

Antonio Foglia

CRISI DEI MERCATI FINANZIARI O DELLE BANCHE E DEI REGOLATORI?

- Moral Hazards
- Criticità dei mercati non regolamentati
- Leva finanziaria esagerata
- Modelli esplosivi di gestione del rischio

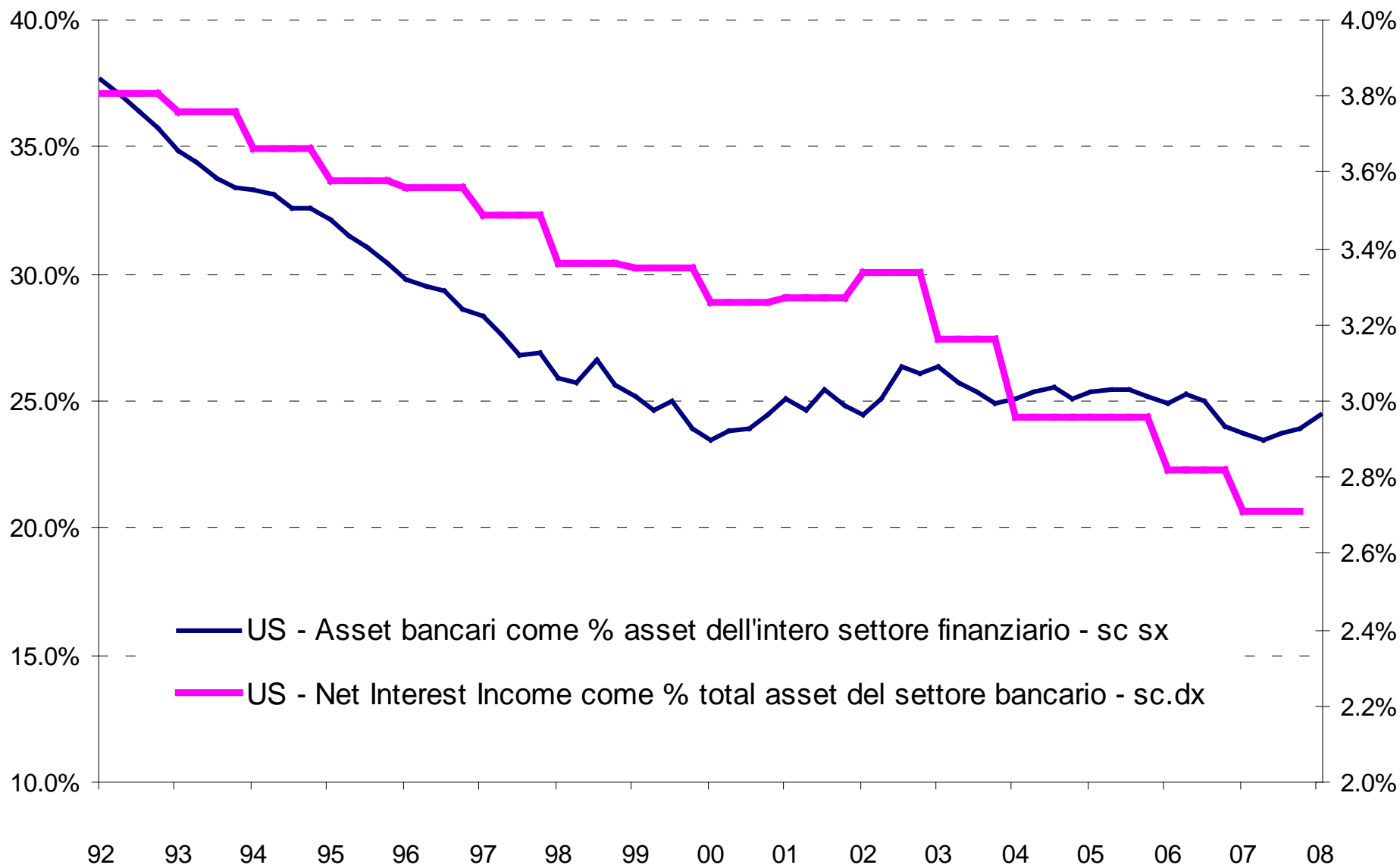
PREMESSE

- La crisi è soprattutto delle banche, soggetti pesantemente regolamentati e vigilati, delle Government Sponsored Agencies semipubbliche americane e delle Rating Agencies, denaturate dalla normativa.
- Gli operatori finanziari più liberi – gli hedge funds – sembrano, finora, resistere molto meglio.
- I mercati regolamentati hanno retto molto meglio dei mercati non regolamentati creati dalle banche che dominano il sistema finanziario.
- Bravi i pompieri! Ma erano anche responsabili del piano regolatore, delle norme antincendio e della vigilanza preventiva...

REPETITA JUVANT?

- I principali problemi emersi ora erano già ben visibili nella crisi bancaria catalizzata dall'hedge fund LTCM nel '98. Ma non sono stati riconosciuti e risolti dalle autorità. Le biografie di Rubin e Greenspan.
- L'evoluzione del sistema finanziario: banche obsolescenti e mercati in espansione.
- Vigilanza e protezione ancora focalizzate sugli intermediari, piuttosto che sulla funzionalità dei mercati.
- Moral hazards, criticità dei mercati non regolamentati, leva eccessiva, inaffidabilità dei modelli di gestione e controllo del rischio erano i problemi già ampiamente evidenti nel '98.

DISINTERMEDIAZIONE DEL SETTORE BANCARIO



Source: Federal Reserve Banks – Flow of Funds & Federal Deposits Insurance Corporation (elaborazioni BdC)

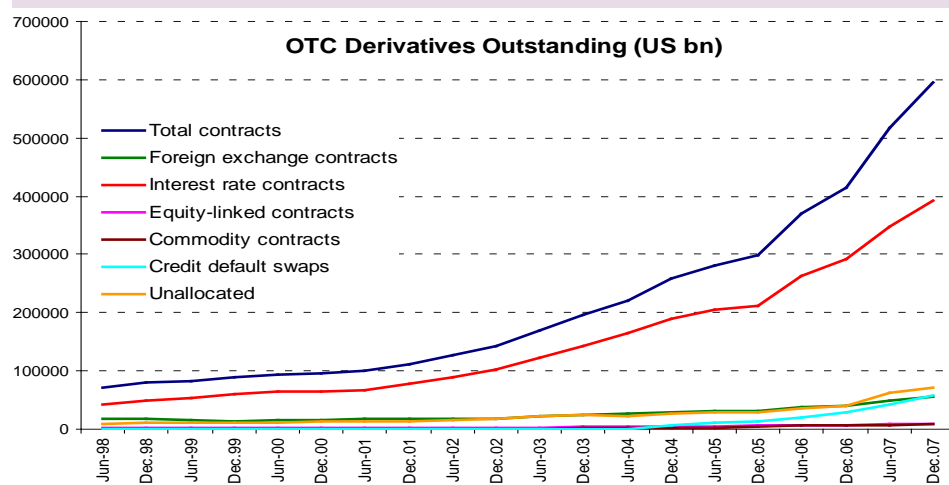
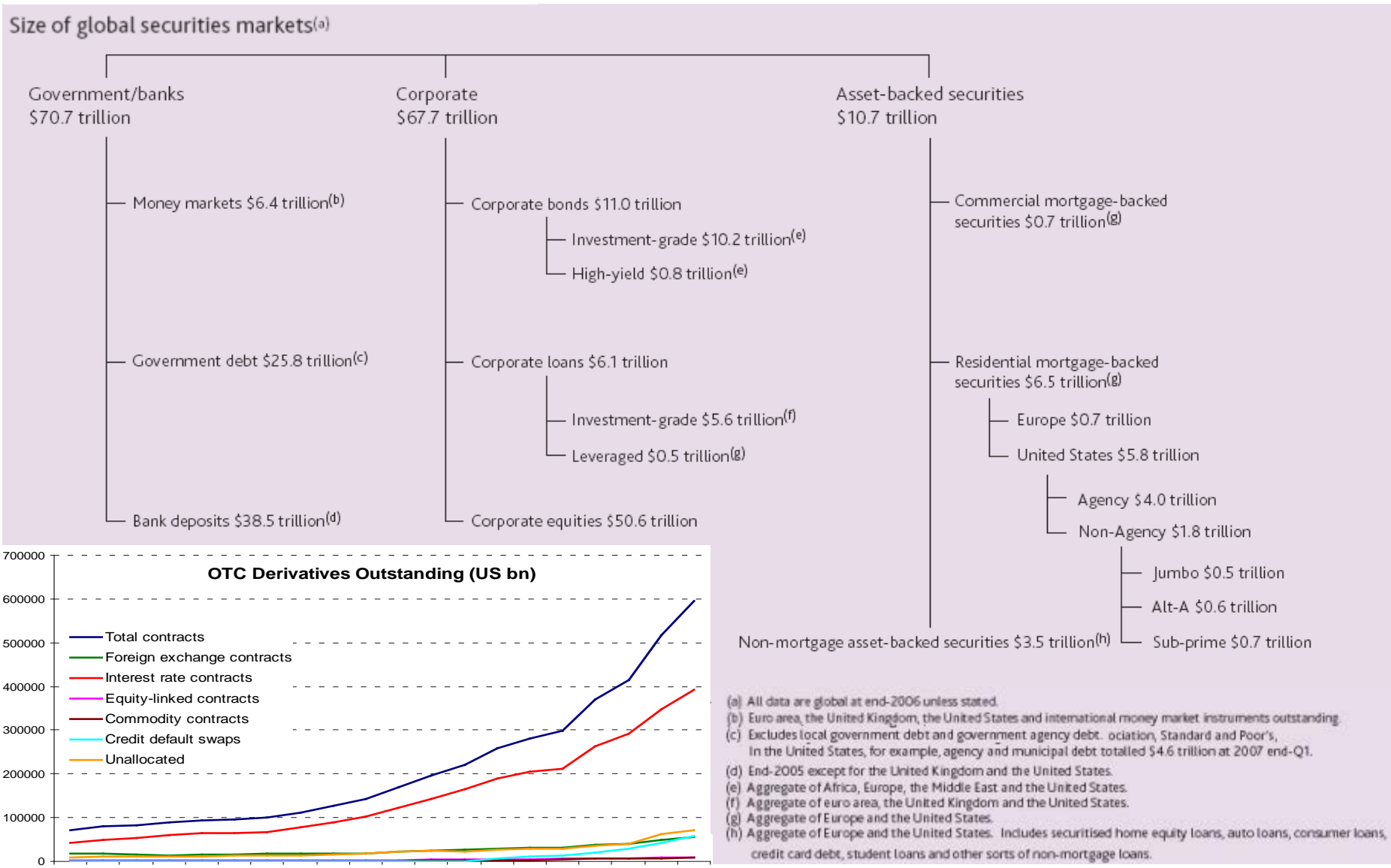
MORAL HAZARDS

- La criticità percepita del ruolo di autorità e banche ha indotto diversi conflitti di interesse ed incentivi distorsivi. Persa la disciplina indotta dal rischio di fallimento.
- Troppe responsabilità per le stesse autorità: fanno le regole, vigilano sulla loro applicazione, intervengono nelle crisi, ne analizzano le cause...
- Gli interventi preventivi delle autorità forse volti anche a coprire le proprie mancanze? Lo spauracchio della crisi sistemica e l'attivismo del 9 agosto 2007.
- La garanzia "too big to fail" e le distorsioni che induce nel costo del credito e nella struttura dei mercati.

COSTO DEL CREDITO E STRUTTURA DEI MERCATI

- La stragrande maggioranza dell'intermediazione finanziaria avviene su mercati non regolamentati in cui poche grandi banche fungono da market-makers. Nei derivati, ad esempio, i mercati regolamentati pesano solo per il 12%.
- Il rischio di credito nei mercati a termine regolamentati dei futures e nei mercati OTC non regolamentati.
- L'intermediazione OTC è concentrata su una dozzina di grandi banche, una delle quali è controparte dell'80% circa delle transazioni. La vicenda di Euronext e dei CDS.
- Opacità di prezzi, volumi e volatilità nei mercati non regolamentati OTC.

DIMENSIONI DEI MERCATI FINANZIARI E DEI DERIVATI



(a) All data are global at end-2006 unless stated.
 (b) Euro area, the United Kingdom, the United States and international money market instruments outstanding.
 (c) Excludes local government debt and government agency debt. In the United States, for example, agency and municipal debt totalled \$4.6 trillion at 2007 end-Q1.
 (d) End-2005 except for the United Kingdom and the United States.
 (e) Aggregate of Africa, Europe, the Middle East and the United States.
 (f) Aggregate of euro area, the United Kingdom and the United States.
 (g) Aggregate of Europe and the United States.
 (h) Aggregate of Europe and the United States. Includes securitised home equity loans, auto loans, consumer loans, credit card debt, student loans and other sorts of non-mortgage loans.

Source: Bank of England, Financial Stability Report – October 2007 & Bank for International Settlement

QUALI MERCATI VOGLIAMO?

- Architettura gerarchica Hub and Spoke della rete di relazioni nei mercati non regolamentati OTC dei derivati: criticità degli Hubs, perdita catastrofica della funzionalità.
- Architettura tendente all'egualitaria (rete da pesca) dei mercati regolamentati dei Futures: indipendenza dei nodi, perdita graduale della funzionalità.
- La mancata attenzione alla complessa dinamica dei mercati ha portato ad un controproducente circolo vizioso di crescita tra l'apparato normativo, le autorità di vigilanza, i maggiori intermediari ed i mercati non regolamentati.
- Una modesta proposta: a parità di prodotti, quelli trattati OTC dovrebbero assorbire più capitale bancario di quelli trattati sui mercati regolamentati: trasparenza di prezzi, volumi e volatilità; sgonfiamento dei bilanci bancari.

LEVA FINANZIARIA ESPLOSIVA

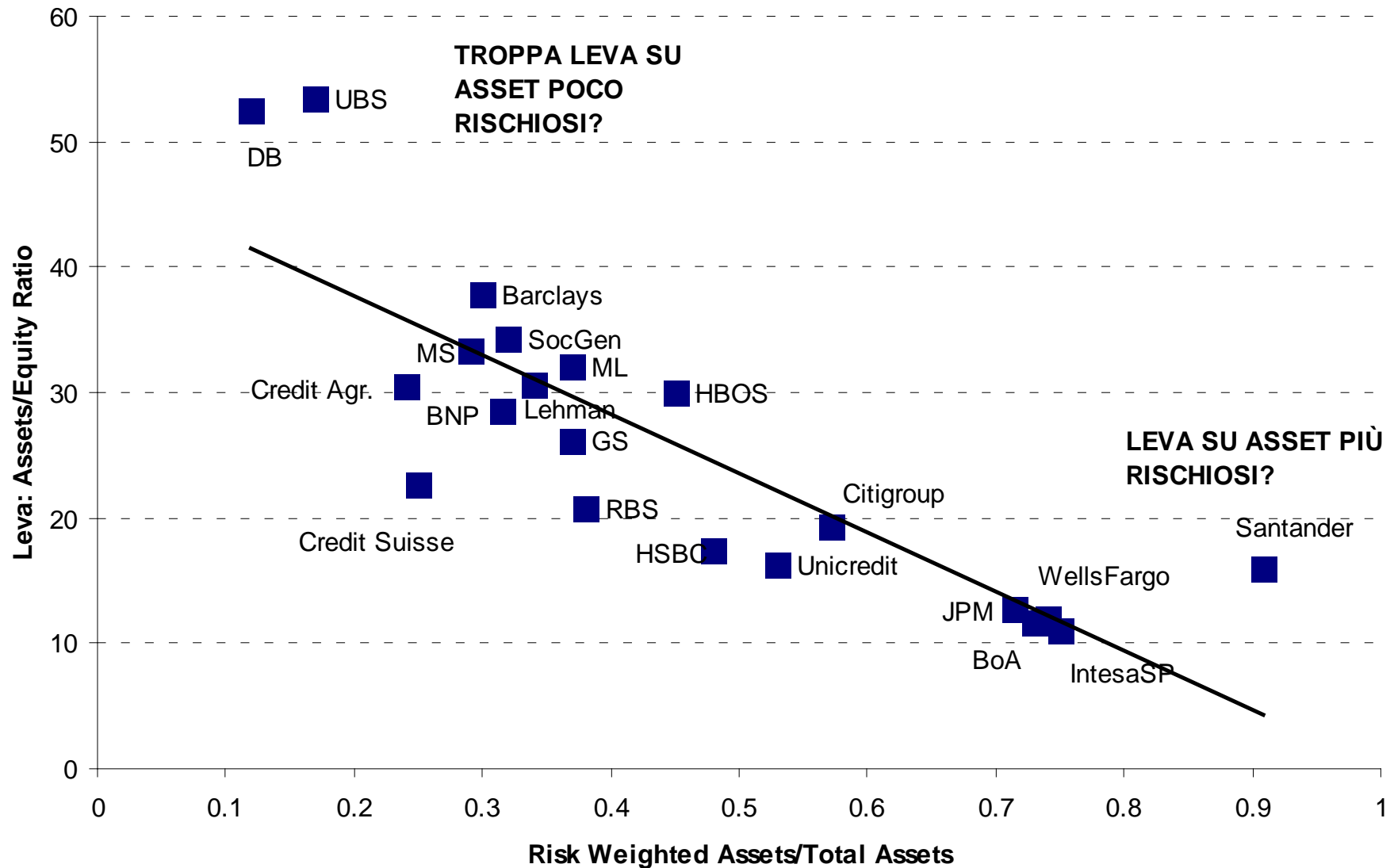
- La normativa di Basilea impone alle banche livelli minimi di capitale a sostegno delle posizioni a seconda del loro grado di rischio. Delimita così il grado di leva finanziaria ed i modelli di valutazione del rischio adottati dalle banche.
- **Accordi di Basilea 1 (1988):**
 - USA: mantenuta per le banche anche la vigilanza sulla leva nominale, mancata reazione alla crescita ad oltre 30 della leva nominale delle investment banks.
 - EU: Abbandonato il limite alla leva nominale e mancata reazione alla crescita del rapporto tra total assets e risk weighted assets di alcune banche.
 - Entrambi: mancata reazione agli arbitraggi normativi e agli abusi come Conduit e SIV.

Conseguenze: leva elevata, ROE da hedge funds (che fanno meno leva ma su portafogli più rischiosi), remunerazioni esagerate, crisi bancaria del 1998 catalizzata da LTCM.

- **Accordi Basilea 2 (2004):**
 - Aumentata ulteriormente la leva finanziaria possibile per le grandi banche malgrado la prociclicità evidente.
 - Assegnato un ruolo cruciale alle già screditate Rating Agencies.
 - Estesa a tutte le banche l'inefficiente sovrastruttura di normativa e vigilanza con onerose conseguenze sulle banche medie e piccole.

Conseguenze: ulteriore concentrazione del sistema bancario, ulteriore aumento di leva, ROE e remunerazioni, crisi bancaria del 2007 catalizzata dai mutui subprime.

LEVA E RISCHIO NEL SETTORE BANCARIO



Source: IMF Global Financial Stability Report Apr08 – Bloomberg, (elaborazioni BdC)

MODELLI DI GESTIONE DEL RISCHIO

- Modelli di derivazione accademica, più che operativa. L'ipotesi di indipendenza tra gli operatori e tra i mercati si era già rivelata insostenibile nel crash dell'87. L'inattendibilità dei migliori modelli si è palesata nella crisi di LTCM nel '98. Ma l'affidamento della normativa sugli stessi modelli è aumentata.
- I modelli di gestione del rischio sono basati sui prezzi e sulla loro volatilità e correlazione.
- I modelli sono prociclici, eufemismo per dire che scatenano una esplosiva reazione a catena.
- Non c'è stata esplosione perchè l'onda d'urto si è arenata nella melma dei mercati non regolamentati OTC che hanno perso funzionalità.
- La difficoltà di misurare un problema o la lentezza nell'affrontarlo non ne facilitano normalmente la soluzione. Nell'incertezza circa la situazione reale manca la fiducia necessaria a far circolare il credito.

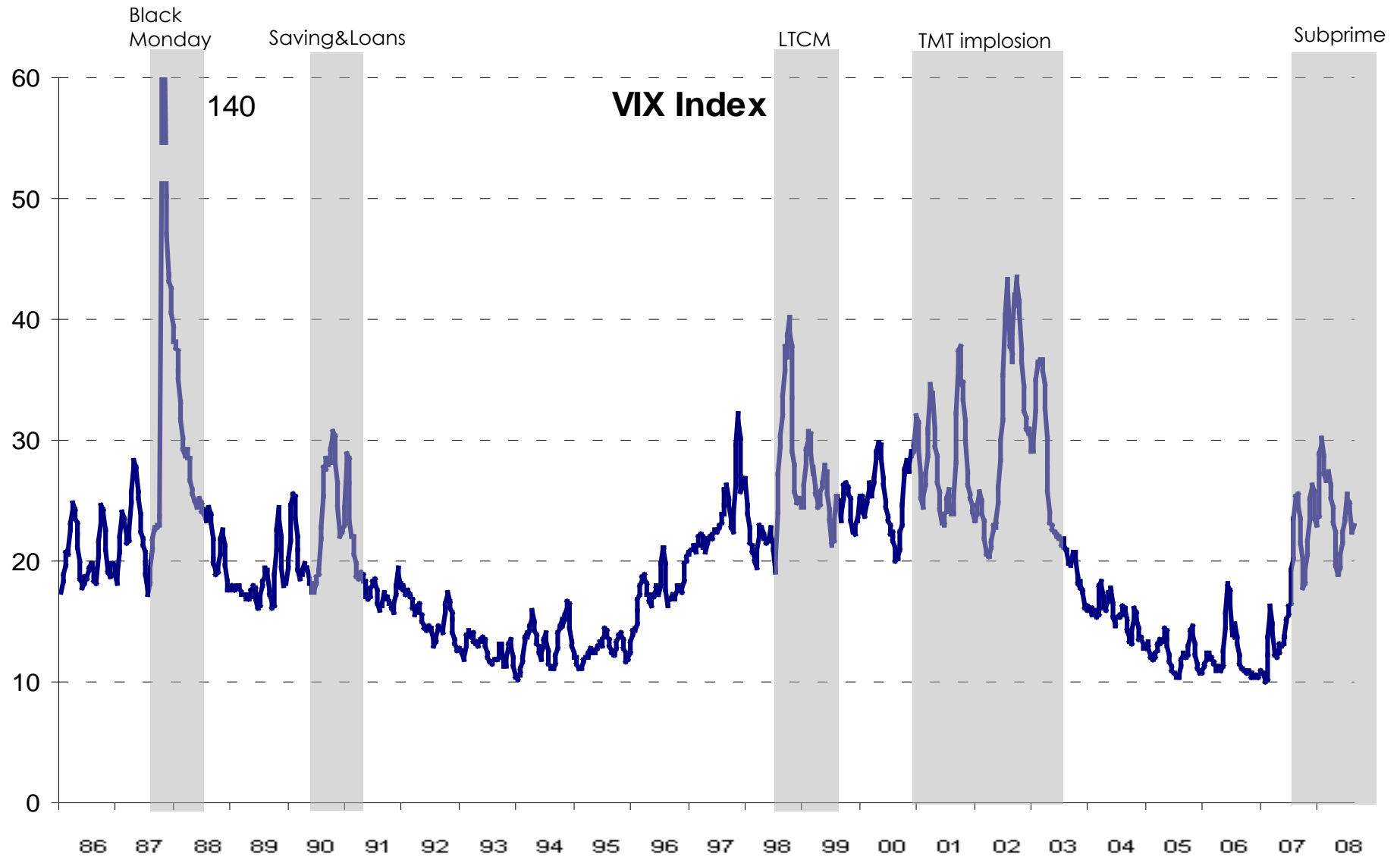
VALUE AT RISK

- La base dei modelli è il concetto di Value at Risk, definito come la perdita massima che, con una certa probabilità non sarà superata durante un determinato intervallo temporale. Non dice niente circa l'entità della perdita possibile e dipende dalle ipotesi sulle distribuzioni e sulle correlazioni dei rendimenti, dall'intervallo temporale e dall'intervallo di confidenza.
- Ad esempio, una VAR di €100m a 10 giorni al 99% (i parametri di Basilea 2) indica meno dell'1% di probabilità di avere perdite cumulate superiori a €100m in un periodo qualsiasi di 10 giorni. E implica la certezza al 99% che, sull'arco di 4 anni, vi sarà un periodo di 10 giorni in cui le perdite supereranno €100m di un ammontare non quantificabile.
- Trattandosi di analisi statistiche, la cui robustezza dipende dalla quantità di dati analizzati, le autorità hanno imposto modelli ad altra frequenza che sacrificano il buon senso ad una velleitaria precisione statistica (dato che vi sono più dati giornalieri che annuali per effettuare queste analisi). Forse più interessante stimare meno precisamente le perdite quasi certe di un trimestre ogni 25 anni che possono risultare fatali...

LA REAZIONE A CATENA DEL VAR

- La volatilità dei prezzi diminuisce nei rialzi ed aumenta nei ribassi. Chi usa il VAR (e la leva) aumenta le posizioni quando la volatilità è bassa e quindi i prezzi alti e viceversa con un comportamento prociclico.
- Quando la volatilità di una posizione aumenta a seguito di una violenta caduta del suo prezzo, chi usa il VAR deve ridurre il rischio riducendo quella e/o altre posizioni assicurando quindi il contagio.
- Queste vendite su altre posizioni ne fanno scendere il prezzo ed aumentare la volatilità. Aumentano quindi anche le correlazioni forzando chi usa il VAR a ridurre ulteriormente il rischio.
- Lo “stress testing” delle posizioni, analizzandone il comportamento durante le crisi precedenti nelle quali il VAR non era così diffuso e le autorità sono intervenute efficacemente, non migliora l’attendibilità dei modelli.
- Attraverso il VAR, l’impatto di una diminuzione della volatilità sulla propensione degli operatori bancari a speculare è oggi superiore a quello di una diminuzione del costo del denaro.
- La politica monetaria delle autorità, che punta alla riduzione della volatilità (dei prezzi, del ciclo economico, etc.), è in conflitto coi modelli di rischio che le stesse autorità impongono agli operatori. Meno volatilità induce automaticamente oggi le banche ad aumentare le posizioni di rischio delle banche.

VOLATILITÀ DEI MERCATI NEI RIBASSI



Source: Datastream, elaborazioni Bdc Research

CONCLUSIONI

- È necessario cambiare paradigmi e passare dall'enfasi sulla stabilità degli intermediari all'esame di mercati finanziari diversi ma integrati di cui va assicurata la funzionalità.
- La regolamentazione dei mercati deve tenere in considerazione quanto insegna l'analisi di fenomeni dinamici complessi per capire se, e come, aiutare la "mano invisibile".
- Le principali variabili che interagiscono sembrano essere:
 - I gradi di libertà, di responsabilità e di biodiversità degli agenti
 - La natura dei rendimenti marginali che emerge dalla loro interazione nel quadro normativo
 - L'architettura della rete di connessione tra gli agenti
- Le caratteristiche emergenti di efficienza e dinamicità (volatilità, Creative Destruction) possono comportare difficili compromessi: l'efficienza a lungo termine può necessitare di una volatilità nel medio periodo incompatibile col desiderio di politici, autorità e banchieri di vedere rinnovato il loro mandato alla sua scadenza naturale...
- Per cominciare:
 - Riportare tutta l'operatività possibile sui più solidi e trasparenti mercati regolamentati
 - Reintrodurre la disciplina di un concreto rischio di fallimento
 - Smantellare la normativa prociclica su leva e gestione dei rischi
 - Accettare, forse, una più sana volatilità



Antonio Foglia è direttore della Banca del Ceresio, istituto luganese con presenze anche a Londra e Milano. Si occupa prevalentemente di gestione patrimoniale e partecipa alla gestione di alcuni importanti fondi di fondi hedge.

Le opinioni espresse sono personali dell'autore che ringrazia la Dott. Chiara Casale per il lavoro di ricerca e documentazione sulle tesi esposte.

antonio.foglia@ceresiobank.com