativi di risoluzione della crisi, si assiste sempre di più alla creazione di nuovi strumenti, sempre più sofisticati, senza però giungere alla soluzione che è alla radice del problema dell'economia europea e, precisamente, che l'Euro è una moneta senza stato e che, alla luce della pluralità di meccanismi e strumenti ideati finora manca un effettivo centro propulsore della crescita economica, un potere di governo europeo investito della responsabilità di garantire e promuovere un soddisfacente andamento del reddito e dell'occupazione[138].

---

[137] Si fa riferimento, in particolare a: il Patto *Euro Plus* (piano approvato nel marzo 2011 dai Capi di Stato e di Governo dell'area Euro, aperto all'adesione degli altri Stati membri dell'Unione. Esso prevede che gli Stati membri si accordino annualmente su cinque obiettivi comuni: stimolare la competitività e l'occupazione, rafforzare la stabilità sui mercati finanziari, assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche e coordinare le politiche fiscali; ciascun Paese risulterà responsabile degli interventi specifici che adotterà per promuovere la competitività); il Meccanismo europeo di stabilità – MES (detto anche *Fondo salva-Stati*, istituito dalle modifiche al Trattato di Lisbona (art. 136) approvate il 23 marzo 2011 dal Parlamento europeo, attivo da luglio 2012 con una capacità di oltre 650 miliardi di euro, nasce come fondo finanziario europeo per la stabilità finanziaria della zona euro. L'erogazione del sostegno finanziario allo Stato in difficoltà sarà sottoposta a una complessa procedura;; il Trattato sulla stabilità, coordinamento e *governance* - TSCG (sottoscritto il 2 marzo 2012 da 25 Stati membri dell'Unione Europea, ulteriore fase dell'articolato processo europeo di riforma del governo dell'economia, nel tentativo di salvare l'Euro e l'Unione economica e monetaria. L'Accordo è noto, soprattutto, come *Fiscal compact*, non solo perché la maggior parte dei suoi articoli sono dedicati alla disciplina del bilancio, ma anche perché alla base di quel complesso di norme vi è la convinzione che la crisi attuale sia fondamentalmente di natura fiscale. L'accordo prevede per i paesi contraenti, secondo i parametri di Maastricht fissati dal Trattato CE, l'inserimento, in ciascun ordinamento statale dell'obbligo di perseguire il pareggio di bilancio, l'obbligo per tutti i paesi di non superare la soglia di deficit strutturale superiore allo 0,5% (e superiore all'1% per i paesi con debito pubblico inferiore al 60% del Pil), oltre a imporre una significativa riduzione del debito al ritmo di un ventesimo (5%) all'anno, fino al rapporto del 60% sul Pil nell'arco di un ventennio. Gli stati inoltre si impegnano a coordinare i piani di emissione del debito col Consiglio dell'Unione e con la Commissione europea).

[138] Il rischio è che si vada sempre più in una direzione opposta rispetto a quella di una maggiore integrazione europea, precisamente, verso ulteriori complicazioni dell'assetto politico istituzionale dell'Unione complessivamente considerata, con l'effetto di rinvigorire le spinte nazionalistiche entro i vari Stati. Nazionalismo tradottosi storicamente, più che nell'«amore» verso la propria storia e Nazione, in «disprezzo» verso le altre Nazioni, considerate potenzialmente nemiche. Si veda Peroni G., "La crisi dell'Euro: limiti e rimedi..", op. cit., pp. 202-204.

Le scelte effettuate rischiano, così, di rivelarsi insufficienti, imponendo il ricorso a soluzioni decisamente più radicali e innovative, tese a ridefinire il modello giuridico economico su cui poggia l'Unione Europea, con l'obiettivo di individuare un potere politico-economico, direttamente responsabile verso i cittadini e le imprese delle scelte economiche che l'Unione è chiamata ad adottare per superare l'attuale fase recessiva, paragonabile, come si diceva nella parte iniziale del lavoro, a quella del 1929 se si considerano gli effetti prodotti tanto sulla finanza quanto sull'economia reale.

La crisi dei mutui *subprime* e il successivo deterioramento del merito creditizio di buona parte dei paesi periferici dell'area Euro, compresa l'Italia, hanno causato un aumento rilevante del costo della raccolta per le banche di tali paesi. In un contesto caratterizzato da una riduzione della liquidità a disposizione delle banche e da un aumento del costo medio della stessa la fase recessiva in atto ha prodotto evidenti effetti anche sull'ammontare degli impieghi bancari[139]. Uno degli aspetti centrali nel valutare gli effetti della crisi internazionale è proprio relativo al deterioramento delle relazioni tra sistema bancario e sistema imprenditoriale.

In un contesto di diffusa difficoltà nell'accesso al credito, la prevista introduzione di nuovi e più stringenti parametri nella definizione della solvibilità aziendale derivanti dagli accordi di Basilea (cosiddetta Basilea 3), ha accentuato gli effetti della crisi nella relazione tra banche e imprese, generando ulteriori vincoli all'espansione degli impieghi. Nel corso del 2012, infatti, il sistema bancario italiano ha aumentato le componenti di capitale di migliore qualità e contratto gli attivi ponderati per il rischio, al fine di migliorare i

[139] Secondo i dati Cerved Group, nel 2012, oltre 12.000 imprese (il 9,3% in più rispetto alla media 2009-2011) hanno dichiarato fallimento. A frenare la capacità del sistema produttivo italiano di espandere le vendite e di generare valore aggiunto concorrono da tempo fattori istituzionali che limitano l'avvio e lo svolgimento dell'attività di impresa e, nella fase più recente, una dinamica della domanda interna assai debole e crescenti difficoltà nell'accesso al credito. Tale situazione ha influito negativamente sugli investimenti, in particolare per le imprese con minore liquidità e meno attività da fornire in garanzia, e ha ridotto i volumi dei crediti commerciali. Si veda Banca d'Italia, *Relazione annuale*, Roma, 31 maggio 2013.

coefficienti patrimoniali; in particolare, le attività ponderate per il rischio si sono ridotte di oltre sette punti percentuali.

I fattori fin qui considerati, unitamente alla progressiva riduzione della domanda di credito proveniente dalle imprese, fortemente indebolite dalla prolungata fase recessiva, e alla crescita significativa delle sofferenze (triplicate tra il 2008 e il 2012), hanno determinato un deciso trend di riduzione della dinamica dei flussi di finanziamenti bancari alle imprese a partire dal 2009 (tendenza accentuatasi nei primi mesi del 2013[140]) e un aumento delle garanzie richieste.

Contemporaneamente, il tasso di interesse sui nuovi finanziamenti bancari alle imprese è rimasto su livelli elevati scontando, da un lato, le tensioni presenti sui mercati del debito sovrano dei paesi periferici dell'area Euro e i riflessi che questi hanno avuto sui costi della raccolta delle banche, e, dall'altro, l'aumento della rischiosità del comparto.

In tali condizioni, negli ultimi anni sono state intraprese, a livello nazionale, numerose iniziative per attenuare le difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese e sostenerne le esigenze di finanziamento. In tale ottica, un ruolo importante è assunto dal microcredito, strumento finanziario di connotazione solidaristica destinato a una platea sempre più ampia di persone e imprese che manifestano difficoltà di accesso al credito bancario ordinario. Esso si è rivelato, negli ultimi anni, uno strumento fondamentale per restituire fiducia nel credito in un momento di acuta crisi, sia per le famiglie, in grado così di fronteggiare impreviste difficoltà finanziarie, sia per le imprese, permettendogli loro di sostenere le proprie attività produttive.

[140] L'indagine qualitativa condotta dalla Banca centrale europea presso le imprese mostra la presenza di una notevole eterogeneità nelle condizioni di accesso al credito nei diversi paesi. A partire dai primi mesi del 2012, il tasso applicato sulle nuove operazioni di finanziamento alle società non finanziarie in Italia si è portato su un livello superiore a quello osservato nella media dell'area Euro, creando un ulteriore svantaggio competitivo per le imprese domestiche. Cfr. Banca d'Italia, *Relazione annuale*, Roma, 31 maggio 2013.

Un ruolo ancora più rilevante è svolto dal Sistema Camerale che negli ultimi anni, ha agito principalmente in qualità di facilitatore dei rapporti di *partnership* tra Banche, Confidi e Imprese, in considerazione del fatto che l'aggravarsi della crisi ha portato ad un generale irrigidimento dei criteri di selezione del credito. Il Sistema Camerale ha risposto, così, alle crescenti difficoltà di accesso al credito manifestate dalle imprese (in particolare dalle PMI), da un lato, sostenendo in maniera diretta i Consorzi di garanzia collettiva fidi e, dall'altra, alimentando i fondi di garanzia di supporto alle imprese[141]. Gli interventi posti in essere dal Sistema Camerale si ispirano al principio di sussidiarietà e, al fine di meglio valorizzare le competenze esistenti sul territorio e di rendere più incisiva la propria azione, si sono integrati con le azioni intraprese da altri soggetti interessati allo sviluppo del territorio (Regioni, Banche, Confidi). E' proprio la coesistenza di varie tipologie di fondi che sta aprendo le porte a forme di collaborazione e sinergie tra le autorità pubbliche che operano nel settore della garanzia ai diversi livelli territoriali, al fine di disegnare una riforma che potrebbe condurre alla creazione di un vero e proprio sistema nazionale di garanzia[142].

Contestualmente all'acuirsi dei fenomeni di *credit-crunch*, nel 2012, si è verificata una significativa ripresa delle emissioni obbligazionarie[143], sebbene

---

[141] Il Fondo centrale di garanzia, attivo da più di un decennio, ha rappresentato negli ultimi anni il principale strumento di agevolazione dell'accesso al credito delle piccole e medie imprese (tra il 2009 e il 2012 ha concesso garanzie per oltre 16 miliardi, attivando quasi 31 miliardi di finanziamenti). All'espansione dell'operatività hanno contribuito l'incremento dei fondi di dotazione, l'ampliamento della platea delle imprese beneficiarie e l'intervento della garanzia di ultima istanza dello Stato, che consente alle banche di azzerare l'assorbimento di patrimonio sulla quota di prestito coperta dal Fondo.

[142] Cfr. Rapporto Unioncamere 2013.

[143] Come si è evidenziato nel primo capitolo, la struttura dei finanziamenti all'economia, in Italia, è stata tradizionalmente caratterizzata dalla prevalenza dell'intermediazione bancaria, dovuta alla struttura stessa del sistema delle PMI, non facilmente finanziabili attraverso strumenti di mercato. Questo circuito finanziario è stato alimentato nel passato dalla possibilità per le banche di finanziarsi, attraverso la raccolta diretta, a costi inferiori rispetto ai tassi di mercato e ciò ha consentito alle banche, negli anni antecedenti l'avvio dell'Euro e in quelli immediatamente successivi, di finanziare le imprese a tassi contenuti. A fine 2008 oltre il 70% della domanda di finanziamenti delle imprese veniva coperto con il credito bancario e soltanto il 30% dal mercato finanziario, percentuali invertite rispetto ai paesi anglosassoni e, in specie, rispetto agli Stati Uniti.

essa rappresenti una fonte di finanziamento alternativa al credito bancario per le grandi imprese che hanno accesso diretto al mercato dei capitali, poche delle quali, tra l'altro, sono riuscite di recente a raccogliere fondi per importi significativi. Prometeia, ipotizzando una moderata ripresa dell'attività economica a partire dal 2014, stima, nelle previsioni di medio termine al 2020, che la domanda di finanziamenti delle imprese risulterà coperta solo per il 40% dal credito bancario (contro un valore di oltre il 70% nel 2008).

Poiché l'economia non può crescere se non è adeguatamente finanziata, esaminando l'attuale situazione italiana, le potenzialità e le misure che possono essere attuate, l'ultima analisi condotta dal centro studi di Confindustria ha dedicato un'apposita sezione agli strumenti alternativi al credito bancario per finanziare il sistema imprenditoriale, evidenziando che si tratta di

"[…]*una necessità in questa fase di crisi e di credit crunch, ma anche un percorso obbligato per riequilibrare il sistema italiano troppo sbilanciato sulle banche*" [144],

Per le PMI, alle quali si indirizza il Decreto Sviluppo (D.L. n. 83 del 22/06/2012, convertito con legge n.183 del 7/8/2012), la possibilità di accesso al mercato dei capitali rappresenta, nello scenario attuale, un'opportunità importante per lo sviluppo, specie in relazione all'attivazione di strumenti finanziari come i cosiddetti "mini-bond", che potrebbero rappresentare un canale nuovo e a carattere strategico per il reperimento di nuove risorse finanziarie.

L'ampliamento degli strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario, a disposizione delle imprese, porrebbe le basi per un progressivo cambiamento della morfologia del sistema finanziario italiano, che vedrebbe la crescita dei circuiti diretti di intermediazione, affiancata dal progressivo ridimensionamento del ruolo centrale del sistema bancario nel trasferimento

[144] Nicoletta Picchio, "*Nuovi strumenti per finanziare le imprese*", Il Sole 24 Ore, 5 maggio 2013.

delle risorse finanziarie dai settori in surplus (tipicamente le famiglie) a quelli in deficit (imprese e Pubblica Amministrazione)[145].

Finora, tuttavia, i meccanismi per ovviare alle difficoltà di finanziamento e di pagamento delle imprese hanno seguito tutti lo stesso schema: moratorie, garanzie, prestiti agevolati. Queste strategie gravano, però, sui fragili bilanci dello Stato e delle banche, senza dare respiro in una prospettiva strategica alle imprese.

Seguendo tale percorso il sistema finanziario ha modellato la società, erodendo sempre più, secondo molti sociologi ed economisti, il tessuto sociale e i rapporti di fiducia tra gli individui[146]. Questi teorici sono comunque consapevoli che la moneta e il sistema finanziario sono indispensabili per il funzionamento dell'economia. Per tentare di recuperare la socialità perduta sono state elaborati teorie e modelli i di economie alternative, che hanno sovente alla base come strumento di riferimento monete alternative o complementari. L'idea delle monete complementari, tuttavia, non è nuova né recente, ma, come abbiamo osservato nel capitolo precedente, affonda le radici nella proposta keynesiana di Bretton Woods, ossia l'istituzione di una moneta come unità di conto internazionale che regolasse gli avanzi ed i disavanzi commerciali dei paesi, mediante il meccanismo della compensazione multilaterale.

Come vedremo nelle parti seguenti del capitolo, una delle esperienze di maggior successo nel campo delle monete complementari è rappresentata dal WIR Svizzero. Nato per fronteggiare la crisi economica dei primi anni '30 del secolo scorso in Europa, il WIR ha saputo adattarsi alle esigenze delle

[145] Particolare attenzione è rivolta alle iniziative presenti sul mercato italiano, ancora limitate numericamente, grazie alle quali gli investitori istituzionali, inizialmente concentrati in maniera massiccia verso il finanziamento del debito pubblico, vedono nel credito alle PMI la possibilità di diversificare il portafoglio rispetto al rischio BTP pur mantenendo gli investimenti sul territorio nazionale, fornendo, così, alle imprese una forma di credito alternativa e complementare a quella bancaria in una fase delicata come quella attuale. Si veda Prometeia, "*Anteo, newsletter per l'investitore istituzionale"*, n.71, maggio 2013.

[146] http://www.monetacomplementare.org.

realtà produttive svizzere e al mutamento della società, generando importanti effetti sul buon funzionamento dell'economia svizzera. Sembrerebbe questo, dunque, l'esempio più virtuoso da seguire: l'istituzione di una moneta locale, complementare alla moneta unica, che, nell'ambito di un sistema di compensazione multilaterale, sia in grado di rispondere alle necessità dell'economia reale. Nella logica di un sistema di compensazione, l'impresa A accetterà un pagamento in "moneta di conto" locale dall'impresa B, nella misura in cui essa sappia da subito di poterla spendere presso un'altra impresa N aderente al circuito[147].

Tale progetto, supportato dalla presenza di banche commerciali, permetterebbe alle economie locali di poter contare su una moneta funzionale alle proprie esigenze, riducendo la maggiore propensione emersa e il bisogno, per le famiglie e le imprese, di ricorrere a strumenti di finanziamento e di regolamento alternativi al canale bancario.

[147] Maggiori dettagli relativi al funzionamento del circuito e al meccanismo di compensazione verranno forniti nel prosieguo del capitolo.

3.2 Le monete complementari: origini e successivi sviluppi

"Quando si guarda alla crisi del credito come a una guerra per la liquidità […] non ci sono né vincitori né vinti: a perdere è l'intero sistema economico su cui si regge il Paese"[148].

Alla luce di quanto emerso, in particolar modo, nel precedente paragrafo, si rende sempre di più necessario il ricorso a tecniche e strumenti che consentano di ovviare alla scarsità del credito bancarie in modo da ridimensionare il fabbisogno complessivo di liquidità delle imprese e che siano basati sulla fiducia reciproca e sull'economia reale, consentendo, così, di eliminare il gap di competitività tra operatori economici, causato oggi da differenti condizioni finanziarie e non da reali differenze di produttività.

Nello specifico, l'attuale crisi economica e finanziaria impone la ricerca di soluzioni diverse, anche coraggiose, all'interno di un modello economico alternativo, in grado di mettere al riparo il tessuto produttivo locale dalle turbolenze della finanza speculativa. In tal senso, alcune esperienze di moneta complementare hanno dimostrato, affiancandosi agli strumenti finanziari tradizionali, di saper offrire una risposta concreta ai bisogni delle imprese.

Si tratta sostanzialmente di monete che svolgono la sola funzione di unità di conto, all'interno di un sistema di compensazione tra imprese operanti in un dato territorio.

Ciò che bisogna evidenziare, sin da subito, è che i sistemi monetari e creditizi locali non si contrappongono alla moneta ufficiale e al canale bancario tradizionale per la copertura dei fabbisogni finanziari d'impresa, configurandosi pertanto come forme puramente reattive di localismo. Una

[148] Alessandro Plateroti, "*Ora il denaro costi meno alle imprese*", Il Sole 24 Ore, 30 novembre 2012.

moneta locale che non sia riserva di valore può essere vista, oggi, come complementare (e non sostitutiva) rispetto ad una moneta di riserva a carattere globale come l'Euro.

La compensazione fa sì che l'eventuale scarsa disponibilità di risorse finanziarie non possa mai rappresentare un ostacolo allo svolgimento dell'attività economica; le imprese potrebbero effettuare scambi senza esborso di moneta ufficiale, e senza averne depositata preventivamente, registrando semplicemente i loro debiti e i loro crediti in moneta complementare. La compensazione si sostituisce, in tal modo, alla liquidità; all'interno del circuito, i crediti sono resi liquidi dalla *multilateralità*, dal momento che ogni impresa potrebbe *spendere* immediatamente i propri crediti presso un qualunque altro soggetto che abbia aderito alla camera di compensazione, e *pagare* i propri debiti tramite la vendita di beni o servizi, allo stesso modo, a qualunque soggetto aderente al circuito[149].

La multilateralizzazione dei pagamenti consente evidentemente di accrescere la capacità di investimento delle imprese poiché riduce il ricorso all'indebitamento bancario e il relativo pagamento degli interessi per il capitale investito, in particolare per il finanziamento del capitale circolante.

I sistemi di moneta complementare presentano anche importanti vantaggi sociali ed economici: da una lato, le imprese sono incentivate ad acquistare e spendere localmente, realizzando nel mercato dei beni lo stesso radicamento territoriale che il credito cooperativo realizza nel mercato finanziario (*impiego dove raccolgo – spendo dove produco*); dall'altro, una moneta così strutturata, non rappresentando riserva di valore, può contribuire ad accrescere la sua velocità di circolazione, con conseguente aumento della domanda locale, che andrà a sostenere l'occupazione locale, disincentivando per tale via

[149] In questo modo, la compensazione pone in essere un meccanismo di creazione/distruzione della moneta, evitando il rischio, del tutto speculare, che un eccesso di moneta fiduciaria si traduca in inflazione, giacché quella creata con l'anticipazione é simmetricamente distrutta quando i debitori pagano i loro debiti e i creditori spendono i loro crediti.

la delocalizzazione. Relativamente a quest'ultimo aspetto, è importante sottolineare, inoltre, che, affinché questa creazione e distruzione di moneta incida anche sulla velocità di circolazione, il rapporto che deve intercorrere fra la nuova moneta territoriale e la moneta ufficiale, deve essere quello della parità inconvertibile. La moneta complementare deve avere, cioè, un ancoraggio fisso all'Euro (la soluzione più pratica è un rapporto di 1 a 1), ma l'ancoraggio deve escludere ogni possibilità di conversione fra la moneta territoriale e quella ufficiale[150]. La non convertibilità agisce, infatti, come stimolo alla non-accumulazione, e quindi, in positivo, alla spendita dei crediti all'interno della camera di compensazione. Questo perché, non rappresentando una riserva di valore, ma una semplice unità di conto, i saldi attivi non generano interessi; in altre parole, la moneta complementare non può essere risparmiata ma soltanto spesa all'interno del circuito. Contrastando la tendenza alla stagnazione, la non convertibilità aumenta specularmente la velocità di circolazione della moneta complementare (principale criticità dell'attuale crisi economica). Tale tendenza può essere accentuata attraverso l'imposizione di oneri simmetrici sui saldi attivi e passivi dei partecipanti, di modo che, se non è spesa entro un determinato lasso di tempo, la moneta complementare perde gradualmente di valore.

Bernard Lietaer, economista e banchiere, creatore dell'ECU, e Gwendolyn Hallsmith, fondatore e direttore esecutivo di Global Communitiy Initiatives (GCI), nella loro *Guida alle monete comunitarie*[151], individuano, oggi, un'ampia varietà di bisogni non soddisfatti; tra questi: bisogni sociali, quali cura degli anziani o aiuto ai giovani; bisogni economici, come disoccupazione

[150] In caso contrario, le due monete non sarebbero complementari, ma sostitutive. Una moneta, cioè, sostituirebbe l'altra, senza benefici e con la complicazione della doppia circolazione. L'effetto sarebbe la creazione di un mercato secondario per la moneta territoriale, che comporterebbe una concorrenza e non una cooperazione fra le due monete, e quindi la netta perdita dei vantaggi in termini di gestione del circolante. Si veda Amato M., "*Nuove misure di supporto al capitale circolante. Moneta complementare e Supply chain finance: strumenti ed esperienze innovative a confronto",* Milano 4 dicembre 2012, Auditorium Palazzo Lombardia.

[151] Lietaer B., Hallsmith G., "*Guida alle monete comunitarie*", (www.socialforge.net).

o sotto-occupazione; bisogni commerciali, come l'aiuto alle aziende locali per meglio competere con le catene di supermercati o ipermercati; attività ecologiche, culturali, educative o di identità regionale; supporto alle associazioni locali no-profit ed ai progetti comunitari.

La moneta locale, o complementare, intesa come mezzo di scambio tra i membri di una comunità, permette alle comunità locali di generare ricchezza nelle loro economie locali, attraverso l'abbinamento di bisogni non soddisfatti e risorse non utilizzate.

In generale l'introduzione di una valuta complementare dovrebbe consentire di soddisfare le esigenze non realizzate nella comunità di riferimento, a causa, principalmente, della scarsità di risorse finanziarie.

In risposta all'ampia varietà di bisogni non soddisfatti, si possono individuare monete che nascono con finalità commerciali, altre con finalità sociali.

Tra quelle che nascono con intenti commerciali, e che hanno generalmente forma elettronica, si distinguono quattro categorie[152]:

-**Business to business (B2B)**: (da azienda ad azienda). Queste valute complementari sono solitamente create dalle aziende per facilitare gli scambi con i fornitori ed i clienti all'ingrosso. Vi rientrano, per esempio, le cosiddette "valute commerciali di baratto" contemporanee. Esistono ben oltre 500 sistemi commerciali di baratto, soprattutto negli Stati Uniti, che fanno riferimento a due associazioni commerciali: la International Reciprocal Trade Association (IRTA) e il Corporate Barter Council (CBC);

-**Business to consumer (B2C)**: (da azienda a consumatore). La valuta più diffusa oggi è la "moneta di fidelizzazione", emessa da un'azienda o da un gruppo di aziende per incentivare la clientela a tornare ad acquistare presso le stesse aziende. Le "frequent flyers miles" rappresentano oggi il più

[152] Lietaer B., Hallsmith G., "*Guida alle monete comunitarie*", (www.socialforge.net).

grande esempio, con 1,5 miliardi di miles emesse annualmente a livello mondiale da cinque importanti alleanze di linee aree. Una varietà cartacea più vecchia e molto più comune è rappresentata dai "buoni sconto", utilizzabili per l'acquisto di merci o servizi da dettaglianti e supermercati;

-**Consumer to Consumer (C2C)**: (da consumatore a consumatore). In un certo senso, gran parte del sistema convenzionale di pagamento controllato dalle banche (assegni, pagamenti di contanti, ecc.) si può descrivere come un sistema commerciale C2C. Al di fuori dal settore bancario, invece, un esempio di successo di questa tipologia di moneta è rappresentato dal sistema di pagamento online "PayPal";

-**Consumer to Business (C2B)**: (da consumatore ad azienda). Si tratta di un'innovazione interessante introdotta nei Paesi Bassi, Uruguay, Salvador e nel Brasile del sud, definita Circuiti di Commercio e Consumo o C3. Si tratta di un sistema interamente virtuale, che consente lo scambio tra diversi C3. I consumatori acquistano dalla rete C3 utilizzando denaro convenzionale con un buono localmente stabilito. I buoni sono usati per pagare le merci e i servizi forniti dalle aziende aderenti[153] e queste ultime possono utilizzare i buoni per pagare altri aderenti al circuito. Le aziende, così, riescono a fidelizzare i propri clienti e ad acquisirne nuovi

Si possono inoltre prefigurare combinazioni dei suddetti sistemi: l'esempio di successo per eccellenza è il sistema WIR in Svizzera, o il sistema WAT in Giappone.

Accanto alle monete che realizzano obiettivi commerciali, ve ne sono altre che nascono con finalità sociali[154], focalizzate su problemi specifici o su

[153] Questo nuovo tipo di applicazione commerciale si identifica come "Consumer to Business" proprio perché sono i consumatori a creare inizialmente la valuta complementare comprando i buoni.
[154] L'intero settore delle valute complementari è identificato, a volte, come "monete sociali". Per tale ragione, l'elenco riportato è principalmente indicativo dei progetti che già esistono nel mondo, piuttosto che a di cosa potrebbe essere progettato e realizzato in futuro.

problemi relativi alle diverse classi sociali. Alcune finalità, per le quali possono essere create tali monete, sono descritte di seguito:

- **Cura degli Anziani**: i primi sistemi di valute complementari dopo la Seconda Guerra Mondiale sono stati concepiti nel 1950 da e per le donne in Giappone, per la cura degli anziani, dei bambini e delle persone handicappate. Fu inoltre creata la "Banca Del Lavoro Volontario", nel 1978, un prototipo successivamente reinventato come Banca del tempo negli Stati Uniti e nel Regno Unito;

-**Asssistenza ai Pensionati**: i primi sistemi di Time Dollars negli Stati Uniti sono stati creati da Edgar Cahn nei pensionati per anziani e hanno favorito le attività di auto-aiuto fra pensionati, accrescendo la sensibilità nelle comunità locali per tali settori e individui;

- **Assistenza ai disoccupati**: il primo LETS (Local Exchange Trading System), nato in Canada nel 1982, era mirato specificatamente a risolvere il problema della scarsità di valuta nelle zone con alta disoccupazione. Ancora oggi, la maggioranza dei Lets tende a diffondersi nelle zone ad alta disoccupazione;

- **Finalità educative**: il sistema MUSE (Mutua Unità per l'Educazione Sostenibile) è una valuta complementare progettata per stimolare l'apprendimento e l'insegnamento reciproco tra ragazzi/e. In California, il Sonoma County Community Service Dollar (C$D) è in corso di sviluppo da parte della Fondazione no-profit Skaggs Island. Sia l'Università sia il Comune stanno esplorando il potenziale valore del sistema per il pagamento parziale di servizi educativi ed altri servizi pubblici e, in questo caso, per il pagamento di tasse e imposte;

-**Cura Dei Bambini** (Babysitting): esiste una lunga tradizione di gruppi su piccola scala di babysitting, costituiti da famiglie che si prendono cura l'una dei figli dell'altra. Un grande sistema virtuale, su scala nazionale, è stato progettato in Olanda ed ha il nome di "Care Miles". E' stato costituito

per aiutare 2.300.000 famiglie che hanno difficoltà ad accedere ai centri di assistenza;

-**Sostegno delle comunità**: il sostegno alle comunità rappresenta il motivo principale per la nascita di sistemi di monete complementari in quartieri urbani che si caratterizzano per precarie situazioni economiche Nati per tale scopo sono il sistema Time Dollar, i LETS e le Ithaca Hours. La valuta di tempo di Bali può essere considerata un sistema affermato di questo tipo, operativo da più di mille anni;

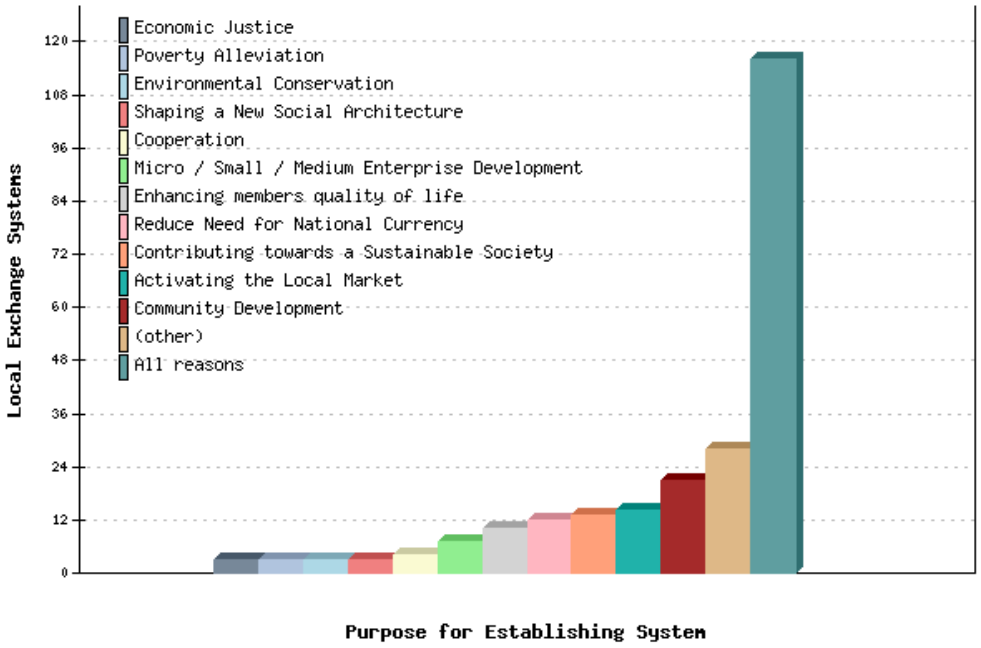
-**Rafforzamento dell'Identità**: una delle ragioni secondarie per cui alcune valute complementari sono state introdotte fu quella del rafforzamento del senso di appartenenza a una comunità o a una particolare area geografica, da parte dei suoi membri. Ad esempio, il logo sulle banconote di Ithaca Hours riporta "In Ithaca we trust", "Crediamo in Ithaca";

-**Finalità ecologiche**: l'utilizzo di valute complementari per scopi ecologici è significativamente aumentato negli ultimi anni. Un esempio è il sistema di smart card NU utilizzato a Rotterdam; utilizzando il trasporto pubblico, investendo per il miglioramento dell'efficienza energetica, vengono caricati su una smartcard dei "greenpoint". Questi punti possono essere usati poi per ottenere sconti nello stesso tipo di attività, generando quindi una doppia motivazione per adottare comportamenti ecologicamente responsabili. Un progetto dimostrativo su vasta scala che ha coinvolto oltre 6 milioni di partecipanti è stato implementato durante la Fiera mondiale di Aichi nel 2005;

-**Finalità combinate**: si potrebbero naturalmente combinare alcuni di questi obiettivi sociali come, ad esempio, avere la possibilità di ricevere crediti per attività ecologiche e di usarli per ottenere ore di babysitting.

Come si evince dal grafico 3.1., nella maggior parte dei casi, i sistemi di scambio locali nascono per lo più per la combinazione di una pluralità di fattori, quali: lo sviluppo della comunità, attivazione del mercato locale, integrazione della società, ecc.

Figura 3.1 Sistemi di Scambio Locali – Finalità del Sistema

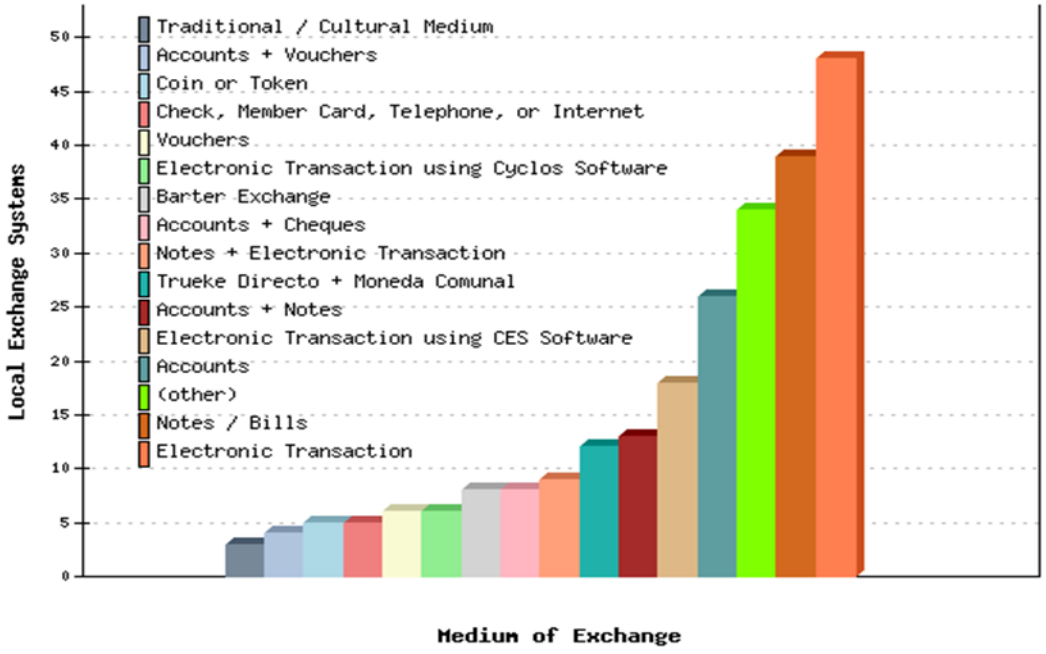


Fonte: *http://www.complementarycurrency.org/ccDatabase/les_public.html, giugno 2013.*

Un altro aspetto importante da considerare riguarda lo strumento utilizzato in veste di moneta. I beni usati come denaro (denaro-merce) hanno assunto nella storia un'ampia varietà di forme (per secoli le società hanno utilizzato, ad esempio, il sale, i tessuti, il bestiame, ecc.; oggi la valuta del carbone di legna di Osaka ne è un esempio contemporaneo); si tratta di un sistema che presenta una scarsa flessibilità di creazione e trasporto, ma, al contempo, presenta il vantaggio di poter funzionare in assenza di infrastrutture sociali o legali. La cartamoneta, al contrario, é più facile da trasportare e poco costosa da produrre (per esempio le Ithaca Hours, le banconote dei WAT, i libretti di assegni dei LETS, ecc.), ma è, tuttavia, molto più facile da contraffare. Vi sono, poi, gli strumenti di pagamento elettronici (quali smartcard, bits-coin, ecc.), piuttosto familiari ormai, che richiedono, tuttavia, un intenso lavoro per processare le transazioni. E' possibile, poi, che si

sviluppino sistemi misti, che prevedono cioè l'utilizzo di diversi sistemi per la stessa valuta, e ciò fornisce, naturalmente, una massima flessibilità. Con riferimento ai sistemi di scambio locale, le attuali esperienze si caratterizzano per un'ampia diffusione dei sistemi elettronici come mezzo di scambio (figura 3.2). Essi sono, infatti, adottati da 48 sistemi di scambio locale, con un volume annuale medio di scambi pari a 7,945,533 USD ; seguono 39 sistemi di scambio locali che utilizzano la fattura, con un volume di scambi, però, nettamente inferiore rispetto al primo.

Figura 3.2 Local Exchange Systems - Medium of Exchange



Fonte: *http://www.complementarycurrency.org/ccDatabase/les_public.html, giugno 2013.*

La procedura di emissione delle valute è un altro aspetto da tenere in considerazione, poiché eventuali errori nella procedura di emissione

costituiscono la causa principale di fallimento dei sistemi di moneta complementare. Le valute possono essere: garantite da beni o servizi (alcune valute complementari usano anche la moneta convenzionale come garanzia); emesse attraverso prestiti con garanzia legale (prestito bancario); buoni acquistabili o convertibili; coupon commerciali (simili ai buoni, ma non convertibili nuovamente in valuta nazionale; valute di fidelizzazione (si tratta di valute complementari commerciali emesse dalle aziende nei confronti dei propri clienti in proporzione ai loro acquisti in valuta convenzionale); valute di Mutuo Credito (emesse attraverso il simultaneo addebito e accredito fra i due partecipanti ad una transazione: ogni partecipante ha un conto che può essere accreditato o addebitato e la valuta è l'unità con cui viene espresso il credito o il debito nel conto. Ne sono un esempio i LETS e i Time Dollar); emesse attraverso prestiti senza garanzia legale; valute a distribuzione centralizzata (emesse tipicamente in situazioni in cui è necessaria una ricostruzione; per esempio, la "Wahrungsreform" tedesca dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale). Alcuni sistemi, poi, combinano le diverse procedure di emissione; ad esempio, nel sistema WIR la valuta è emessa sia come credito e debito reciproco, sia a distribuzione centralizzata con prestito a garanzia legale.

Nella progettazione della moneta, poi, bisogna anche tener conto delle spese per il mantenimento delle infrastrutture connesse ai sistemi di pagamento, distinguendo i costi da sostenere in moneta convenzionale e i costi che possono essere sostenuti in moneta complementare. Per la componente in moneta complementare, la maggior parte dei sistemi di mutuo credito non prevedono alcun recupero dei costi, ma aprono semplicemente un conto per "spese generali di funzionamento". In altri casi, i meccanismi di recupero dei costi possono prevedere:

- una *tassa di adesione*: può trattarsi, in tal caso, di una tassa periodica o di una tassa di entrata che i partecipanti pagano al comitato di gestione in moneta convenzionale;

- una *tassa di transazione*: in tal caso essa rappresenta una percentuale dell'ammontare della transazione o un importo fisso, da pagare, normalmente, nella stessa valuta della transazione in sé;

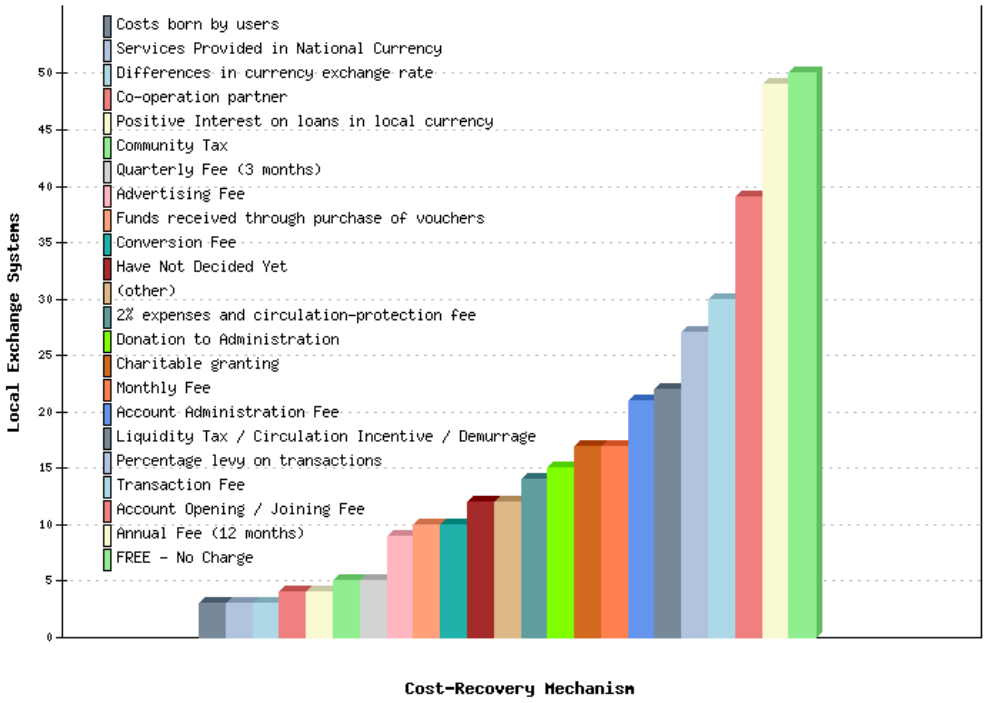
- *interesse, demurrage e altre tasse correlate al tempo*: l'interesse é una tassa applicata sui bilanci negativi eccedenti un certo livello; il demurrage, invece, funziona esattamente come un tasso di interesse negativo applicato sui bilanci positivi; quest'ultimo si configura come disincentivo ad accumulare valuta, in modo che questa circoli più rapidamente (perde valore con il trascorrere del tempo), ma può essere sfruttato come accantonamento a un fondo finalizzato alla copertura dei costi;

- una combinazione dei suddetti sistemi.

Naturalmente, è auspicabile contenere il più possibile i costi, specialmente se i costi nella valuta convenzionale sono elevati[155]. Come si evince dalla figura 3.3., 50 sistemi di scambio locale non richiedono il pagamento di alcuna tassa; a seguire, 49 sistemi applicano una tassa annuale e, ancora, 39 chiedono soltanto una tassa di apertura di conto.

[155] Lietaer B., Hallsmith G., "*Guida alle monete comunitarie*", (www.socialforge.net).

Figura 3.3 Sistemi di Scambio Locali - Meccanismi di recupero dei costi



Fonte: *http://www.complementarycurrency.org/ccDatabase/les_public.html, giugno 2013*

Infine, occorre costruire un modello completo di circolazione della moneta complementare: per riuscire a funzionare come mezzo di scambio, la valuta deve circolare in modo concentrico all'interno della comunità e non concentrarsi in una specifica area del sistema che, altrimenti, potrebbe deteriorarsi con il trascorrere del tempo.

Il sistema di scambio locale richiede che le imprese che vi partecipano abbiano una parte dei clienti e una parte dei fornitori operanti all'interno del territorio. Sarà dunque la capacità di spesa quanto quella di vendita a determinare il grado di partecipazione dell'impresa al circuito[156].

[156] Poiché non è detto che un'impresa abbia i suoi fornitori in loco, si potrebbe pensare a una possibilità aggiuntiva: nella misura in cui si riescano a formulare accordi tra imprese e lavoratori, ad esempio nel quadro di una contrattazione di secondo livello, l'uso della moneta locale per remunerare il lavoro aprirebbe la possibilità di una circolazione monetaria locale, a sostegno della domanda e

Oggi esiste un gran numero di monete complementari nel mondo; anche in Italia, ogni giorno lo scenario si arricchisce con la nascita di nuove esperienze in tale ambito, sistemi più o meno complessi di scambi tra imprese e/o privati, ognuno con le proprie peculiarità. Tuttavia, in uno scenario sempre più frastagliato, "*il rischio è quello di creare tanti piccoli microcircuiti ovvero tante piccole economie locali chiuse a se stesse dove a regnare siano la confusione, la strumentalizzazione e soprattutto l'inefficienza causate dalle mancate economie di scala e di scopo e soprattutto dall'impossibilità di ricevere le adeguate attenzioni da una community coesa e omogenea: non è forse meglio convergere verso un unico modello, magari opportunamente verticalizzato nei confronti di target specifici di fruitori?*"[157]

La moneta complementare non è solo un rimedio alla insufficiente circolazione della moneta ufficiale, quanto piuttosto un altro modo di concepire e di mettere in pratica la circolazione monetaria e il rapporto fra moneta e credito.

Le riflessioni fatte e il modo in cui la moneta complementare è costruita, ci consentono ora di affrontare il tema centrale del lavoro di tesi: la possibilità e l'opportunità di ripensare la specializzazione bancaria in un'ottica territoriale, favorendo le sinergie con banche territoriali votate al sostegno delle politiche di investimento delle piccole e medie imprese. Si pensa alla definizione di un nuovo servizio all'interno del modello di banca commerciale, (il cui funzionamento sarà illustrato nel paragrafo successivo), che sia in grado di favorire il credito agli operatori economici e minimizzare, al contempo, i condizionamenti impropri del sistema finanziario.

dunque della produzione locale. L'affiancamento del circuito monetario al circuito di credito rafforzerebbe il significato economico della moneta locale. Amato M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato.*.", op.cit., p. 161.

[157] "*Monete locali e sistemi di baratto: lo scenario frastagliato dell'Italia! "* http://www.monetacomplementare.org.

3.3 I circuiti di compensazione del credito: un nuovo strumento al servizio dell'economia

L'ipotesi di progetto illustrato nelle pagine seguenti pone le sue basi teoriche nell'antropologia economica, nella psicologia sociale e nelle analisi condotte sulla moneta, sulla liquidità e sul credito.

Le principali caratteristiche di questo nuovo servizio che la banca potrebbe mettere a disposizione della propria clientela sono quattro: la moneta come semplice unità di conto, il credito come espressione di fiducia tra colui che offre un bene o un servizio e colui che è interessato ad acquistarlo, la trasformazione di un network in un circuito, l'utilizzo del *clearing* come modalità di regolamento dei rapporti commerciali.

Per capire la logica sottostante tale servizio occorre fare un rapido riferimento alla camera di compensazione analizzata nel precedente capitolo, in particolare all'idea di Keynes per *Bretton Woods*, ricalibrandola in funzione degli attori locali: al posto dei paesi ci saranno le imprese; al posto di importazioni ed esportazioni, ci saranno rapporti di clientela e fornitura; la banca, invece, rivestirà il ruolo di *clearing house*. Cambiano, così, gli attori e lo spazio della loro interazione, ma i vantaggi derivanti dalla compensazione non mutano.

Il servizio si indirizza a tutti i segmenti di clientela (famiglie e imprese), e interessa le attività di pagamento, incasso e concessione del credito.

Alla base di tale servizio vi è il concetto di circuito, ossia la creazione di un sistema chiuso di connessioni dirette e indirette tra clienti che renda più agevoli le transazioni economiche tra gli stessi, non soltanto facilitando l'accesso al credito, ma anche riducendo i tempi e le "incertezze" sugli incassi relativi alle transazioni commerciali[158].

[158] Oggi il credito è veicolato tramite la moneta. Il trasferimento di moneta dalla banca al cliente avviene ad un determinato prezzo, un costo traslato dal mercato finanziario al cliente finale, che penalizza l'attività commerciale della banca e del cliente. Si pensa allora a un modello che riporti

Le transazioni economiche effettuate all'interno del circuito vengono gestite utilizzando il meccanismo della compensazione che, all'interno di un sistema chiuso, si sostituisce alla liquidità, regolando tutte le operazioni a debito e a credito intercorse tra i clienti. Un corretto funzionamento del sistema dovrebbe permettere di minimizzare i crediti vantati da un fornitore nei confronti di un cliente. In questo modo, la compensazione consente di ridurre al minimo le esposizioni dei clienti nei confronti del sistema e, allo stesso tempo, consente alla banca, in qualità di gestore, di ridurre al minimo l'esposizione del sistema verso l'esterno. Sostituendosi alla liquidità, la compensazione consente di ipotizzare la creazione di un circuito che operi con un tasso di interesse pari a zero, sia per i saldi creditori che per quelli debitori[159]. Ciò consente al sistema di mantenersi strettamente ancorato al fluire delle transazioni economiche, annullando qualsiasi impatto finanziario: il credito non è più rappresentato da un flusso di moneta che si sposta da un "finanziatore" a un "finanziato", ma da un flusso di beni e servizi che si spostano da un "creditore" a un "debitore".

In tale logica, il sistema deve far sì che ogni creditore sia in grado di valutare, preventivamente, il rischio che si assume nel cedere un bene o un servizio ad un soggetto terzo. Per tale ragione, resta di fondamentale importanza un'adeguata analisi del merito di credito del cliente, a salvaguardia della stabilità del sistema.

---

all'interno del controllo della banca i fattori "esogeni", al fine di ridurre al minimo gli impatti che il sistema finanziario ha generato e genererà sempre più sul sistema economico. Si tratta, in sostanza, della trasformazione delle attuali relazioni bilaterali banca – cliente in un sistema più interconnesso che vede la banca come gestore e *hub* (definisce le norme e garantisce il funzionamento del sistema di relazioni) dei rapporti tra clienti, e consente di generare una maggiore resilienza e un più alto livello di protezione da eventi esogeni.

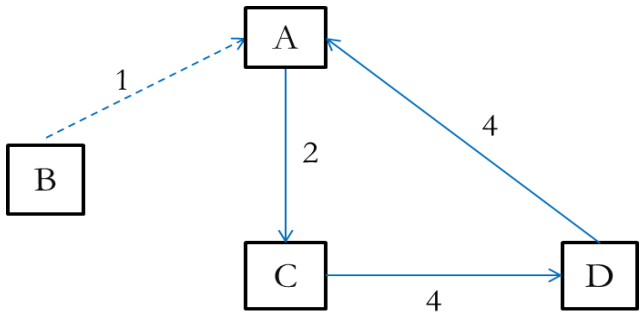
[159] Il valore dei debiti e dei crediti, cioè, non cresce "semplicemente" per effetto di un tasso di interesse. Il credito che una controparte vanta nei confronti del sistema non ha la possibilità di essere negoziato (data l'assenza del tasso di interesse) e, al fine di evitare arbitraggi verso il "mondo del tasso di interesse", le disponibilità maturate potranno essere utilizzate solo all'interno del sistema stesso.

3.3.1 Il funzionamento del circuito di compensazione

Il sistema della compensazione è basato sulla realizzazione di un innovativo modello di intermediazione creditizia, inserito all'interno di un particolare sistema di regolamento, che consentirebbe alla banca di offrire un servizio innovativo e realmente distintivo ai diversi soggetti operanti nel sistema finanziario.

Il funzionamento del sistema della compensazione, osservato dal lato economico (cessione/trasferimento di beni o servizi) può essere sintetizzato nel seguente schema:

Figura 3.4 Il meccanismo della compensazione: profilo economico



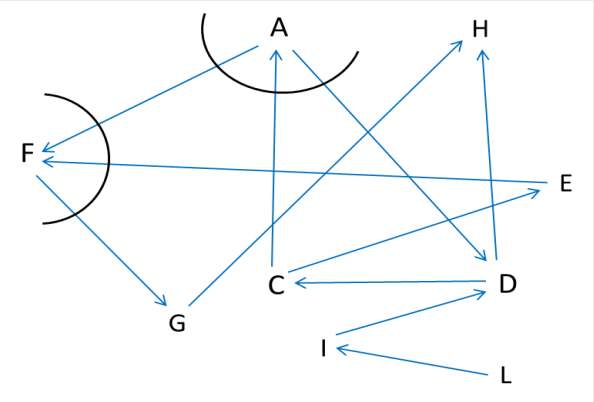
Nella figura 3.4, B offre e gestisce il servizio di compensazione e credito, mentre A, C e D rappresentano i clienti che hanno aderito al servizio, A è il produttore di un bene. C è un primo soggetto interessato ad acquistare quel bene In base allo schema riprodotto in figura 3.4.:

1) Diversamente da oggi, il credito non viene erogato da B a C sotto forma di moneta per poi consentire a C di acquistare il bene da A, ma viene erogato da B ad A sotto forma di valutazione di affidabilità di C (governata dal sistema che B gestisce).

2) A, sulla base delle informazioni ricevute da B, decide se cedere il bene a C e ne definisce il prezzo[160]. Questo è il credito, non più legato alla moneta, bensì all'economia reale e quindi all'effettivo scambio di beni e servizi.
3) Sulla base delle condizioni concordate tra A e C, B provvede a registrare la transazione commerciale e a regolare accrediti e addebiti sui rispettivi rapporti con essa intrattenuti.
4) Ampliando l'esempio, se C ha effettuato una transazione commerciale con D e D con A, ognuna di queste transazioni è registrata nel sistema e ciò determina una possibile compensazione tra le rispettive posizioni di debito/credito.

Per meglio spiegare il meccanismo della compensazione, riportiamo il secondo livello di analisi, quello connesso al regolamento delle transazioni (lato finanziario), e ampliamo lo schema precedente (*fig.3.4*) ad un maggior numero di partecipanti; il funzionamento del sistema può essere rappresentato secondo lo schema riprodotto in figura 3.5.:

Figura 3.5 Il meccanismo della compensazione: profilo finanziario



[160] Da ciò emerge l'importanza dell'analisi creditizia dei clienti, leva che permette ad A e C, in questo primo esempio, di entrare in relazione tra di loro concedendo credito commerciale.

A differenza di un *sistema bilaterale*, che definisce i saldi dei singoli clienti nei confronti di ciascuna controparte, in altre parole per ogni combinazione bilaterale di partecipanti al sistema (il saldo è dato dalla differenza tra debiti e crediti), un *sistema multilaterale* di compensazione, così come rappresentato nello schema, determina un solo saldo per ciascun partecipante. Tale saldo è dato dalla somma algebrica di tutte le posizioni a debito e a credito del cliente nei confronti del sistema nel suo complesso.

Riprendendo l'esempio iniziale (figura 3.4), in cui il soggetto C era interessato ad acquistare il bene prodotto da A, si provvederà a registrare la transazione avvenuta, in cui C sarà debitore verso il sistema dell'importo X corrispondente al costo del bene (in figura 3.5, la freccia da C ad A indica il "flusso finanziario" in uscita da C ad A), mentre A sarà creditore verso il sistema per il corrispondente importo X.

Allo stesso modo, saranno registrate tutte le altre transazioni avvenute tra i diversi partecipanti al circuito.

A fine giornata si avrà una situazione in cui per ogni soggetto partecipante al circuito, ci sarà un solo saldo. Ipotizzando che lo schema includa tutte le transazioni avvenute tra i diversi soggetti, il saldo del soggetto A, ad esempio, sarà la risultante della somma algebrica tra i due flussi in uscita, verso F e D, e il flusso in entrata, ricevuto da C. In base a tale saldo, il soggetto A si collocherà come creditore o debitore netto nei confronti del sistema. Il soggetto H sarà necessariamente creditore netto, per l'importo corrispondente ai due flussi ricevuti da G e D, mentre il soggetto L risulterà debitore netto per l'importo corrispondente al flusso in uscita verso I; per gli altri soggetti si provvederà a calcolare il saldo tra gli importi negativi e quelli positivi (flussi finanziari in entrata e in uscita).

Ciò che occorre ribadire è che, nell'ambito di un sistema di compensazione multilaterale, ciascun soggetto interagisce con l'intero sistema.

In pratica, il *clearing* è un sistema che consente di registrate e regolare le posizioni a debito e a credito che ogni soggetto ha posto in essere all'interno del circuito, determinando la sua posizione finanziaria netta verso il resto dei partecipanti e non verso i singoli. Osservando la figura 3.5, per ogni partecipante al circuito si verificherà il livello di compensazione tra i suoi flussi in entrata e in uscita, in base ai relativi importi, ma, ai fini della determinazione del saldo, non si terrà conto della provenienza o della destinazione dei flussi, proprio perché non si tratta di un sistema di compensazione di tipo bilaterale.

Così, qualora un soggetto risulti debitore netto nei confronti del sistema, riuscirà a compensare i suoi debiti non appena ciascun partecipante al circuito sarà interessato ad acquistare le sue merci o ricevere i servizi da lui offerti: in questo modo, esso riuscirà a riportare, la sua posizione in equilibrio, interamente o parzialmente, in base al livello di compensazione. Qualora, invece, il soggetto sia creditore netto, potrà utilizzare immediatamente i suoi crediti, per nuove transazioni commerciali, nei confronti di qualunque altro soggetto appartenente al circuito. Da tali osservazioni emerge la rilevanza strategica della multilateralità, per cui la compensazione si sostituisce alla liquidità.

Ovviamente, più il circuito si allarga, più è facile che al suo interno si trovino la maggior parte delle controparti con cui un soggetto (persona fisica, impresa, ente) interagisce. Più transazioni si svolgono all'interno del circuito, più il credito finanziario, così come lo conosciamo oggi, diventa irrilevante. Più il credito finanziario diventa irrilevante, più stabile ed economico diviene l'intero sistema.

Il sistema funziona in maniera regolare quando i partecipanti alle transazioni commerciali riescono a mantenere gli sbilanci (a credito o a debito) dei loro conti in una condizione di equilibrio (saldo prossimo allo zero).

È ovviamente possibile che si presentino delle situazioni di forti sbilanci (a causa, ad esempio, di una scarsa presenza di fornitori/clienti o di

situazioni congiunturali del ciclo economico che comportino una significativa riduzione degli acquisti/vendite), che nel breve periodo non possono essere riportate in equilibrio.

Al fine di garantire l'equilibrio del sistema dovranno, allora, essere adottate una serie di misure che consentano di ottenere una riduzione dell'esposizione attraverso trasferimenti verso il sistema di moneta legale. Un trattamento equo per le posizioni debitorie e creditorie, come auspicato anche da Keynes, è di fondamentale importanza ai fini del corretto funzionamento del circuito: l'effetto sarebbe quello di accelerare ulteriormente la velocità di circolazione della moneta locale.

Tralasciando le componenti *soft* del sistema (condivisione del nuovo modello di gestione del credito e dei pagamenti e l'educazione alla cooperazione, entrambi aspetti di notevole impatto sia sulla clientela sia sulla rete commerciale delle imprese bancarie), le componenti *hard*, necessarie affinché il progetto possa essere implementato, sono le seguenti:

- Il sistema di gestione dei conti correnti e dei pagamenti (ad esempio, bonifici, carta di debito dedicata, ecc.);
- Il sistema di gestione e registrazione delle compensazioni giornaliere delle posizioni a debito e a credito;
- Il sistema di raccolta delle informazioni relative ad ogni singolo cliente;
- Il sistema di assegnazione di un fattore di rischio ad ogni partecipante al sistema della compensazione.

Osservata secondo questa prospettiva, la banca sarebbe remunerata non per le attività connesse alla compravendita di moneta (intermediazione creditizia tradizionale), ma per il suo ruolo di gestore del sistema, in grado di agevolare il corretto fluire del meccanismo di compensazione e garantire un'attenta gestione in particolar modo delle posizioni debitorie; per l'analisi e il monitoraggio del rischio e l'attribuzione di un rating interno.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, a differenza della situazione attuale, il rating, elemento fondamentale per la corretta gestione della compensazione multilaterale dei pagamenti e per il contenimento del rischio di credito complessivo assunto dal sistema, rappresenta un'informazione che sarebbe messa a disposizione di tutti i partecipanti al sistema. Si configura, così, una maggiore responsabilità della banca nell'attribuzione del giudizio di solvibilità ai singoli partecipanti al sistema di compensazione; il rating, divenendo pubblico (seppur limitato ai partecipanti al sistema o, in maniera più restrittiva, alle controparti che effettuano transazioni commerciali), verrebbe equiparato, dal punto di vista giuridico, ad un sistema di informazioni creditizie (SIC) evoluto[161].

Relativamente alla possibilità di eseguire la compensazione dei crediti è necessario, secondo l'art. 1243 c.c., che questi siano certi, omogenei, liquidi ed esigibili. E' comunque possibile adottare la compensazione volontaria (art. 1252 c.c.), quindi un accordo tra le parti, quando i crediti reciproci non presentino le caratteristiche sopra descritte.

Poiché la principale peculiarità del modello presentato consiste nella gestione di un circuito di compensazione multilaterale, che utilizza la moneta come semplice unità di conto, la base legale del sistema è rappresentata dal contratto di permuta. La permuta è un contratto consensuale, ad effetti reali, con attribuzioni corrispettive, commutativo, istantaneo e a due parti. Al pari della vendita può talvolta produrre effetti obbligatori strumentali. La necessità della consegna del bene è un presupposto fondamentale.

La permuta[162], secondo la versione codicistica, ha il merito di essere annoverata come unica fattispecie che si avvicini ai negozi di *countertrade* (l'odierno baratto). Il termine «*countertrade*» significa letteralmente "contro –

[161] La normativa vigente consente l'accesso ai SIC non solo alla banche e alle società finanziarie, ma anche a imprese che, nell'ambito della propria attività commerciale o professionale concedono dilazioni di pagamento nella fornitura di beni e servizi.
[162] Fonte: http://avvrenatodisa.wordpress.com/2011/01/31/il-contratto-di-permuta/.

commercio": il vero senso di questa parola composta ce lo fornisce il prefisso *counter*, nel senso di "complementare", "corrispondente".

Nel concetto di *countertrade* sono comprese tutte quelle pratiche contrattuali in cui le obbligazioni delle parti si risolvono in un reciproco flusso di beni e/o servizi attraverso lo scambio, lasciando alla contrattazione in denaro un ruolo eventuale, generalmente marginale e sussidiario, per poter poi soddisfare le richieste qualora non si definisca l'esatto valore dei beni.

La pratica del commercio internazionale conosce almeno quattro tipi diversi di scambio in compensazione: a) *barter*, ossia scambio di beni o servizi senza conguagli in denaro; b) *counter purchase*, che si realizza quando l'importatore è tenuto a consegnare beni/servizi e a corrispondere un conguaglio in denaro; c) *buy back*, quando una parte importa una determinata tecnologia e si impegna a corrispondere parte del prezzo in denaro e la restante parte mediante la consegna di beni prodotti grazie alla tecnologia importata; d) *commercial compensation*, che si può tradurre con compensazione in senso stretto.

Per quanto riguarda la banca, la gestione di un sistema di regolamento e compensazione si configurerebbe come attività strumentale e accessoria all'attività di intermediazione creditizia. Potrebbe risultare necessario, tuttavia, un confronto con le autorità di regolamentazione (Banca d'Italia, in particolare, e Banca Centrale Europea), alla luce dell'utilizzo della moneta come semplice unità di conto e della realizzazione di un meccanismo interno di creazione della liquidità basato esclusivamente sulla compensazione.

Per quanto concerne gli aspetti fiscali del Sistema, ovviamente l'imponibile maturato e gli altri obblighi verso le amministrazioni statali sarebbero regolati con la moneta a corso legale esistente.

Infine, il sistema meramente elettronico su cui si baserebbe il circuito si configurerebbe come un mezzo utile alla lotta all'evasione.

3.4 I sistemi alternativi di pagamento e di credito

Nelle pagine seguenti sono analizzate alcune esperienze che, a livello internazionale e domestico, sono state realizzate (o che verranno realizzate in tempi ravvicinati) nel campo delle monete complementari e dei sistemi di scambio locale. Una particolare attenzione è dedicata a quello che rappresenta il principale modello a cui si è ispirato il presente lavoro, alla luce del suo enorme successo e delle sue peculiarità: il riferimento è al già citato modello WIR, un mix di esperienza e competenza nell'economia della moneta complementare e del baratto multilaterale, in cui opera una banca diversa dagli intermediari tradizionali ai quali normalmente si fa riferimento. La *Wir Bank*, infatti, oltre ai normali impieghi in Franchi svizzeri, concede crediti in Wir, la moneta complementare che favorisce la compensazione multilaterale di beni e servizi tra le imprese clienti. Si tratta di un esempio vincente, soprattutto se si pensa alla sua storia: nata nel 1934, oggi conta 60.000 PMI associate[163].

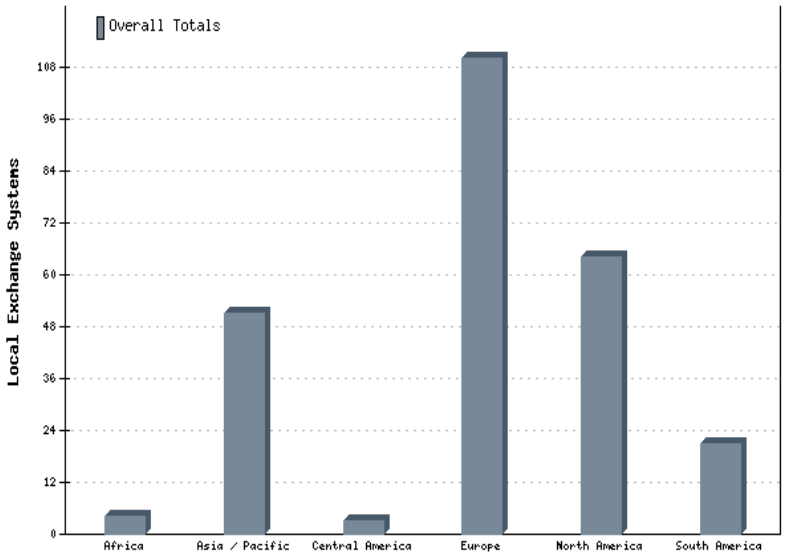
L'idea della valuta parallela, come si diceva in precedenza, non è certo una novità, e mai come negli ultimi mesi si è registrato un tasso di adesione così elevato[164].

Nel mondo, oggi, esistono circa 5000 monete complementari e si registra la presenza di 253 sistemi variegati di scambio locale, ai quali hanno aderito circa 800.000 membri di diverse comunità, avvalendosi, relativamente alle transazioni commerciali, di modalità di pagamento e di estinzione dei crediti alternative alle monete aventi corso legale nei rispettivi paesi. Una importante presenza di tali sistemi si registra in Europa: 110 sistemi di scambio locale, con un volume annuale di scambi pari a 133,196,424 USD (figura 3.6).

[163] "Banca Wir: un esempio da imitare!", http://www.monetacomplementare.org.
[164] "Baratto e moneta complementare: così le Pmi combattono il credit crunch", Il Sole 24 Ore, 16 marzo 2012.

Figura 3.6 Sistemi di scambio locale

Local Exchange Systems	Year the System was Started	Size of Membership	Population of Area Served by System	Estimated Yearly Operating Budget	Yearly Volume of Trade
Africa					
4	2003 / 2009	32,182	2,159,983,647	54,000 USD	717,500 USD
Asia / Pacific					
51	-- / 2013	110,816	2,194,098,121	195,696 USD	12,837,108 USD
Central America					
3	2001 / 2004	250	1,585,000	--	--
Europe					
110	-- / 2013	533,799	5,011,876,426	99,983,233 USD	133,196,424 USD
North America					
64	-- / 2012	120,471		73,116,608 USD	388,659 USD
South America					
21	1994 / 2011	1,470	23,045,450	1 USD	13 USD
Overall Totals					
253	-- / 2013	798,988	17,047,463,767	173,349,539 USD	147,139,704 USD



Fonte: http://www.complementarycurrency.org/ccDatabase/les_public.html, giugno 2013.

Esistono diverse denominazioni per questo tipo di commercio, che molti riconducono al concetto di baratto (in inglese "barter")[165]. I governi e le imprese, in tutto il mondo, lo utilizzano per ridurre i tempi e le giacenze in eccesso, per sostenere le vendite e fare in modo che le strutture di produzione funzionino al meglio. Il baratto continua, così, a ritagliarsi un posto importante nell'economia mondiale.

Stando al Dipartimento del commercio degli Stati Uniti, gli scambi attraverso il sistema del baratto rappresentano più del 30% del totale delle attività finanziarie a livello globale, e si stima, approssimativamente, che il 70% delle imprese menzionate da *Fortune 500* (la lista annuale che classifica le 500 maggiori imprese societarie statunitensi misurate sulla base del loro fatturato) partecipa al meccanismo del baratto.

Nell'ambito del mercato americano e anglosassone il Barter Trading (questo è il nome che assume tale tecnica in questi mercati) si è progressivamente sviluppato con modelli sempre più sofisticati e una crescita del giro di affari stimata intorno agli otto miliardi di dollari annuali nel mercato statunitense.

Esistono numerose forme di scambi non monetari, presenti nei paesi industrializzati, dalle prime esperienze in Canada degli anni settanta, agli attuali sistemi come il MORE (Member Organized Resource Exchange System) presente negli Stati Uniti e in Giappone; il LETS (Local Exchange Trading System) diffuso in Gran Bretagna e Australia, ideato all'inizio degli anni '80 da M. Linton per il sostegno di comunità economicamente depresse e oggi diffuso in tutto il mondo, soprattutto nei paesi anglosassoni; il ROCS (Robust Complementary Community Currency System) inglese, che combina le più

[165] Il concetto fondamentale richiama quello antico dello scambio di merci, ma si tratta di una revisione in chiave innovativa del concetto tradizionale. La caratteristica innovativa consiste nella multilateralità di cui si è parlato in precedenza, meccanismo che, come abbiamo visto, consente la fluida circolazione degli scambi nel circuito; la scadenza di crediti e debiti è invece garanzia dell'equilibrio del mercato del circuito.

innovative caratteristiche dei diversi sistemi di valuta complementare esistenti oggi, e utilizza l'ora come unità di conto; il SEL (Système d'Echange Local) e il Tronc de Services comuni in Francia e in Paesi francofoni; i RERS (Réseauux d'échange Réciproque des Savoirs) diffusi in Francia, Svizzera, Belgio e Olanda; la Banca del Tempo (BdT) attiva in Italia, Svizzera e Spagna. In tal caso non si è in presenza di una vera e propria moneta complementare, essendo le BdT associazioni basate sullo scambio gratuito di tempo in cui ogni socio mette a disposizione le proprie competenze e abilità, ovviamente misurate in ore di lavoro; i Tauschring e il Wir sviluppatisi rispettivamente in Germania e in Svizzera; la REL (Rete d'Economia Locale) e il SRI (Sistema di Reciprocità Indiretta) presenti in Italia. Come vedremo in seguito, attualmente, in Italia, le due esperienze di maggior successo, seppur nei loro limitati volumi operativi, sono rappresentate da Sardex e BexB (Business Exchange Business).

La figura 3.7. illustra l'evoluzione della diffusione delle diverse tipologie di sistemi di scambio non monetari; dalla figura emerge un lento incremento del sistema LETS (la crescita più significativa si registra tra il 2008 e il 2010) utilizzato da 42 sistemi di scambio locale, 27 dei quali sono situati in Europa (figura 3.8.).

Figura 3.7 Evoluzione dei principali sistemi di scambio

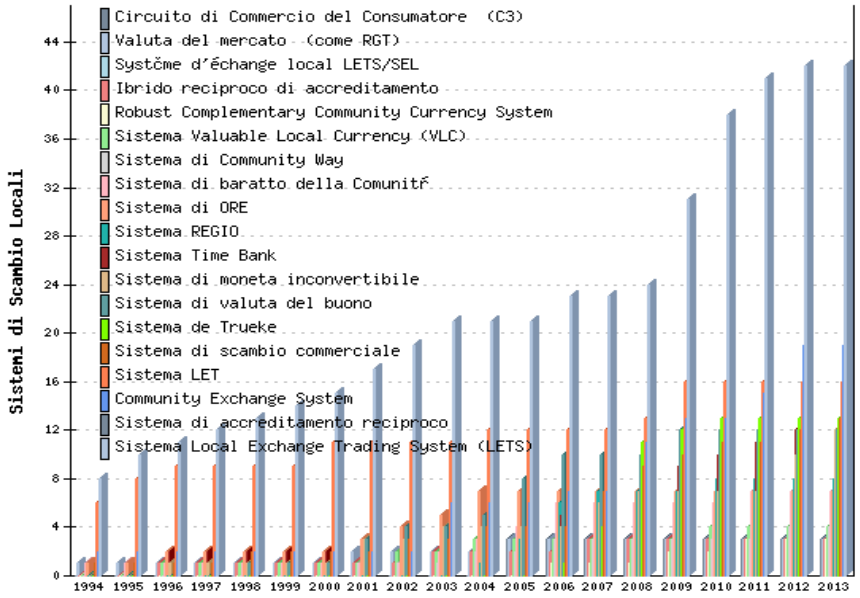
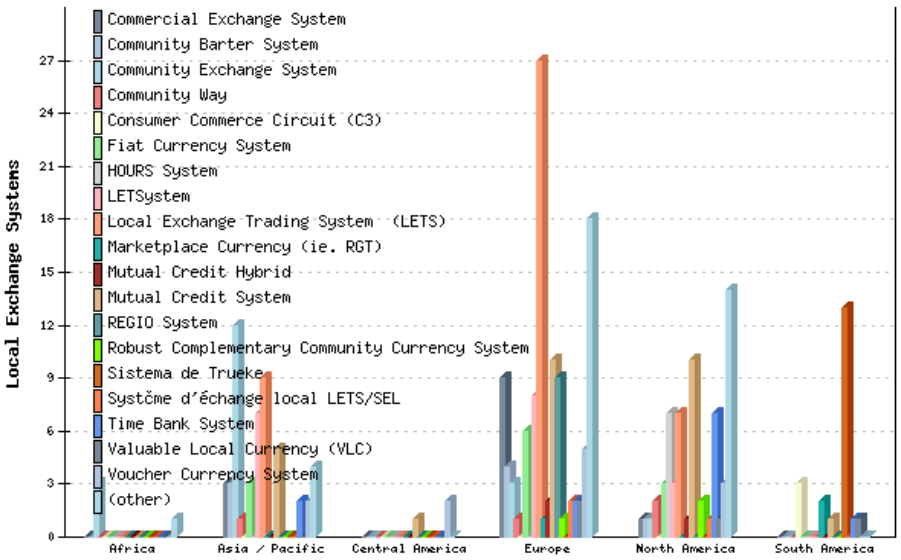


Figura 3.8 Sistemi di scambio – distribuzione geografica



Fonte: http://www.complementarycurrency.org/ccDatabase/les_public.html, giugno 2013.

Ciascuna delle esperienze sopra citate presenta meccanismi auto-organizzati in cui qualsiasi soggetto partecipante può ottenere beni e servizi semplicemente mettendo a disposizione, e quindi offrendo in cambio, i beni e i servizi da lui prodotti.

I principali attori di questo mercato sono riuniti nell'IRTA (International Reciprocal Trade Association), associazione no-profit volta a promuoverne l'attività a livello mondiale e garantire il rispetto del Codice di Autoregolamentazione[166].

Nel prosieguo del capitolo sono descritte le principali esperienze europee e italiane di moneta complementare.

3.4.1 Le principali esperienze di moneta complementare in Europa

Il modello della Banca svizzera WIR[167] é indubbiamente il più interessante se non altro per la sua durata (la banca è stata fondata nel 1934) e per la sua caratteristica di banca cooperativa. Attualmente la *Wir Bank* possiede sette filiali e un'agenzia con un organico di 200 dipendenti e, oltre al sistema WIR, offre anche i tradizionali servizi bancari e finanziari[168].

Il modello è nato per intuizione di 16 soci fondatori, come risposta al *credit crunch* conseguente alla crisi del 1929. I fondatori, animati dalle teorie

[166] In Italia tali operazioni sono regolate da un'apposita normativa che prevede una regolare emissione di fattura da parte dell'azienda che consegna i beni o i servizi all'azienda che li riceve. La fattura dovrà riportare un'apposita dicitura che identifica, a fronte della transazione, il mancato flusso finanziario del corrispettivo economico e la contestuale acquisizione del credito che sarà successivamente compensato con altre fatture di fornitura a debito. Crediti e debiti maturati, così, verranno normalmente iscritti a bilancio.

[167] www.wir.ch.

[168] Dal 1998 la Banca Wir raccoglie depositi e concede prestiti non solo in WIR, ma anche in franchi svizzeri.

dell'economista Silvio Gesell[169], organizzarono in un'ottica solidale un circuito di compensazione senza interessi, regolato dalla moneta WIR, affinché facesse da collante per la collettività, attraverso la condivisione dei valori e delle modalità di consumo tra gli appartenenti al sistema. Il WIR suscita oggi un crescente interesse in tutta Europa, essendo considerato una delle chiavi di volta della ormai consolidata stabilità economica elvetica.

La valuta parallela è nata da presupposti analoghi a quelli che emergono oggi in tutto il mondo e nei Paesi periferici dell'UE. L'alta tensione che dominava sui mercati finanziari e l'alto tasso di disoccupazione avevano favorito l'idea. In una fase di crisi economica globale e di conseguente carenza di liquidità, le imprese preferivano non investire per non privarsi della liquidità, un comportamento che, come oggi, non faceva altro che acuire la scarsità di denaro in circolazione. Per invertire tale tendenza, fu istituito il WIR (che in tedesco significa "Noi"), una moneta a tutti gli effetti complementare al franco svizzero: tale moneta circola parallelamente alla moneta ufficiale senza la pretesa di sostituirla e soddisfa le condizioni specifiche della moneta e di tutti coloro che la adoperano, la accettano e hanno fiducia nel suo valore.

Attualmente, il circuito WIR è diffuso presso 60.000 Pmi (il 20% del totale delle Pmi dell'intera Confederazione Elvetica), che si scambiano beni e servizi in WIR o con percentuali di WIR sul prezzo totale. Il sistema di compensazione WIR è applicato come meccanismo di regolamento dei pagamenti senza contanti tra i partecipanti. Gli averi WIR costituiscono un potere d´acquisto vincolato, potendo essere spesi esclusivamente all'interno del circuito.

[169] Silvio Gesell, economista di inizio novecento, teorizzò l'utilizzo della moneta deperibile, una moneta che si deprezza se non viene utilizzata, e per mantenere il potere liberatorio veniva tassata, per cui i saldi creditori generavano costi anziché una rendita. Il pagamento della tassa aumentava sensibilmente la velocità di circolazione della moneta. In questo modo si superava il problema della cosiddetta "trappola della liquidità" di cui parlava Keynes. La teoria ebbe alcune applicazioni pratiche in Germania, Svizzera e Stati Uniti. Di queste esperienze, la banca Wir è l'unica sopravvissuta innovandosi nel corso degli anni.

L'apertura di un conto in WIR prevede un'analisi preventiva del merito creditizio e del giro d'affari del cliente e avviene, in genere, attraverso la concessione di un credito garantito dalla vendita di beni e servizi nel circuito. I WIR e i franchi non sono mai convertibili, ma in caso di necessità i WIR possono essere costituiti in garanzia per la concessione di prestiti in franchi.

Il fatturato scambiato nel circuito è stimato pari a 1,6 miliardi di franchi svizzeri. Come testimonia Roland Canonica, direttore regionale della banca WIR a Losanna, numerosi investimenti non si potrebbero realizzare se le Pmi non potessero attingere ai crediti in WIR.

La moneta WIR (CHW) si scambia alla pari con il franco svizzero (1 CHW = 1 CHF); la sua peculiarità è di essere privo di interesse: i depositi attivi sui conti bancari, cioè, non sono remunerati, affinché il denaro venga rimesso rapidamente in circolazione e permetta all'economia di svilupparsi e di prosperare[170].

La circolazione della moneta non è mai cartacea, ma esiste solo a livello di carta di credito, assegni, moduli bancari e internet banking; non sono consentiti prelevamenti, e i prestiti concessi in WIR hanno un piano di rimborso che prevede la quota capitale in WIR e la quota interessi in franchi.

Il saldo e le spese sono registrati sul conto della sede principale di Banca WIR a Basilea, che assicura il regolamento dei pagamenti tra i propri aderenti, applicando una commissione massima dell'1% sul transato, più un canone fisso sul conto (12 franchi a trimestre).

A differenza delle altre organizzazioni Barter, il WIR Circolo Economico Società Cooperativa, ha lo status di banca dal 1936; è soggetta, dunque, alla legge svizzera sulle banche con il vantaggio, tra l'altro, di poter gestire l'enorme quantità di moneta WIR in circolazione, attraverso le sue

[170]Basti pensare che la circolazione stimata nel circuito WIR è superiore a 3 volte quella dell'euro.
Al fine di agevolare l'interscambio nel circuito, vengono pubblicati un bollettino mensile e tre cataloghi all'anno, e in più viene offerta una piattaforma internet (mercato WIR) dove è possibile mettere in contatto la domanda con l'offerta.

politiche di emissione, prestito, finanziamento e deposito, assicurando i necessari impulsi al sistema di compensazione. Dal 2004 la valuta ha ricevuto il riconoscimento della banca mondiale che le ha assegnato un codice ISO ed è dunque riconosciuta sia dallo stato elvetico, sia dalla Banca Centrale Svizzera[171].

Interessanti sono poi i risultati di alcuni studi che dimostrano la funzione anticiclica del WIR: nei periodi di forte crescita economica, il volume degli scambi in WIR si contrae, crescendo e sviluppandosi, invece, nei periodi di recessione/rallentamento dell'attività economica. La Banca WIR ha permesso, infatti, che migliaia di PMI in difficoltà riuscissero a sopravvivere, grazie ai tassi d´interesse eccezionalmente bassi per la parte in WIR (è possibile, ad esempio, richiedere un mutuo ipotecario ad un tasso fisso dell'1%) e decisamente interessanti per la parte in CHF del credito.

Tuttavia, la decisione di partecipare al circuito WIR può rappresentare anche una semplice scelta di marketing, poiché offre alle PMI un importante potenziale aggiuntivo di acquirenti e la possibilità di realizzare un fatturato più elevato[172].

Gli aderenti al network, che utilizzano il WIR per ogni tipo di necessità (dalla costruzione della propria abitazione, all'acquisto di materiale di cancelleria, alle spese periodiche nel supermercato di quartiere, ecc.) si dichiarano soddisfatti dell'intero circuito[173]. In molti paesi esistono sistemi simili che nascono con i medesimi intenti, ma nessun'altra moneta complementare ha un funzionamento tanto affinato anche dal punto di vista

[171] Si differenzia per tale ragione da molti altri tentativi di moneta complementare, scongiurando molti dei problemi che le altre monete parallele hanno avuto riguardo la credibilità e il rapporto legislativo con le istituzioni nazionali e monetarie ufficiali.

[172] La cifra d´affari supplementare in WIR è, infatti, sinonimo di incremento anche del fatturato in CHF, dato che solitamente una parte dell´operazione avviene in CHF.

[173] Sebbene il circuito WIR abbia dimostrato appieno la sua ragion d'essere, esso risulta ancora delimitato ai cantoni di lingua tedesca, mentre la Svizzera romanda appare ancora restia ed esitante. Questo ritardo può essere almeno in parte spiegato con il maggior lavoro amministrativo richiesto dalla necessità di dover tenere due distinte contabilità e una gestione particolare delle entrate e delle uscite.

istituzionale. Questo, secondo Wellauer, direttore della banca di Lugano, può essere attribuito al merito della banca WIR che, da subito, si è mossa molto bene dal punto di vista politico, cercando di aprirsi in modo trasparente, e spiegando i propri meccanismi di funzionamento, e ciò ha contribuito ad ottenere anche un importante riconoscimento a livello politico[174].

Mentre il WIR è ormai ampiamente diffuso in Svizzera, in Francia, nella città di Nantes potrebbe entrare quest'anno nella fase operativa il progetto di circuito locale e di moneta complementare portato avanti da Massimo Amato e Luca Fantacci.

Si tratta di un progetto che unisce due elementi: un sistema di credito e un sistema monetario, entrambi a carattere locale. Il circuito creditizio è concepito come una camera di compensazione per aiutare le imprese a farsi credito a vicenda e riguarda principalmente le PMI che insistono sullo stesso territorio; ciascuna impresa partecipante ha un conto corrente denominato in moneta locale, un'unità di conto interna che si scambia alla pari (1/1) con l'Euro e la conversione è possibile solo in una direzione, da Euro a moneta locale. Il circuito monetario differenzia il progetto dalle esperienze descritte in precedenza, poiché è previsto in questo caso il diretto coinvolgimento dei lavoratori, che riceverebbero una parte del salario in moneta locale da utilizzare per effettuare acquisti presso le imprese partecipanti (sostenendo, così, la domanda locale e i livelli occupazionali), nonché degli enti locali (la domanda locale comprenderà anche un certo numero di servizi pubblici che il comune di Nantes accetterà di fornire in moneta locale).

L'ente gestore è il Crédit Municipal, una banca pubblica partecipata al 100% dal comune di Nantes che offrirà alle imprese un servizio di pagamento in compensazione per tutte le transazioni in moneta locale sul territorio. Ogni

[174] L'istituzionalizzazione della Banca WIR mette la valuta in condizione di funzionare non più basandosi solo sulla fiducia, come avviene per molti altri circoli di baratto o esperienze di monete complementare, ma anche su una sicurezza fondata su garanzie istituzionali.

impresa vi parteciperà in ragione del suo coinvolgimento nell'economia locale e del suo effettivo merito creditizio. Una banca pubblica così concepita è un puro intermediario finanziario, una camera di compensazione che crea liquidità per le imprese aderenti, che le stesse distruggono ogni volta che spendono i loro crediti. Si tratta di una moneta complementare all'euro la cui emissione è commisurata alle esigenze di circolazione degli scambi, tanto da creare valore economico non per la quantità, ma per la velocità con cui circola.

In Germania, invece, la valuta complementare all'Euro, riconosciuta in Baviera dal 2003, si chiama Chiemgauer, creata con l'obiettivo di promuovere lo sviluppo regionale. In tale sistema sono incluse le iniziative di commercializzazione regionale dei cibi freschi, le cooperative che promuovono l'energia rinnovabile, la gestione locale dell'acqua potabile e dei servizi fognari, migliori servizi offerti da artigiani e piccole imprese, per un nuovo senso di appartenenza alla comunità.

Le banconote prevedono tagli da 1, 2, 5, 10, 20 e 30, ogni tre mesi perdono il 2% del loro valore e dopo 364 giorni non valgono più come mezzo di pagamento e devono essere riconvertite in Euro. All'atto della riconversione il Chiemgauer viene assoggettato a una tassa del 5%. Su 100 Chiemgauer il partecipante al circuito riceverà 95 euro; dei restanti 5, 2 serviranno a coprire le spese dell'Associazione (stampa delle banconote) e 3 andranno a beneficio delle organizzazioni no-profit.

Con 1700 membri, di cui 500 sono esercizi commerciali, si stima per questa moneta un giro d'affari di circa 140.000 Euro l'anno.

La Banca centrale tedesca considera legali queste monete locali; un loro aumento massiccio potrebbe, tuttavia, compromettere la stabilità della politica monetaria.

3.4.2 Le esperienze di moneta complementare in Italia

Anche in Italia si sono sviluppate importanti realtà nel settore delle monete complementari.

La già citata BexB (Business Exchange Business), s.p.a. nata nel 2001 a Brescia, rappresenta il primo esempio di Corporate Barter (o compensazione multilaterale) in Italia. All'interno del network le aziende associate (oggi oltre 2500 in 160 settori, sparse sul territorio nazionale) scambiano beni e servizi senza l'utilizzo di denaro (oppure utilizzandolo solo parzialmente) attraverso la compensazione multilaterale di crediti e debiti commerciali, gestiti a tasso nullo. Ciò avviene grazie all'utilizzo di una specifica unità di conto, l'EuroBexB, che misura il valore dei beni e servizi scambiati nel circuito.

Tale sistema permette alle aziende di risparmiare liquidità e costi di finanziamento, ma anche di aumentare le proprie vendite acquisendo nuovi clienti che non avrebbero potuto effettuare determinati acquisti in assenza della leva commerciale della compensazione. E' importante valutare anche il positivo impatto sul mercato circostante: i costi risparmiati dalle imprese possono trasformarsi, ad esempio, in investimenti in ricerca e sviluppo o nell'assunzione di nuove risorse umane. Tutte le transazioni in compensazione sono assicurate contro il rischio d'insolvenza.

Dal 2001 sono stati intermediati nel circuito oltre 200 milioni di euro, per circa 60.000 operazioni, di cui 72 milioni solo nel 2011. Il network, con una crescita annua del 30%, è destinato a crescere ulteriormente grazie al recente piano di sviluppo varato che prevede la gestione a livello locale delle imprese associate, tramite la costituzione di circa 30-35 filiali operative dislocate su tutto il territorio nazionale.

BexB prevede una quota associativa che varia dai 1.300 ai 6.000 euro in base alla classe di fatturato dell'azienda.

L'obiettivo non celato è di arrivare a offrire il servizio della svizzera *Wir Bank*.

Seguendo l'ordine cronologico, a Napoli, nel 2007, è nata la moneta SCEC, rivolta principalmente al commercio locale, diffusa oggi su scala nazionale sotto il coordinamento di Arcipelago Scec. Il progetto nasce dalla volontà di riscoprire il senso di comunità e di offrire degli strumenti per utilizzare al meglio le risorse locali ancorando la ricchezza al territorio. La Moneta SCEC funge da buono sconto ("Buoni della Solidarietà Che Cammina") utilizzabile presso i commercianti aderenti per una percentuale sul prezzo che può variare dal 5% al 30%; tale moneta ha un rapporto di 1/1con l'Euro ma non è convertibile. Gli SCEC sono emessi nei seguenti tagli : 0,50 – 1,00 – 2,00 – 5,00 – 10,00 – 20,00 e sono distribuiti dall'Associazione in nome della collettività. Il coordinamento nazionale di tutte le "Isole" regionali (insieme di gruppi di persone localizzate in aree geografiche ben precise che hanno deciso di aderire al progetto) che lavorano sul territorio, avviene sulla base di criteri di equità e di trasparenza

Per ottenere gli SCEC è necessario iscriversi all'associazione, versando un contributo libero dato che l'iniziativa non ha scopo di lucro e si autosostiene. Ogni associato, sia esso fruitore o accettatore, riceve mensilmente 100 SCEC, che potrà spendere sia in formato cartaceo sia elettronicamente attraverso il Conto Scec. Gli iscritti possono richiedere una quota aggiuntiva di SCEC, ma non riceveranno le successive distribuzioni fino a concorrenza del 100% dell'anticipazione ricevuta.

Nel 2007 il circuito contava 508 iscritti, di cui 120 privati che occasionalmente offrivano servizi e 95 esercizi commerciali, per un totale di 31.700 Buoni SCEC in circolazione, il corrispettivo di oltre 30.000 euro. Ad

oggi gli iscritti al circuito nazionale sono 10.000, di cui 2.000 imprese, con un milione di SCEC in circolazione.

Il progetto Arcipelago SCEC prevede che ogni Isola possa scambiare con le altre Isole le proprie merci, attraverso una rete interregionale. Anch'esso è senza dubbio un'iniziativa di notevole impatto sociale e di forte sostegno all'economia locale.

Altra esperienza significativa in Italia, quella di maggior successo insieme a BexB, è costituita da Sardex, network nato nel 2009 e operativo da gennaio 2010. Nata su iniziativa di quattro ragazzi con una grande passione per le teorie monetarie, animati dalla volontà di trovare una soluzione alle difficoltà di accesso al credito e superare così le difficoltà causate dalla crisi finanziaria puntando sull'economia reale, la moneta complementare Sardex è rivolta al mercato locale e quindi allo sviluppo dell'economia sarda.

Il circuito è basato sul sistema di crediti e debiti commerciali gestiti dalla compensazione multilaterale e il suo scopo è "*far sì che centinaia di imprese in Sardegna si sostengano reciprocamente a tasso zero*"[175]. Un Sardex vale un Euro, senza possibilità di conversione e può essere speso esclusivamente all'interno del circuito.

In appena due anni il circuito ha registrato una crescita del 300%, associando oltre 800 aziende e arrivando a movimentare crediti per circa 500.000 Euro al mese.

L'iscrizione al circuito prevede una quota che varia da 150 a 1.000 euro a seconda del fatturato dell'impresa aderente; annualmente, invece, si paga un abbonamento per i servizi che va da 350 a 2.500 euro, sempre sulla base dei ricavi dell'azienda, nonché del grado di partecipazione della stessa al circuito. Gli iscritti potranno usufruire di una vetrina aziendale gratuita attraverso cui presentare la propria azienda e gestire le proprie vendite e i propri acquisti online; potranno inoltre usufruire di una carta Sardex da

[175] www.sardex.net.

utilizzare come mezzo di pagamento presso i punti vendita di altri iscritti, di un call center da utilizzare in assenza della carta Sardex; potranno inoltre richiedere l'assistenza da parte di un broker, animatore del circuito, affinché aiuti le imprese aderenti ad acquistare e a vendere le proprie merci.

Sardex (che ha sedi a Cagliari e Sarramanna) funziona come una vera e propria camera di compensazione; tutto viene fatturato e si versa l'Iva. Si tratta di una permuta vera e propria: la differenza è che tutto avviene con moneta virtuale, garantendo un canale alternativo di approvvigionamento alle imprese.

Al circuito non hanno accesso i privati, ma solo le aziende. Tuttavia si pensa alla possibilità per i privati di mettere a disposizione della comunità tempo e conoscenze, ad esempio per i giovani neolaureati[176].

Una parte del business è comunque rivolta ai consumatori perché sia i titolari sia i dipendenti delle aziende che hanno aderito ricevono pagamenti in Sardex: i dipendenti possono ottenere una prestazione in cambio di un valore futuro da ricevere dal loro datore di lavoro[177].

Una recente iniziativa prevede l'ingresso della Regione nel circuito, che vi entrerà acquistando beni e servizi per il controvalore di 20 milioni di Euro (acquisterà soprattutto beni e servizi di cui la comunità Sardex ha necessità), che rivenderà all'interno del circuito, per finanziare 500 Sardex-Euro al mese, da mettere a disposizione di 10.000 disoccupati sardi su 23.000, che avranno così un conto e una carta Sardex per l'acquisto di beni e servizi all'interno del circuito. I disoccupati non venderanno beni in Sardex (per loro lo farà la Regione) e gli acquisti da questi effettuati (fino a un massimo di 500 Euro al mese) saranno garantiti dai 20 milioni investiti dalla Regione. Al circuito partecipano aziende di ogni settore merceologico ma, con l'ingresso della Regione nel sistema, anche altri servizi, quali affitti di immobili pubblici,

[176] "Servizi e beni pagati in Sardex, moneta-baratto per discoccupati", L'Unione Sarda, 27 marzo 2013.
[177] "Si può chiedere ad esempio al dentista di pagare in Sardex e poi sarà l'azienda per cui lavora il cliente a scontare il valore dallo stipendio del dipendente", spiega Mancosu, il responsabile della comunicazione. Si veda "Sardex, la moneta virtuale ha ammaliato 800 imprese", L'Unione Sarda, 26 ottobre 2012.

biglietti del trasporto pubblico locale e piccoli tributi, potranno essere pagati in Sardex.

Fare business, creare occupazione e promuovere il territorio, sono gli obiettivi che si sono posti fin da subito i promotori di Sardex, con un intento solidaristico.

Oggi Sardex è un fenomeno studiato in tutta Europa.

Il sistema, inoltre, collabora con Emineo, società di Consulenza di Direzione commerciale, sviluppo di Reti e Canali commerciali e creazione di circuiti di Moneta Complementare che, dal 2004, opera alla diffusione culturale e alla creazione di circuiti di scambi multilaterali di beni e servizi con operazioni di compensazione in Italia. Dall'incontro e dalla collaborazione delle due società è nata X.net, una suite di servizi offerti per dare supporto ad imprenditori e/o reti di imprenditori interessati a replicare nel proprio territorio l'esperienza di Sardex. Dal 2012 Emineo ha contribuito alla nascita dei Circuiti di moneta complementare Piemex (Piemonte), Sicanex (Sicilia), Emiro (in via di definizione in Emilia Romagna), oltre ad assistere altri imprenditori i quali, in tutto il territorio italiano, stanno predisponendo l'avvio di Circuiti di credito commerciale nelle proprie regioni. Anche la Regione Lombardia sembra interessata ad approfondire le opportunità offerte dai circuiti di compensazione e delle valute complementari per far fronte ai problemi legati alla carenza di liquidità. Proseguono, infatti, gli studi sul "Lombard", lo strumento filo-istituzionale che dovrebbe aiutare le imprese penalizzate dal *credit crunch*.

Altra esperienza in Italia è rappresentata da Cambiomerci che, nata nel 2011, in pochi mesi ha associato quasi 200 imprese in tutta Italia. Con due sedi fisiche (Napoli e Miano) e una rete di agenti che operano su tutto il territorio nazionale, Cambiomerci punta ad arrivare entro fine 2013 a più di 1000 aziende associate, e di non limitarsi al B2B ma affacciarsi al privato.

Dalle analisi fin qui condotte emerge chiaramente che la moneta complementare non è più un tabù, anzi, si diffonde sempre più rapidamente grazie alla sua funzione "anti-crisi" che consente di ottimizzare le risorse finanziarie a disposizione delle imprese e anche dei privati e assicura, al contempo, uno sviluppo economico sostenibile slegato da logiche finanziarie quali l'indebitamento e i relativi interessi sul debito. Come abbiamo evidenziato finora, non tutte le esperienze di scambi non monetari muovono dalle stesse motivazioni e perseguono gli stessi obiettivi specifici, ma il principio di fondo è sempre quello di restituire all'uomo l'economia, rendendola nuovamente a tutti gli effetti uno strumento di benessere condiviso.

Keynes diceva: "*il denaro è importante solo per ciò che può procurare*".

Il denaro non è un fine, ma un mero strumento. Il principio della compensazione è compatibile con questa idea di moneta e con la nozione di concorrenza. Una concorrenza che si sviluppi però sulla base delle capacità creative delle imprese e dei loro lavoratori, e non sulle difficoltà di accesso al credito le cui cause nulla hanno a che vedere con l'economia reale.

CAPITOLO QUARTO

LA CREAZIONE DI UN CIRCUITO DI COMPENSAZIONE ALL'INTERNO DI UNA BANCA: UNA VERIFICA EMPIRICA

Premessa

Nelle pagine seguenti è stata condotta una verifica, sulla base dei dati messi a disposizione da un intermediario[178], con l'obiettivo di sviluppare il processo di compensazione e verificare la fattibilità in merito alla realizzazione di un circuito chiuso, considerando i pagamenti complessivamente effettuati dai clienti corporate della stessa banca.

Nella seconda parte del capitolo, il lavoro si focalizza sull'impresa bancaria e sui possibili benefici connessi alla riduzione potenziale dell'assorbimento di capitale che la compensazione potrebbe favorire. Utilizzando le ponderazioni previste dall'approccio standard di Basilea, si é proceduto a quantificare la riduzione delle attività ponderate per il rischio (RWA) connessa alla realizzazione del circuito di compensazione e il conseguente minor assorbimento di capitale che ne deriva.

[178] I dati ci sono stati forniti da un intermediario il cui nome non può essere riportato per ragioni di privacy.

4.1 Il campione di riferimento

L'obiettivo dell'analisi condotta nelle pagine seguenti è di verificare la possibilità di creare un circuito di compensazione all'interno di una banca commerciale, sulla base del modello proposto nel precedente capitolo.

I dati, messi a nostra disposizione da un intermediario di medie dimensioni, sono relativi ai bonifici effettuati nel corso del 2012 tra i clienti della stessa banca. Le informazioni, utilizzate per la creazione del circuito, sono state estrapolate dalla procedura informatica ISIDE utilizzata dalla banca.

Per la prima parte dell'analisi, per ogni cliente sono disponibili le seguenti informazioni:

- numero identificativo;
- settore economico di appartenenza, secondo il raggruppamento per classi Banca d'Italia;
- importo ordinato/beneficiato.

Tali informazioni sono organizzate secondo il seguente ordine:
Ordinanti – Settore Ordinanti – Importo – Beneficiari – Settore Beneficiari.

Le relazioni inizialmente prese in considerazione, per un totale di 311.606 transazioni, riguardavano:

- privati *vs* privati;
- privati *vs* imprese;
- imprese *vs* imprese;

di questi, alcuni ordinanti e beneficiari, altri solo ordinanti o solo beneficiari.

Nell'implementazione del circuito si è ritenuto opportuno, tuttavia, focalizzare l'attenzione in via esclusiva sui rapporti di tipo B2B, dal momento che gran parte delle transazioni effettuate dai soggetti privati risultavano obbligatorie per legge (ne è un esempio l'assegno di mantenimento, di cui non è possibile prefigurare la relativa compensabilità).

Per tale ragione, si è provveduto a estrapolare dal database iniziale la serie[179] delle transazioni che vedevano il coinvolgimento dei privati, ottenendo così il database di partenza per la nostra analisi.

Su un totale di 13.642 clienti, si contano 8.635 ordinanti per un numero complessivo di transazioni pari a 55.700, per un controvalore di € 889.368.535,00.

La fattibilità del circuito è connessa alla possibilità di sviluppare operazioni di compensazione tra le diverse entità economiche clienti dell'intermediario; sulla base dei dati a nostra disposizione, è stata pertanto verificata la possibilità di procedere con la compensazione tra i diversi soggetti partecipanti al sistema.

La creazione del circuito è stata realizzata in ambiente Microsoft Excel e Microsoft Access, generando apposite macro che hanno permesso la rielaborazione dei dati nell'ottica della creazione del circuito stesso.

[179] La serie era stata ripulita in un primo momento solo dei giroconti.

4.2 La creazione del circuito

Un circuito chiuso presenta la caratteristica di sviluppare al suo interno il complesso delle transazioni economiche e la relativa liquidazione tra le sue varie componenti. La principale peculiarità del sistema, come si evidenziava in precedenza, è la gestione e il regolamento delle posizioni a debito e a credito dei clienti, mediante il meccanismo del *clearing*.

Utilizzando i dati dei bonifici interni, messi a disposizione dalla banca, effettuati nel corso del 2012, si ipotizza la creazione del circuito; si cerca, cioè, di verificare come queste transazioni possano essere gestite ricorrendo al meccanismo della compensazione multilaterale, secondo la logica del *clearing,* in base al quale ciascun partecipante si relaziona con il resto dei soggetti presenti nel circuito.

Sulla base del modello precedentemente descritto, la creazione del circuito consente di compensare il 20,58% dei pagamenti complessivi effettuati dai clienti della banca (transato iniziale), per un controvalore totale compensato pari a € 183.046.984,00. Il transato iniziale (lordo) si riduce pertanto, da € 889.368.535,00 a € 706.321.551,00 (transato netto post-compensazione).

Il controvalore del compensato totale non è altro che la sommatoria degli importi compensati da parte dei singoli clienti, in particolare, da parte dei soggetti che risultano essere sia ordinanti che beneficiari[180].

Al fine di dimostrare come opera il meccanismo della compensazione, riportiamo di seguito un esempio:

[180] I soggetti solo ordinanti o solo beneficiari, al momento della "fotografia scattata", non compensano alcun valore all'interno del circuito. I soggetti solo ordinanti hanno "peggiorato" la loro posizione e potranno riequilibrare il loro saldo compensando l'importo negativo con la vendita di beni e servizi a qualunque soggetto appartenente al circuito; i soggetti solo beneficiari presentano un saldo positivo di circuito che potranno utilizzare (e quindi compensare) effettuando acquisti nei confronti di qualunque altro soggetto presente nel sistema, con l'obiettivo di convergere al pareggio di bilancio.

Esempio di compensazione - Analisi CODICE CLIENTE 123[181] su base annua

ORDINANTI	SETT ORDINANTI	DESCRIZIONE BANKIT	IMPORTO ORDINANTE INIZIO	IMPORTO FINALE
CODICE CLIENTE: 123	614	Commercio all'ingrosso macchine, attrezzature e veicoli	- 51.000	- 21.000

IMPORTO LIBERATO CON IL CIRCUITO	MIGLIORAMENTO POSIZIONE
€ 30.000	58,82%

Nell'esempio sopra riportato, il soggetto (ordinante e beneficiario) compensa il suo saldo negativo iniziale, per un valore corrispondente a € 30.000 (importo a credito), migliorando la sua posizione all'interno del circuito del 58,82%.

All'interno del circuito saranno presenti altri soggetti, ordinanti e beneficiari, che avranno migliorato la propria posizione per percentuali inferiori, altri che l'avranno migliorata per percentuali anche di gran lunga superiori, anche oltre il 100%. Ad esempio, un cliente che opera nel settore dei prodotti da pasticceria, presentava un saldo iniziale pari a -€ 7000; il suo importo post-compensazione è pari a € 33.000: il soggetto ha beneficiato, all'interno del circuito, di un importo corrispondente a € 40.000, compensando interamente il suo importo negativo iniziale, con un miglioramento della propria posizione del 571,43%; di conseguenza, a fine 2012, il soggetto presenta una posizione positiva netta nei confronti del resto del sistema.

[181] Per ragioni di privacy non riportiamo il NAG dei diversi clienti, ma un codice generico da noi utilizzato nell'analisi.

Il meccanismo del *clearing* si basa su una rivisitazione del progetto predisposto da Keynes per Bretton Woods, secondo il quale solo un sistema così congegnato consentirebbe di rispondere tanto agli interessi dei creditori quanto a quelli dei debitori, attivando in tal modo un meccanismo che li porti a convergere verso una posizione di equilibrio condivisa.

L'idea su cui si basa il principio del *clearing* è che la liquidità non serva. Un sistema di *clearing,* infatti, deve poter rispondere alle esigenze dell'anticipazione; per tale ragione, esso consente semplicemente di registrare un debito a carico di chi è tenuto ad effettuare un pagamento, ma non ha disponibilità immediata, e corrispondentemente un credito a favore di chi dovrebbe ricevere il pagamento. Come si è evidenziato nella descrizione del modello, non si tratta di registrare rapporti bilaterali; debito e credito, cioè, non sono posizioni individuali e fungibili, ma acquistano il loro significato in relazione all'insieme dei rapporti che costituiscono il sistema. Entrambe le poste sorte con i rispettivi partner, infatti, sono registrate come debito o credito nei confronti del sistema nel suo complesso, o meglio, come una posizione netta (positiva o negativa) di ciascun membro nei confronti di tutti gli altri.

Il soggetto dell'esempio riportato sopra (CODICE CLIENTE 123), ad esempio, presenta una posizione netta negativa nei confronti del sistema, del valore corrispondente a € 21.000; che sia positiva o negativa, ogni soggetto potrà compensare la sua posizione relazionandosi con qualunque altro soggetto appartenente al circuito. In questo modo, il *clearing* assicura tutti i vantaggi della liquidità senza che, però, la liquidità stessa venga posta alla base del sistema di relazioni.

Ciò che assicura il *clearing*, ossia l'effettivo incontro fra debitori e creditori, quindi, non è un prezzo (ossia un tasso di interesse), bensì la compensazione multilaterale dei saldi attivi e passivi.

In termini di efficienza complessiva del sistema, essa può considerarsi ottimale allorché la percentuale di compensazione è pari o prossima al 100%. In pratica, il sistema risulterà tanto più efficiente quanto più i soggetti partecipanti riusciranno a convergere verso la posizione di equilibrio, ossia verso un saldo pari a zero (il che implica una compensazione del 100% per i singoli partecipanti al circuito).

Nell'analisi effettuata, l'impatto positivo sulla banca è commisurato all'ammontare della compensazione realizzata (20,58% del transato iniziale) con il risultato di una liberazione di capitale (minor utilizzato) da poter indirizzare ad altri investimenti.

Tale risultato, tuttavia, è puramente indicativo, dal momento che l'analisi è stata condotta sui dati inerenti le ordinarie operazioni effettuate all'interno della banca, in totale assenza di vincoli di circuito. All'atto della creazione di un vero e proprio circuito di compensazione, alcuni soggetti che, nel periodo considerato, risultano solo ordinanti o solo beneficiari (e quindi probabilmente interagiscono con soggetti esterni alla banca), qualora decidessero di aderire al circuito, sarebbero indotti a ricercare le proprie controparti all'interno dello stesso. In generale, la creazione del circuito eserciterebbe una forte attrazione al suo interno di tutte (o quasi) le controparti che hanno relazioni economiche con i componenti del sistema. In questo modo la percentuale di compensazione a livello di singolo e di sistema aumenterebbe e il sistema risulterebbe più efficiente nel suo complesso.

4.3 I circuiti di compensazione e coefficiente di solvibilità: quali i possibili impatti?

Dopo aver verificato la fattibilità in merito alla realizzazione del circuito, focalizziamo l'attenzione sugli impatti derivanti dalla compensazione e, in particolar modo, sui possibili benefici connessi alla potenziale riduzione dell'RWA e quindi all'assorbimento di capitale per la banca, calcolato secondo l'approccio standard di Basilea.

La banca che accorda la concessione di un credito, essendo esposta al rischio che la controparte diventi insolvente, è tenuta ad accantonare capitale a fronte di tale esposizione, secondo quanto previsto dagli accordi di Basilea.

La definizione di esposizione è legata alla specifica forma tecnica ad essa associata, ossia al particolare tipo di prodotto collegato all'esposizione: ad esempio, i conti correnti in generale, i prodotti del portafoglio commerciale o finanziario, oppure mutui, leasing, factoring ecc. Tale distinzione conduce alla determinazione di due tipologie fondamentali di esposizione: quelle a *valore certo,* per le quali è noto alla banca l'esatto ammontare del finanziamento concesso, e quelle a *valore incerto,* il cui importo non è immediatamente quantificabile, ma ciò è possibile solo al manifestarsi dell'insolvenza, come nel caso dell'apertura di credito in conto corrente. Nel caso di un'esposizione a valore incerto la controparte beneficia di un'opzione che le consente di variare, nel corso di un periodo predeterminato e fino ad un importo massimo stabilito contrattualmente, la dimensione del finanziamento.

Poiché le imprese che incontrano difficoltà economiche tendono ad utilizzare il fido concesso fino al massimo consentito, nel caso di un'esposizione a valore incerto, la banca presenta un rischio di esposizione, ossia il rischio che l'esposizione in caso di insolvenza sia superiore a quanto originariamente stimato.

Per il calcolo dell'EAD attesa, ossia dell'esposizione attesa al momento del default, si applica analiticamente la seguente formula:

$$\mathbf{EAD = DP + UP \times CCF}$$

dove:

DP (*drawn portion*) indica la quota di fido utilizzata;

UP (*undrawn portion*) evidenzia la quota del finanziamento non utilizzata: questa, se non rappresentativa di esposizione corrente, assume rilevanza in quanto il debitore ha la facoltà di aumentare l'esposizione a sua discrezione fino al massimo consentito (questa opzione implicita viene solitamente esercitata in corrispondenza dell'approssimarsi di una situazione di insolvenza);

CCF (*credit conversion factor*), indica la percentuale di quota inutilizzata che ci si attende venga utilizzata dal debitore in corrispondenza dell'insolvenza.

Le diverse esposizioni della banca richiedono una copertura patrimoniale differente a seconda della loro intrinseca rischiosità, la quale è valutata da istituzioni esterne alla banca (approccio standard) o dalla banca stessa (approccio basato sui rating interni, o IRB)[182].

La regolamentazione prevede che il totale degli impieghi, che debba essere posto alla base del calcolo del coefficiente patrimoniale (RWA), si ottenga moltiplicando preventivamente ciascuno dei finanziamenti per un fattore di ponderazione che tiene conto delle caratteristiche di rischio della specifica operazione (livello di affidabilità del cliente, eventuale presenza di garanzie e caratteristiche dell'operazione). Per quanto riguarda le attività fuori bilancio, le banche utilizzano fattori di conversione, tanto più elevati quanto più elevata è la probabilità che queste diano luogo a un'esposizione per cassa.

[182] Resti A., Sironi A., *"Rischio e valore nelle banche",* Ed. Egea, 2008, p. 712.

Al totale degli impieghi ponderati, al fine di ottenere l'assorbimento di capitale a fronte di tali esposizioni (capitale da accantonare), si applica, poi, un coefficiente patrimoniale dell'8%[183].

Un maggior assorbimento patrimoniale implica minori risorse per la banca da destinare agli impieghi e, conseguentemente, una diminuzione della redditività bancaria e, al contempo, un peggioramento delle condizioni di accesso al credito per le imprese (*pricing*).

Con riferimento a quanto evidenziato nel primo capitolo[184], la rischiosità intrinseca delle diverse operazioni può essere calcolata secondo l'approccio standard o quello IRB (qualora le banche presentino specifici requisiti di idoneità).

Le banche di piccole e medie dimensioni si avvalgono generalmente dell'approccio standard, secondo il quale il rating viene assegnato da agenzie esterne specializzate (come Moody's, Standard & Poor's, ecc.) riconosciute dalle Autorità di vigilanza, mentre PD, LGD, EAD e M sono fissati dall'Autorità di Vigilanza sulla base della categoria giuridica economica di appartenenza dell'impresa richiedente il finanziamento, delle sue dimensioni aziendali, delle caratteristiche tecniche della operazione di finanziamento, ecc.

A rating migliori sono associati pesi minori nel calcolo dei Risk-Weighted Asset (RWA); inoltre, come previsto dall'Accordo del 1988, diverse categorie di controparti comportano scale di ponderazione differenti, secondo la tabella riportata qui di seguito (che utilizza come esempio di scala di rating le classi definite da Standard & Poor's):

[183] Ricordiamo la formula per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito: $P \geq 8\% \, RWA$.
[184] Cfr. par. 1.2.

Tabella 4.1 Coefficienti di ponderazione dell'approccio standard

	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	Inferiore	Senza rating	Scaduti
Imprese	20%					50%			100%						150%				100%	150%
Stati sovrani	0%					20%			50%			100%						150%	100%	
Banche	20%					50%						100%						150%	50%	
Banche: paese d'origine	20%					50%			100%			150%						150%	100%	
Retail	75%																			
Mutui residenziali	35%																			100%
Mutui commerciali	Dal 100% a 50%, a scelta delle Autorità nazionali																			150%

Fonte: Resti A., Sironi A., "Rischio e valore nelle banche".

I coefficienti di ponderazione per la clientela "imprese" sono quattro: 20%, 50%, 100% e 150%; alle imprese prive di rating esterno, viene assegnato un coefficiente di ponderazione standard, pari al 100%. Alle imprese retail (con fatturato fino a 5 milioni di Euro e con una esposizione inferiore a 1 milione di Euro) viene assegnato un coefficiente di ponderazione più favorevole, pari al 75%.

Schematicamente la metodologia standard si applica nel modo seguente:

REQUISITO PATRIMONIALE =
ESPOSIZIONE X COEFFICIENTE DA RATING ESTERNO X 8%

Al fine del calcolo del requisito patrimoniale, assumono poi particolare importanza gli strumenti di mitigazione del rischio, che consentono, nell'ambito del metodo standard, di ridurre la PD (probabilità di default), migliorando così il rating del cliente e, conseguentemente, le condizioni di accesso al credito. Ad esempio per i finanziamenti garantiti da immobili residenziali il coefficiente di ponderazione è pari al 35%, mentre per quelli garantiti da immobili commerciali il coefficiente di ponderazione è pari al 50%.

Proseguendo con la nostra analisi, a questo punto l'obiettivo è di verificare quanto la compensazione possa produrre effetti sulla potenziale riduzione dell'assorbimento di capitale per la banca all'interno del circuito, avendo a diposizione i dati inerenti i fidi ricevuti e gli utilizzi da parte dei clienti della stessa banca.

La compensazione genera, infatti, un effetto diretto sull'RWA, derivante dalla riduzione (parziale o totale, in base agli importi compensati) dell'outstanding per la banca, con riferimento a quei soggetti che presentano linee di credito utilizzate.

L'importo liberato con la compensazione (€ 183.046.984,00) non coinciderà con la riduzione degli utilizzi, principalmente perché non tutti i soggetti che partecipano alla compensazione hanno ricevuto e/o utilizzato delle linee di credito; occorre altresì considerare che alcuni partecipanti al circuito potrebbero compensare per importi superiori alla quota di fido utilizzata (in quest'ultimo caso la compensazione genera un miglioramento della posizione per il cliente, il quale disporrà di "liquidità" sul suo conto, ossia avrà una posizione netta positiva nei confronti del sistema).

Per sviluppare la seconda parte dell'analisi ci si è focalizzati esclusivamente sui soggetti ordinanti, escludendo i beneficiari, i quali, non effettuando operazioni all'interno del circuito, non producono effetti in termini di abbattimento degli utilizzi.

Si è proceduto, pertanto, al calcolo dell'RWA[185] e dell'assorbimento di capitale per la banca a fronte di tali esposizioni, ante e post-compensazione.

I risultati ottenuti, calcolati utilizzando le ponderazioni previste dall'approccio standard di Basilea[186], sono i seguenti:

- RWA pre-compensazione: **€ 254.436.711,00**
- Capitale stimato assorbito pre-compensazione: **€ 20.354.936,88**

- RWA post-compensazione: **€ 228.926.728,00**
- Capitale stimato assorbito post-compensazione: **€ 18.314.138,24**

I risultati dell'analisi evidenziano pertanto un risparmio di capitale stimato del 10,03%, per un controvalore di € 2.040.798,64.

Al fine di dimostrare come il meccanismo della compensazione si riflette sull'outstanding della banca, riportiamo di seguito un esempio, riprendendo quello illustrato in precedenza, in cui il CODICE CLIENTE 123 riusciva a compensare un importo corrispondente a € 30.000:

Esempio Analisi CODICE CLIENTE 123 su base annua – Impatto sull'RWA

IMPORTO LIBERATO CON IL CIRCUITO	UTILIZZI	SCONFINAMENTO	ACCORDATO IN C/C	POSIZIONE FINALE
€ 30.000	€ 200.141	€ 3.838	€ 230.000	€ 173.979

[185] Per semplicità di calcolo, l'RWA è stato calcolato tenendo conto soltanto degli utilizzi e non della quota di fido non utilizzata.

[186] Per questa tipologia di crediti, la ponderazione prevista è sempre del 100%, da cui deriva un assorbimento di capitale pari all'8% degli utilizzi. Nel caso in cui i fidi fossero assistiti da garanzia reale, non potendo risalire al tipo di immobile per singola garanzia, è stata applicata una ponderazione del 40% (approssimazione tra la ponderazione prevista per gli immobili residenziali, pari al 35%, e quella prevista per gli immobili commerciali, pari al 50%), da cui deriva un assorbimento di capitale del 3,2% (40%*8%).

Nell'esempio qui riportato il soggetto utilizza il fido ricevuto per un importo corrispondente a € 200.141, a cui si aggiungono € 3.838 di sconfinamento.

L'outstanding pre-compensazione per la banca è pari a € 203.979.

Ricorrendo al meccanismo della compensazione, la banca beneficerà di una riduzione dell'outstanding corrispondente all'importo compensato da parte del soggetto considerato (in questo caso, € 30.000).

L'RWA per la specifica operazione si riduce, così, da € 81.591,6 a € 69.591,6 e, di conseguenza, si riduce anche l'assorbimento di capitale stimato a fronte di tale esposizione, che passa da € 6.527,328 a € 5.567,328.

4.4. Quali vantaggi del circuito per i clienti e per la banca?

Nelle parti precedenti abbiamo visto come, a partire da uno schema di compensazione di crediti tra imprese, possa realizzarsi indirettamente un sistema di moneta locale in grado di sostenere gli scambi locali.

A conclusione della presente trattazione si cerca di delineare i potenziali benefici che un sistema così organizzato è in grado di offrire, sia per gli appartenenti alla comunità nel suo insieme, sia per la banca, cercando di capire, nel caso di quest'ultima, quale possa essere la reale importanza connessa alla sua presenza all'interno del circuito.

Partiamo dai vantaggi per i clienti. Come si è più volte evidenziato nei precedenti capitoli, l'effetto più immediato e deteriore della crisi di liquidità sulle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni, è la restrizione indiscriminata dell'accesso al credito. Un circuito di compensazione locale consente alle imprese di surrogare la mancanza di credito per l'insieme degli scambi che esse effettuano a livello locale, garantendo, così, un più facile accesso al credito, meno dipendente da logiche esogene allo svolgimento naturale dell'attività d'impresa(politiche monetarie, crisi finanziarie, approvvigionamenti di capitale).

La partecipazione al circuito locale di compensazione dei crediti, infatti, offre in primo luogo all'impresa la possibilità di condurre la propria vita economica in un ambiente neutro rispetto alle attuali logiche della finanza: essa potrà finanziare il proprio capitale circolante senza dover ricorrere al sistema bancario tradizionale, grazie una moneta sempre disponibile, poiché endogena al sistema (le imprese accedono a una liquidità creata e distrutta dal ritmo degli scambi, senza dover acquistare dalle banche il denaro che le banche a loro volta acquistano sul mercato). Ciò comporta una riduzione del costo del finanziamento: le imprese possono cioè disporre di un sistema in cui il debito

contratto (in termini finanziari) non cresce "semplicemente per effetto degli interessi[187].

Grazie al puntuale regolamento delle transazioni, i partecipanti al circuito potranno inoltre beneficiare di una più fluida gestione dei i pagamenti e degli incassi, disponendo di un sistema che massimizza la certezza del regolamento delle transazioni e, contestualmente di una riduzione del grado di incertezza delle movimentazioni monetarie e una migliore previsione del fabbisogno di liquidità prospettico.

Al di là del risparmio in termini puramente finanziari, l'adesione a un circuito di compensazione multilaterale comporta di per sé un vantaggio comparato, legato alla pura presenza dell'impresa nel circuito. Nella misura in cui è disposta ad accettare un pagamento in moneta locale, l'impresa aderente diviene più interessante per i suoi clienti, rispetto a un'impresa esterna al circuito. L'apertura di un canale di pagamento alternativo e meno costoso rafforza dunque il livello di coesione sociale fra imprese locali, esercitando, al contempo, una forte attrazione verso i soggetti esterni al circuito. Ciò permetterà all'impresa di accrescere la propria competitività e visibilità sul mercato e di incrementare i volumi di vendita, riducendo le scorte di magazzino.

Ogni impresa potrà contare su una rete tangibile di persone e imprese, collegate da relazioni sociali ed economiche; la conseguenza è che una qualsiasi impresa aderente preferirà intrattenere rapporti con un'altra impresa aderente piuttosto che con un'impresa esterna al circuito, o per via della riduzione dei costi o per effetto dell'aumento della fiducia reciproca, che si spiega con l'interesse di ogni impresa a comportamenti trasparenti, pena l'esclusione dal circuito e dai suoi benefici.

[187] Per come funziona la camera di compensazione, infatti, il suo costo di approvvigionamento è pari a zero: questo perché la camera di compensazione non sostiene alcun costo per la raccolta di denaro da prestare a un compratore, poiché è essa stessa a "creare" la moneta locale ogni volta che registra un credito a favore del venditore.

Anche dal punto di vista della banca i vantaggi sono rilevanti.

Nella sua funzione di regolatore delle transazioni commerciali, all'interno di un circuito di compensazione, la banca continuerebbe ad "erogare" credito, riducendo però il ricorso al *funding* e le componenti di costo date dall'attuale gestione ordinaria del credito. Essendo quest'ultimo una variabile endogena al sistema, l'adesione al circuito consentirebbe alla banca di minimizzare gli impatti sul proprio business delle variabili finanziarie esogene.

Essa beneficerebbe di una riduzione dell'assorbimento di capitale[188] e del costo del rischio, connessa alla mitigazione del rischio di credito e del rischio operativo, continuando ad essere remunerata per lo svolgimento della "tradizionale attività creditizia".

Allo stesso tempo, la banca disporrebbe, di una leva commerciale potenzialmente infinita, data dall'attrazione all'interno del sistema di quei soggetti che hanno relazioni commerciali con i clienti della banca.

In questo modo, essa riuscirebbe a posizionarsi come leader di mercato nella gestione di pagamenti , confermando e rafforzando il proprio ruolo di banca di sistema.

Grazie all'offerta di un servizio innovativo, unico, distintivo, la banca acquisirebbe una rilevante posizione di vantaggio competitivo, migliorando, al contempo, la propria immagine sociale.

Chi produce un bene ha un solo obiettivo: venderlo e ricavarne un profitto. Come abbiamo più volte ribadito in precedenza, la moneta, che spesso oggi rappresenta un ostacolo al tale processo, in realtà non serve. Serve un soggetto che sia in grado di determinare il grado di affidabilità di ogni

[188] Questo aspetto è di rilevante importanza, dal momento che la persistente compressione dei margini reddituali, dunque le limitate possibilità di autofinanziamento, e l'aumentata rischiosità degli impieghi hanno parzialmente eroso la consistente dotazione patrimoniale degli intermediari italiani. Prendendo come riferimento il sistema del credito cooperativo, il confronto tra il 2010 e il 2012 evidenzia come la posizione di solvibilità misurata dagli standard di Basilea 3 risulterebbe deteriorata per oltre l'85% delle banche. A livello nazionale, è la crescita dei fattori medi di ponderazione nel calcolo delle attività ponderate per il rischio (RWA) a spiegare larga parte del declino osservato nel livello di patrimonializzazione delle BCC, a fronte di una assai più modesta crescita del CET1. Si veda Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 158, aprile 2013.

componente del sistema, di regolare l'accesso al credito, e che sia in grado di garantire il puntuale regolamento delle transazioni commerciali.

Questo soggetto è la banca. Una banca in cui rimane fondamentale la valutazione del merito di credito, ma che "fa credito" senza utilizzare capitale. Una banca che riduce gli accantonamenti e trasforma il margine di interesse in ricavi da servizi (margine di intermediazione).

La banca impiegherebbe, inoltre, le risorse liberate grazie al processo della compensazione, in nuovi investimenti (incrementando la propria redditività, in relazione agli investimenti realizzati), e potrebbe offrire maggiore sostegno finanziario "tradizionale" alle imprese (per la loro operatività esterna al sistema, se aderenti, o per la loro operatività complessiva, se non aderenti).

La creazione del circuito non è tuttavia priva di rischi: se mal gestito, il rischio principale è dato dall'eventualità che le imprese si polarizzino in imprese creditrici e debitrici, ossia che vi siano imprese strutturalmente impossibilitate a comprare entro il circuito e altre strutturalmente impossibilitate a vendere. Da ciò deriva la necessità di commisurare la capacità di vendita e di acquisto dei soggetti in sede di ammissione al circuito. Altro rischio importante è dato dalla possibilità di insolvenza di uno o più partecipanti al circuito, i quali potrebbero non riuscire ad onorare gli impegni assunti nei confronti del resto del sistema.

Occorre allora che il circuito di scambi sia gestito da un mediatore specializzato con elevate professionalità nella gestione del rischio di credito.

La banca, oltre a garantire il puntuale regolamento delle transazioni commerciali grazie al meccanismo del *clearing*, potrebbe mettere a disposizione dei partecipanti al sistema la propria infrastruttura tecnologica e le proprie competenze, e costituire un fondo al fine di introdurre sistemi di garanzia all'interno del circuito.

Senza infrastrutture, tra l'altro, la creazione di tale sistema richiederebbe costi elevati, difficili da gestire anche solo su scala regionale. È

quindi necessaria una struttura informatica esistente, infrastrutture tecnologiche in grado di supportare il sistema di scambi in moneta locale e un'elevata professionalità maturata in tale settore. In Italia si potrebbe pensare ad un sistema di banche locali e regionali che potrebbero sicuramente ricoprire questo ruolo, consentendo alla società di riportare l'economia al suo servizio, per un sano e regolare svolgimento della vita economica del sistema.

Considerazioni conclusive

Il presente lavoro, partendo dalla crisi economica e finanziaria che ha preso avvio nel 2007, ha cercato di analizzarne gli antefatti e le conseguenze.

La crisi finanziaria è nata negli Stati Uniti, ma il crac del credito ha avuto un effetto simile a quello di uno tsunami, che ha investito tanti paesi, con reazioni non omogenee. Così, quello che era un problema americano si è trasformato di fatto in una crisi sistemica. Il motivo? La tendenza ormai consolidata della "finanza" di allocare il rischio lontano dalla sua origine.

La «democratizzazione della finanza» aveva lasciato intendere che la globalizzazione finanziaria e il principio della liquidità posto alla sua guida, avrebbero potuto rappresentare un'occasione di «cooperazione».

La relazione fra debitore e creditore è in se stessa cooperativa, pena la sua dissoluzione come relazione. L'innovazione finanziaria degli ultimi decenni, però, proprio perché fondata sul principio della liquidità, ha teso sistematicamente a dissolvere tale rapporto, il rapporto su cui si fonda ogni sistema economico, ogni vera economia di mercato.

Nell'analisi degli eventi che ci hanno condotto alla crisi, definita anche crisi della liquidità, e nei pesanti condizionamenti sull'economia reale che ne sono derivati, amplificati dalle nuove e più stringenti regole di Basilea 3, continuano a mancare meccanismi codificati per gestire la crisi di un paese che partecipa all'euro. Il risultato è un crescente livello di incertezza.

Sembra allora questo il momento opportuno per pensare a un nuovo ruolo della finanza, in modo da poter uscire una volta per tutte dalle alternative unilaterali alle quali si è fatto riferimento finora; la reale posta in gioco non consiste nel decidere se e quanto regolare o deregolare i mercati finanziari ma, più semplicemente, nella determinazione a concepire una finanza realmente e strutturalmente cooperativa, che abbia a che fare con

l'apertura di un rapporto fra debitore e creditore, senza che questi vengano privati della concreta responsabilità in ordine alla chiusura del rapporto.

La riforma del sistema finanziario consiste nel passaggio da una finanza *di mercato* a una finanza *per il mercato.*

Prendendo come punto di riferimento la proposta di Keynes per Bretton Woods, incentrata principalmente sulla diffusione di una moneta diversa da quella capitalistica, si è proposto un nuovo modello di finanza cooperativa; ciò è scaturito anche dall'osservazione degli interessanti progetti portati avanti nella direzione di una finanza diversa, emersi negli ultimi anni in Europa e in Italia.

Il modello delineato nel lavoro di tesi prevede la partecipazione di banche commerciali e si fonda sull'utilizzo della moneta complementare nell'ambito di un circuito chiuso, in cui gli scambi di beni e servizi tra i soggetti partecipanti sono gestiti ricorrendo al meccanismo della compensazione multilaterale.

Accanto al benefico effetto macroeconomico, anche il singolo ne acquisisce vantaggi, derivanti da un aumento del potere d'acquisto e di un netto risparmio dei costi.

La banca, invece, beneficia di un sensibile miglioramento del livello di rischiosità, potendo alimentare, al contempo, le opportunità di crescita dei propri risultati economici attraverso i ricavi da servizi.

La creazione di circuiti di compensazione dei crediti può svolgere un ruolo strategico per quelle banche che negli ultimi anni hanno registrato una dinamica degli impieghi alla clientela residente decisamente più sostenuta rispetto al corrispondente tasso di crescita dei depositi e delle obbligazioni detenute dalle famiglie (cosiddetto *funding gap*). A fine 2012, sulla base dei dati contenuti nella relazione della Banca d'Italia, il *funding gap* delle banche italiane era pari al 13,7%, inferiore di circa quattro punto percentuali rispetto al dicembre 2011. Nel corso del 2013 è proseguita la tendenza al contenimento

della quota di prestiti domestici non finanziata dalla corrispondente raccolta, con il *funding gap* che si è collocato al 10% circa a fine giugno. Per le banche caratterizzate da livelli del *funding gap* tuttora particolarmente elevati, talora di piccole e medie dimensioni e caratterizzate da un forte radicamento territoriale, stante la difficoltà ad espandere la raccolta da clientela residente in misura significativa, il meccanismo della compensazione potrebbe consentire di liberare risorse finanziarie in grado di sostenere l'espansione dell'attività creditizia.

La riduzione del *funding gap* consentirebbe, allo stesso tempo, di migliorare la posizione delle banche in termini di LCR, considerando che la relazione tra le due grandezze (LCR e *funding gap* appunto) è inversa: per avere un *funding gap* nullo (per cui la raccolta diretta è esattamente pari agli impeghi) il LCR deve essere superiore a 1 e ogni miglioramento del primo (con la raccolta diretta che risulta superiore agli impeghi) implica un aumento del secondo.

Nella parte finale del lavoro di tesi, è stata realizzata un'analisi empirica sulla base dei dati forniti da un intermediario di medie dimensioni, al fine di verificare la fattibilità di un circuito di compensazione all'interno della stessa banca; la verifica ha fornito risultati interessanti, lasciando spazio a ulteriori prospettive di analisi.

In primo luogo, l'analisi è stata condotta nell'ambito di un circuito B2B, ma nulla toglie che anche i privati possano farne parte, a partire dagli stessi dipendenti delle imprese, che potrebbero ricevere il pagamento in moneta locale di una parte dei propri salari.

Un ulteriore impulso alla crescita del circuito di compensazione e della velocità di circolazione della moneta locale potrebbe venire anche dalla decisione della pubblica amministrazione di accettare, almeno parzialmente, la moneta locale per il pagamento di servizi pubblici, e in prospettiva, di alcune

imposte locali, e di riemetterla pagando sia i suoi fornitori sia parte degli stipendi dei suoi dipendenti[189].

Inoltre, come abbiamo visto, all'interno di un circuito di compensazione, l'analisi creditizia del cliente rimane di fondamentale importanza. L'affidabilità creditizia di un soggetto viene espressa tramite un valore numerico: il rating.

Oltre alle valutazioni attualmente svolte, in una prospettiva futura è auspicabile che esse integrino:

- Giudizi qualitativi sulla gestione di impresa (struttura della proprietà, governance, struttura organizzativa, tipo di prodotti/mercati/canali, posizione rispetto ai concorrenti etc…);
- Valutazione relativa alla responsabilità sociale dell'azienda;
- Valutazione espressa sia dai fornitori che dai clienti dell'azienda aderente al circuito;
- Informazioni relative all'attività svolta dal Sistema, come il rispetto dei tempi di regolamento stabiliti per le quote eccedenti alla valutazione del proprio rating.

In questo modo si creerebbe un sistema di "rating di circuito", da mettere a disposizione di un qualsiasi soggetto partecipante al sistema. Tali valutazioni sono indispensabili al fine di garantire una maggiore trasparenza circa il profilo qualitativo e di rischiosità relativo al cliente aderente, sia una maggiore partecipazione da parte delle controparti coinvolte. L'informazione addizionale è indispensabile al fine di incentivare sia i soggetti partecipanti al circuito, affinché ottengano un rating sempre più elevato, sia la banca nell'avere una valutazione più completa ed analitica, nonché più sicura.

Infine, si potrebbe pensare alla realizzazione di una piattaforma che potrebbe garantire una compensazione a più livelli, da locale a nazionale, in

[189] In riferimento al rapporto fra imprese e pubblica amministrazione in Italia, l'indebitamento commerciale dello Stato nei confronti delle imprese ha assunto proporzioni allarmanti, con una crescita dell'8% nel 2011 rispetto al 2010.

modo da non vincolare l'operatività delle imprese all'ambito meramente locale. In questo modo, imprese operanti in circuiti locali differenti potrebbero interagire tra di loro, riducendo ulteriormente l'esposizione verso il sistema.

Servirà dunque coniugare il vantaggio competitivo di un modello di banca relazionale con il rinnovamento dei processi, dei prodotti e delle modalità di interazione con la clientela.

La posta in gioco non è solo quella di rispondere alla crisi, ma anche di traghettare l'economia di mercato verso una differente strutturazione del suo rapporto con la finanza, una finanza che possa finalmente porsi al servizio dell'economia.

> *"È forse giunto il momento di essere meno razionalisti e più ragionevoli? Forse si…"*[190]

[190] Amato M., Fantacci L., "Come salvare il mercato..", op. cit., p. 189.

Bibliografia

AMATO M., "*Nuove misure di supporto al capitale circolante. Moneta complementare e Supply chain finance: strumenti ed esperienze innovative a confronto",* Milano 4 dicembre 2012, Auditorium Palazzo Lombardia.

AMATO M., Fantacci L., "*Come salvare il mercato dal capitalismo"*, Ed. Donzelli, 2012.

AMATO M., Fantacci L., "F*ine della finanza"*, Ed. Donzelli, 2009.

AURITI G., "*L'ordinamento internazionale del sistema monetario",* Ed. Solfanelli, 1985.

BANCA D'ITALIA, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 158, aprile 2013.

BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, Aprile 2013.

BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n.2, novembre 2011.

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, Roma, 31 maggio 2013.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION*, "Basel III: A Global Regulatory frameworkfor more resilient banks and banking systems",* dicembre 2010.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *"Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring",* dicembre 2010.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, "*Strengthening the resilience of the banking sector",* Consultative Document, dicembre 2009.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Comunicato stampa*, 6 gennaio 2013.

CAROSIO G.,"*Indagine conoscitiva sulle problematiche relative all'applicazione dell'Accordo di Basilea 2"*, Audizione del Vice Direttore Generale della

Banca d'Italia Giovanni Carosio, Camera dei Deputati, 11 marzo 2010.

COMANA, M., CURCIO D., "*Le banche regionali verso i nuovi standard di Basilea 3: le novità delle proposte di riforma e una valutazione dei possibili impatti"*, in Banche e Banchieri n.1/2011.

EBA, "*New bank Liquidity Rules: Dangers Ahead"*, A Position Paper by EBA's Banking Stakeholder Group, ottobre 2012.

FANTACCI L., *Keynes: Escaping the Liquidity Trap*, ISE Working Paper 2005.

FEOLA R., "*Dinamiche politiche ed istituzionali dell'Unione Europea*", Ed. Pisanti, 2008.

J.M. KEYNES, "*The General Theory of Employment"*, in «The Quartely Journal of Economics, febbraio 1937, in Id., *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Macmillan, London 1971-89, vol. XIV.

J.M. KEYNES, "*The Objective of International Price Stability"*, in "Economic Journal", giugno-settembre 1943, in Id., The Collected Writings, vol. XXV.

KEYNES, *Activities 1940-1944.*

KRUGMAN, P., "*The return of depression economics and crisis of 2008",* Penguin Books, 2008

LIETAER B., HALLSMITH G., "*Guida alle monete comunitarie*". Traduzione ed adattamento in italiano a cura di Socialforge (www.socialforge.net).

MASERA, F., MAZZONI, G., "*Basilea III. Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi",* Ed. FrancoAngeli, 2012.

MIELI S., "*Nuove regole per la finanza dopo la crisi: le sfide per le banche e le autorità di vigilanza"*, Convegno ABI "Basilea 3 2011", Roma, 20 giugno 2011.

MOLINARI M., "*Basilea Zero*", Ed. Il Sole 24 Ore, 2011.

MONTANARO E.*, "Appunti integrativi II 2011 - Basilea III - Note di sintesi".*

MUSSARI G., "*Basilea 3 e l'impatto sui finanziamenti bancari alle imprese italiane"*, Audizione presso la Camera dei Deputati X Commissione, 6 ottobre 2010.

ONADO M., "*I nodi al pettine"*, Ed. Laterza, 2009.

PENZA P., "*Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2"*, in Bancaria n.11/2011.

PERONI G., "*La crisi dell'euro: limiti e rimedi dell'Unione Economica e Monetaria"*, Ed. Giuffrè, 2012.

PICCONE A., *"Verso Basilea III: analisi e linee di intervento"*, Banche e Banchieri, n. 5/2010.

PORTIERI, A, "*La crisi, le banche e i mercati finanziari"*, Università degli Studi di Brescia, Aprile 2010.

PROMETEIA, *"Anteo, newsletter per l'investitore istituzionale"*, n.71, maggio 2013.

RAPPORTO UNIONCAMERE 2013.

RESTI A., *"Liquidità e capitale delle banche: nuove regole, i loro impatti",* in Bancaria, n. 11/2011.

RESTI A., "*Nuove regole su capitale e liquidità: spunti di riflessione e di ricerca*", Convegno ADEIMF, Bologna, 8 marzo 2013.

RESTI A., SIRONI A., "*La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare"*, CAREFIN, Working Paper n. 1/2011.

RESTI A., SIRONI A., "*Rischio e valore nelle banche*", Ed. Egea, 2008.

RUFFOLO G., "*Il capitalismo ha i secoli contati"*, Ed. Einaudi, 2008.

SHILLER R.J. *The Subprime Solution*, Princeton University Press, Princeton-Oxford, 2008.

SIGNORINI F., "*Banche e imprese nella crisi"*, XLIV GIORNATA DEL CREDITO, Intervento di Luigi Federico Signorini, Direttore Centrale per laVigilanza Bancaria e Finanziaria, Banca d'Italia, Roma, 3 ottobre 2012.

SIRONI A., *"Chi ha paura di Basilea 3?"*, Editoriale 2010.

TARANTOLA A., "*Scenari della regolamentazione e dei controlli: costi e opportunità per l'industria bancaria e finanziaria",* Associazione per lo sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Anna Maria Tarantola, Perugia, 19 marzo 2011.

TUTINO F., BIRINDELLI G., FERRETTI P., (a cura di), "*Basilea 3. Gli impatti sulle banche",* Ed. Egea, 2011.

VACIAGO G., BIANCONI M., DE FELICE G. "*Il Funding delle banche italiane: problemi e prospettive"*, Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su: "Scenari per l'industria bancaria e finanziaria: minacce e opportunità", Perugia, 18 marzo 2011.

Sitografia:

www.arcipelagoscec.org

www.bancaditalia.it

www.bis.org

www.cdt.ch

www.complementarycurrency.org

www.economy2050.it

www.ilsole24ore.com

www.monetacomplementare.org

www.sardex.net

www.unionesarda.it.

www.wikipedia.it

www.wir.ch