

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Febbraio 2011

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

1

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXVII (NUOVA SERIE)

GENNAIO-FEBBRAIO 2011 N. 1

SOMMARIO

- G. DI GIORGIO La nuova vigilanza finanziaria europea: limiti e opportunità » 3

Saggi

- A. SURA Gli effetti della crisi e l'evoluzione della normativa contabile nel contesto europeo: un primo bilancio » 7

Contributi

- P. F. ASSO Guido Carli economista internazionale, 1945-1960 » 31

Rubriche

- L'economia della crisi trent'anni dopo (*G.N. De Vito*) » 65

- Il microcredito e la crisi finanziaria internazionale (*G. Scotto di Carlo*) » 73

- Bankpedia: Nuove voci pubblicate:
ARBITRO BANCARIO FINANZIARIO - ABF
(*B. Giannini*); MIFID (*M.G. Cerini*); » 81

Recensioni

- Secondo rapporto UCID 2010 - 2011, *La coscienza imprenditoriale nella costruzione del bene comune*, (*A. Pasetto*); *AA. VV., Fondazioni e Governance delle banche*, 2010. » 91

Presidente del Comitato Scientifico: Giorgio Di Giorgio

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di redazione: Eloisa Campioni - Mario Cataldo - Domenico Curcio - Vincenzo Formisano - Pina Murè - Giovanni Scanagatta - Giovanpietro Scotto di Carlo - Franco Varetto

Direzione e redazione: Largo Luigi Antonelli, 27 - 00145 Roma - Tel. 06 59637615 - Fax 06 5415732
e.mail: redazione@rivistabancaria.it

Amministrazione: Editrice Minerva Bancaria S.r.l. - Amministratore unico: Roberto Ara - Via Silvio Pellico, 12 - 20121 Milano - tel. 02/8052146 - fax 02/867391

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 50% - Roma

ISSN: 1594-7556

Econ.Lit

L'ECONOMIA DELLA CRISI TRENT'ANNI DOPO

GIOVANNI NICOLA DE VITO*

L'economia della crisi trent'anni dopo parte da una riflessione sull'attuale crisi sistemica, desunta dalla lettura del saggio di Lucio Villari "L'economia della crisi, Einaudi, 1980" (...) La storia del capitalismo contemporaneo è fatta anche di enigmi. Uno di questi è annidato nelle crisi economiche che, negli ultimi 100 anni, hanno più volte e violentemente colpito gli apparati produttivi del capitalismo, mettendone anche in dubbio i "valori" e la legittimità storica e sociale. Ebbene, a un attento esame storico queste crisi appaiono più come dei "laboratori" per il capitalismo, cioè dei luoghi dove il capitalismo si depura delle sue scorie, si rinnova e si trasforma, che non delle vicende distruttive. Alla fine, il dramma delle crisi economiche si trasferisce "all'esterno" del capitalismo, si ribalta sulle strutture sociali e istituzionali, creando uno stato di disequilibrio permanente. La crisi economica diviene allora l'economia della crisi, un fattore di produttività economica da una parte e di improduttività sociale – scarsa qualità della vita, disorganizzazione amministrativa, violenza – dall'altra.

Origine della crisi finanziaria

L'economia mondiale attraversa, da almeno quattro anni, una delle più profonde crisi, a partire dalla seconda guerra mondiale, mai sperimentate, sia per dimensione geografica, sia per durata temporale. All'inizio sono stati i mutui *subprime*, che negli Stati Uniti hanno acceso la miccia che ha fatto poi esplodere l'attuale crisi sistemica globale, da qui il detto del ventunesimo secolo "quando gli Stati Uniti starnutiscono il mondo intero si prende il raffreddore".

I mutui *subprime* sono prestiti ad alto rischio, concessi a soggetti che non dispongono di adeguate garanzie. In altre parole, sono mutui erogati senza preoccuparsi troppo se chi li contrae sia poi in grado di onorare il debito, ossia di rimborsare le rate fino alla scadenza.

Nel periodo compreso fra il 2000 e il 2006, il prezzo delle case americane è lievitato di circa il 100%, a causa della forte domanda di acquisto di abitazioni. In quegli anni la popolazione americana, per poter acquistare la propria casa, ha richiesto alle banche una cifra spavento-

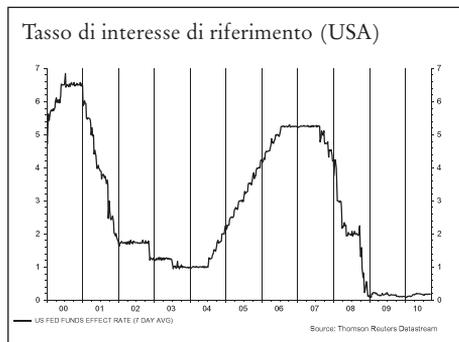
sa di liquidità che, secondo le stime dei principali operatori di settore, ha raggiunto circa 10 mila miliardi di dollari. L'eccesso di domanda ha fatto lievitare a dismisura il prezzo delle abitazioni, determinando la cosiddetta implosione della **bolla speculativa immobiliare**.

Le banche, d'altro canto, ritenevano che il valore stesso delle abitazioni avrebbe costituito una garanzia sufficiente sui crediti erogati. Tale convinzione ha innescato un circolo vizioso: chi non aveva soldi e garanzie per comprare casa chiedeva un mutuo *subprime*. La pressione dal lato della domanda di abitazioni faceva aumentare il loro prezzo che, conseguentemente, aumentava il valore delle garanzie rilasciate alle banche. Le banche americane – soprattutto locali – continuavano a concedere i prestiti avendo come unica garanzia il valore dell'immobile.

Già a partire dal 2006, con l'accelerazione dei tassi di interesse, molte famiglie americane non erano più in grado di sostenere tali oneri. Nel frattempo, molte banche avevano iniziato a **cartolarizzare** i mutui *subprime*, ossia a trasformare tali mutui immobiliari in titoli

* Professore incaricato per l'insegnamento di Economia Politica Presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Roma TRE

negoziabili venduti *cross border* sui principali mercati finanziari internazionali. Nel periodo 2004-2006 la *Federal Reserve* degli Stati Uniti ha alzato i tassi di riferimento dall'1% al 5,25%, con aumento di 4,25 punti percentuali.



Contestualmente, dalla fine del 2006 si osservava una significativa discesa dei prezzi degli immobili, stimata intorno al 30% in due anni, tendenza mai sperimentata negli Stati Uniti negli ultimi cinquanta anni. Si verificava, in altri termini, l'esplosione della bolla speculativa. Molti investitori, presi dal panico, hanno cominciato a vendere le case facendo abbassare ulteriormente il prezzo delle abitazioni; ma quello che ha fatto fallire diverse banche americane è la circostanza che ha visto molti proprietari con mutuo *subprime* smettere di pagare le rate (con un tasso di insolvenza sui mutui *subprime* erogati nel 2005 di circa il 40%) pre-

ferendo lasciare le proprie case il cui valore era oramai dimezzato alle banche. In questo modo le banche si sono trovate proprietarie di case di poco valore senza la restituzione dei soldi concessi.

Dopo che il mercato globale ha visto la scomparsa di Lehman Brothers, una delle principali banche mondiali messa in amministrazione controllata prima del fallimento avvenuto nel mese di settembre 2008, è scoppiato il panico nelle Borse mobiliari.

Il processo di cartolarizzazione dei mutui aveva fatto uscire i titoli collegati ai *subprime*, al di fuori degli Stati Uniti. Collocati presso le principali banche mondiali tali titoli hanno determinato un effetto domino di tipo moltiplicativo, causando la cosiddetta crisi sistemica a livello mondo: ad esempio, se la Banca A ha comprato **pro-solvendo** dalla Banca B crediti cartolarizzati su un debito di D - ad esempio prenditori di mutui *subprime* - e ha venduto parte di questi crediti alla Banca C, l'eventuale fallimento di D può provocare il fallimento sia della Banca A che della Banca B che devono onorare, a loro volta, gli impegni assunti rispettivamente nei confronti delle Banche C e A.

Il meccanismo di propagazione della crisi ha causato, un effetto domino devastante su tutti i mercati mondiali, uno "tsunami finanziario" che ha coinvolto direttamente e indirettamente banche, **broker**, **hedge funds**, **monoline insurers** e i singoli risparmiatori che avevano acquistato prodotti finanziari che contenevano in parte quote di mutui *subprime* cartolarizzati.

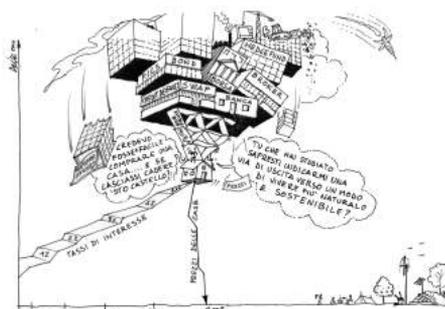
rilevabili dai successivi compratori del credito. A loro volta le banche che hanno rilevato i mutui *subprime* per trasformarli in titoli si sono curate soltanto della valutazione data ai titoli dalle **agenzie di rating**, valutazione che non è dipesa propriamente dalla qualità dei mutuatari.

Di per sé lo strumento della cartolarizzazione è efficiente in quanto permette ai prestatori di mutui – in genere banche commerciali – di ottenere liquidità immediata, riducendo i propri asset ivi e dunque creando spazio per nuovi attivi. D'altra parte per il sottoscrittore le cartolarizzazioni rappresentano un valido strumento di investimento con rischio bilanciato, posto che un processo di cartolarizzazione comporta la creazione di un paniere diversificato di titoli in funzione del rapporto rischio/rendimento. Nel caso dei mutui *subprime*, si è assistito alla trasformazione delle attività creditizie, tipiche delle banche commerciali, in commodities, da parte delle banche di investimento. La parte "azionaria" dei titoli cartolarizzati, quindi quella a più alto rischio, fu allocata dalle stesse banche di investimento, basamente specializzate in attività di brokering, presso selezionati investitori istituzionali - fondi pensione e società di assicurazione - attratti dai maggiori rendimenti. L'alta concentrazione nei portafogli di taluni investitori istituzionali di titoli azionari derivanti dalle cartolarizzazioni dei mutui *subprime*, rilevatesi poi tossici, ha messo verosimilmente in moto il menzionato effetto domino moltiplicativo sottostante la crisi sistemica, a partire dal fallimento di Lehman Brothers.

A rivelarsi letale secondo Stiglitz è stato proprio questo coinvolgimento di diversi

soggetti nel processo di trasformazione dei mutui ipotecari in titoli: come nel Medioevo, gli alchimisti cercavano di trasformare metalli vili in oro così l'alchimia moderna ha cercato di trasformare rischiosi mutui subprime in prodotti talmente sicuri da potere essere acquistati dai fondi pensione, il tutto con la benedizione delle agenzie di rating¹.

Tra le concause della crisi sistemica mondiale viene richiamata anche l'innovazione finanziaria. L'economista indiano Jagdish Bhagwati in relazione alla crisi ha parafasato l'assioma della "creazione distruttiva" nell'innovazione finanziaria verso "distruzione creativa" nell'innovazione non finanziaria. Il processo che ha portato le banche a coprire il rischio di credito mediante la trasformazione dei crediti in titoli, risultati poi tossici, è legato proprio ad un eccesso di innovazione finanziaria.



Con i mutui *subprime* si era creato un castello di carte rovesciato, il cui vertice era rappresentato dai mutui stessi, mentre i diversi piani del castello configuravano stadi successivi di innovazione finanziaria ottenuti dall'effetto moltiplicativo generato fittiziamente dal vertice del castello. In questo processo - sostiene Bhagwati - non era stato considerato lo *tsunami* scatenato dall'esplosione della

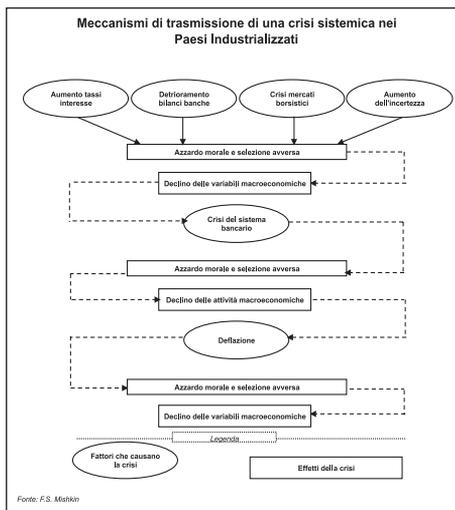
¹ J. E. Stiglitz "Bancarotta, l'economia globale in caduta libera", Einaudi, 2010

bolla immobiliare dei mutui *subprime*. La consolidata esposizione massiccia degli emittenti di titoli legati ai *subprime* effettuata senza predisporre riserve adeguate per proteggersi da uno tsunami simile ha reso inevitabile il crollo del castello di carte, determinando il collasso del settore finanziario. Diverso è il caso dell'innovazione non finanziaria, come ad esempio l'invenzione del Personal Computer, che spesso comporta, ciò che Schumpeter definiva "distruzione creativa": Olivetti e IBM, che producevano macchine per scrivere oramai obsolete, se non avessero trasformato, attraverso l'innovazione tecnologica, il proprio business sarebbero scomparse².

I meccanismi di propagazione della crisi

Con riferimento alle riforme del sistema monetario internazionale, l'economista e banchiere F.S. Mishkin³ nel 1997 aveva individuato alcuni indicatori di crisi desunti, in linea generale, da due macro-modelli: uno valido per i Paesi industrializzati e l'altro per i Paesi emergenti. I fattori che causano l'instabilità finanziaria, che possono portare fino alla crisi di un sistema a livello globale, sono gli stessi per i due tipi di mercato: 1) aumento dei tassi di interesse; 2) deterioramento dei bilanci delle banche; 3) crisi del mercato borsistico; 4) aumento dell'incertezza.

Fase prima. Secondo il modello di Mishkin, il peggioramento dei quattro indica-



tori sopra menzionati può mettere in moto un meccanismo di propagazione dell'instabilità finanziaria, valido per entrambi i mercati (industrializzati ed emergenti), provocando fenomeni di "azzardo morale", ossia fenomeni in cui si favorisce l'assunzione di alto rischio nella convinzione che le conseguenze di una decisione sbagliata non ricadono completamente su chi l'ha presa ma su una più vasta platea collettiva e di "selezione avversa" – ossia subire in maniera generalizzata gli effetti distorsivi creati dall'intervento pubblico tramite misure agevolative tese ad attenuare, per alcuni soggetti/Paesi, gli impatti creati dalla instabilità finanziaria.

Fase seconda. I mercati registrano un declino delle attività economiche che, a loro volta generano, la crisi del sistema bancario. Da qui si osservano di nuovo e amplificati i fenomeni di azzardo morale e selezione avversa nel settore bancario, innestati ad esempio da crisi di liquidità,

² J. Bhagwathi, "Il Capitalismo è vivo e lotta insieme a noi" Il Riformista, 24/09/2009

³ F.S: Mishkin, "The causes and propagation of financial instability: lesson for policymakers" Maintaining Financial Stability in a Global Economy Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 28-30 agosto 1997

sfiducia o fenomeni di "credit crunch", che accentuano gli aspetti macroeconomici della crisi. Si chiude quindi il circuito che descrive una tipica crisi finanziaria.

Fase terza. Con riferimento ai soli Paesi industrializzati la crisi finanziaria potrebbe ulteriormente alimentarsi a causa di inattese spinte deflazionistiche. Per i Paesi emergenti i mercati evidenziano, a seguito del deterioramento di un dei quattro fattori individuati da Mishkin, una crisi valutaria legata ai deflussi di capitale dal paese che accresce i problemi di azzardo morale e selezione avversa, creando le condizioni di insolvenza del sistema bancario e quindi dell'economia reale.

Il modello degli indicatori di crisi rappresenta, dunque, un'eccellente base metodologica per lo studio delle cause e della propagazione dell'instabilità finanziaria, non soltanto da un punto di vista teorico, ma anche e soprattutto empirico. Ricordiamo, a questo proposito, che la crisi attuale è stata determinata principalmente da un incremento dei tassi di interesse e conseguenti fenomeni di azzardo morale e selezione avversa che hanno generato inefficienze, rappresentate, nel caso dei mutui *subprime*, da una inadeguata selezione del credito e dall'incertezza generata dalla bassa trasparenza dei titoli cartolarizzati.

Anche con riferimento agli interventi pubblici nell'economia è riscontrabile la validità del modello di Mishkin. Ad esempio, il rifiuto da parte di alcuni Paesi della Comunità europea ad accettare la proposta del Governo olandese di costituire un fondo comune di emergenza crisi sul modello statunitense ha messo in luce un fenomeno di azzardo morale; mentre i contenuti della delibera del consiglio Europeo del 7 ottobre 2008,

che di fatto ha derubricato il divieto di erogare sussidi alle banche per motivi legati alla crisi sistemica, ha generato un fenomeno di selezione avversa.

Tornando alla crisi attuale, l'intervento concordato – a partire dalla metà del 2008 -, della Banca Centrale Europea, della Federal Reserve degli Stati Uniti e delle altre principali Banche Centrali dei Paesi industrializzati, che hanno attuato un taglio significativo dei tassi di interesse di riferimento, è volto a fornire liquidità al sistema per cercare, attraverso politiche monetarie espansive, di attenuare gli impatti negativi evidenziati nella seconda e nella terza fase del modello, ossia l'insorgere di inattese spinte deflazionistiche dovute alla caduta dei consumi e degli investimenti privati.

Il resto della storia lo conosciamo: il sistema economico mondiale sta vivendo un periodo di incertezza assoluta dove l'interventismo pubblico, sia attraverso politiche fiscali che monetarie, sembra essere l'unica medicina in grado di alleviare i dolori della crisi e dove la mano invisibile del liberismo economico – si richiama ad esempio la semi nazionalizzazione delle banche inglesi e americane – è stata messa a dura prova dalla forza dirompente dello *tsunami* finanziario.

Gli effetti macroeconomici della crisi

Uno dei principali effetti della crisi sistemica è stato rendere insostenibile il debito pubblico di alcuni Paesi. L'ondata di vendite di titoli pubblici, imputabile in parte al fallimento di alcune banche e alla crisi di liquidità, ha determinato il panico tra gli investitori. L'Islanda, Paese fuori dall'Unione Europea, è stato il

primo Stato Sovrano a subire gli effetti devastanti della crisi globale.

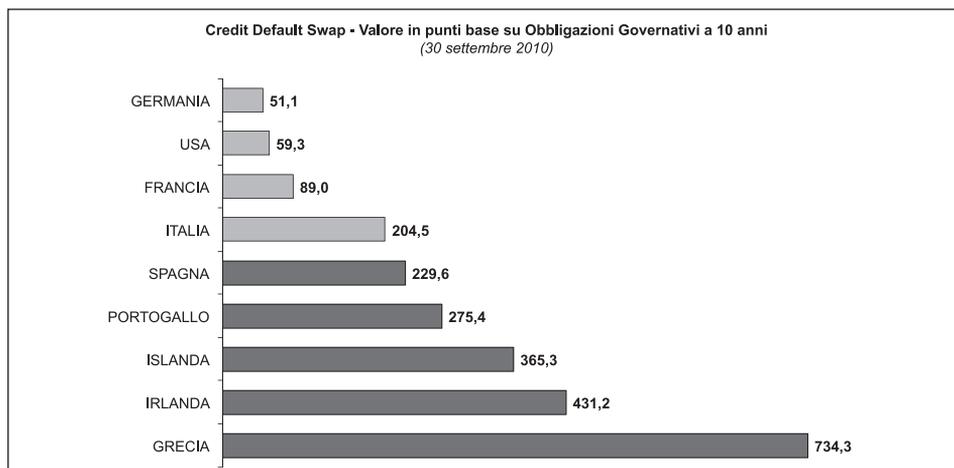
gnificativamente migliore se si considerano anche gli altri indicatori. In effetti il

GLI INDICATORI DELLA CRISI ECONOMICO - FINANZIARIA (2009 -dati in miliardi di euro e in miliardi di dollari USA)											
	PIL 2009	DP 2009	DP/PIL	RFF 2009	RFF/PIL	DP/RFF	NX=X-M 2009	DEFICIT 2009	DEFICIT /PIL	NX/PIL	(DEFICIT+NX)/ PIL
Germania	2.407	1.762	73,2%	2.881	119,7%	61,2%	119,1	-79	-3,3%	4,9%	1,6%
Italia	1.521	1.761	115,8%	2.588	170,2%	68,0%	-48,2	-81	-5,3%	-3,2%	-8,5%
Francia	1.919	1.489	77,6%	2.200	114,6%	67,7%	-42	-144	-7,5%	-2,2%	-9,7%
Gran Bretagna	1.567	1.068	68,2%	2.246	143,3%	47,6%	-20,8	-180	-11,5%	-1,3%	-12,8%
Stati Uniti	14.256	12.311	86,4%	27.512	193,0%	44,7%	-418	-1782	-12,5%	-2,9%	-15,4%
Portogallo	164	126	76,8%	208	126,8%	60,6%	-16,8	-15	-9,4%	-10,2%	-19,6%
Irlanda	164	105	64,0%	81	49,4%	129,6%	-4,8	-23	-14,3%	-2,9%	-17,2%
Grecia	237	273	115,2%	124	52,3%	220,2%	-26,6	-32	-13,6%	-11,2%	-24,8%
Spagna	1.051	560	53,3%	742	70,6%	75,5%	-57,2	-118	-11,2%	-5,4%	-16,6%

Legenda	Flusso	Stock - Debito Pubblico	Stock/Flusso	Stock - Ricchezza Finanziaria Netta delle Famiglie	Stock / Flusso	Stock / Stock	Flusso - Bilancia di Conto Corrente	Flusso - Deficit dello Stato	Flusso / Flusso	Flusso / Flusso	Flusso / Flusso
---------	--------	-------------------------	--------------	--	----------------	---------------	-------------------------------------	------------------------------	-----------------	-----------------	-----------------

A fine 2009 è toccato alla Grecia, Paese dell'Area dell'Euro, cadere sotto la lente degli osservatori per le pressioni sul debito pubblico. La stessa situazione è vissuta anche da Spagna, Irlanda e Portogallo, per questo motivo, secondo operatori del settore finanziario, costituiscono insieme alla Grecia il gruppo dei P.I.G.S., dalle iniziali dei loro nomi. Anche l'Italia, a causa dell'elevato rapporto Debito Pubblico e PIL è sotto osservazione per gli stessi motivi. Tuttavia per l'Italia, sebbene il rapporto tra Debito Pubblico e PIL risulti tra i peggiori del campione di Paesi analizzati nella tabella si osserva una situazione si-

rapporto Debito Pubblico su PIL presenta una incoerenza metodologica, in quanto costruito su una variabile di stock rapportata ad una di flusso. Se si analizza, invece, il rapporto tra Debito Pubblico e Ricchezza Finanziaria – quindi il rapporto tra due variabili di stock - vediamo che l'Italia si allinea ai valori di Germania e Francia. Un netto miglioramento dell'Italia si evidenzia anche nel rapporto tra variabili di flusso: qualora si consideri sia il Deficit interno che quello estero "NX = Esportazioni – Importazioni" in rapporto al PIL, l'Italia si posiziona tra i Paesi più virtuosi, al secondo posto subito dopo la Germania.

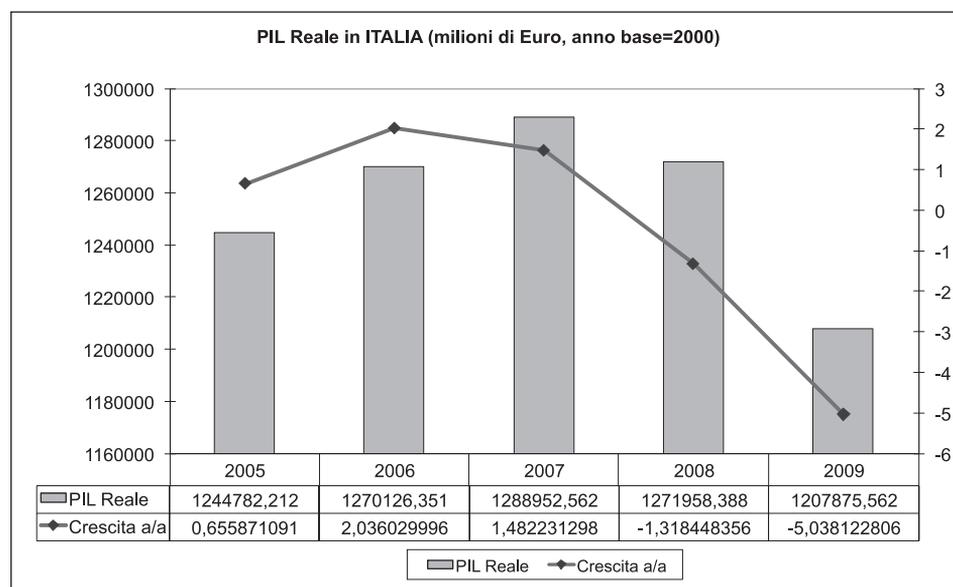


Un importante indicatore per misurare la percezione dello stato di salute economica di un Paese da parte dei mercati è il valore del **"Credit Default Swap" (CDS)**. Il CDS, figlio dell'innovazione finanziaria, è da considerare tra i principali elementi, per i suoi effetti speculativi, della citata creazione distruttiva di Bhagwati. Nasce tra il 2007 e il 2008 come contratto derivato, assimilabile ad una polizza assicurativa, con cui un investitore può assicurarsi contro il fallimento di una qualsiasi obbligazione, sia emessa da uno Stato Sovrano, sia da un'impresa. Il valore del CDS viene espresso in **punti base**, dove il suo costo o prezzo di quotazione risulta direttamente proporzionale alla probabilità che chi ha emesso l'obbligazione rispetto alla quale ci si assicura, fallisca. In ultima analisi, il CDS può essere interpretato come una misura del rischio Paese, il cui valore fotografa immediatamente lo stato di salute dell'economia e dei conti pubblici di uno Stato. Muovendo, infine, agli effetti della crisi sull'economia reale, si osserva un lungo

periodo di recessione economica – misurata da una prolungata dinamica negativa del PIL - che ha avuto come principale impatto una significativa riduzione dell'attività economica, con conseguente chiusura di molte imprese e crescita generalizzata della disoccupazione ciclica: nel 2009 in Italia hanno perso il lavoro circa 310mila occupati, con un tasso di disoccupazione che ha raggiunto il 9% circa, con un incremento tendenziale su base annua di 1,5 punti percentuali.

I fallimenti di mercato

L'innovazione e l'integrazione finanziaria fra le economie industrializzate e i Paesi in via di sviluppo ha portato da un lato a una più efficiente allocazione delle risorse e, quindi, a un maggiore benessere generale, dall'altro ad una crescente instabilità finanziaria. In tale contesto, si è sviluppata la recente crisi finanziaria che ha dato luogo a un contagio finanzia-



rio di proporzioni mondiali. Anello critico nelle trasmissioni della crisi è stato il sistema bancario.

La recente esperienza dimostra come nell'era della globalizzazione la vulnerabilità dei sistemi finanziari possa compromettere seriamente la stabilità economica dei Paesi coinvolti, siano essi industrializzati, in via di sviluppo o emergenti. La gravità delle ripercussioni a livello sistemico della recente crisi ha richiamato l'attenzione sulla necessità di azioni concertate a livello internazionale, volte a sviluppare un sistema comune per la misurazione ed il controllo dei rischi, nel tentativo di perseguire quale obiettivo primario la prevenzione delle crisi e dei relativi fallimenti di mercato.

Gli economisti attribuiscono le ragioni di tali fallimenti ai concetti di "agenzia" e di "esternalità". Nel primo caso ci si riferisce alla circostanza che nel settore industriale e finanziario oggi molti soggetti prendono decisioni in qualità di agenti per conto di altri. In altri termini la separazione tra proprietà e controllo fa sì che i manager perseguano obiettivi di breve termine mirati essenzialmente alla realizzazione dei loro profitti, tralasciando la sostenibilità strutturale ed economica, ad esempio di un investimento, a scapito dei soggetti deleganti. In tale contesto dovrebbero essere i mercati ad assicurare la qualità delle scelte degli agenti.

Per quanto attiene alle esternalità ci si riferisce ad un sottoprodotto di un bene o di un'attività che produce degli effetti su

un individuo non direttamente interessato dalla transazione. Nel caso della crisi sistemica si è visto come molti soggetti, addirittura Paesi interi, siano stati coinvolti inconsapevolmente dal comportamento di altri soggetti. Anche in questo caso, ma solo in presenza di cosiddetti pagamenti compensativi, il mercato privato avrebbe dovuto risolvere gli effetti prodotti dalle esternalità negative create dal sistema finanziario⁴.

Si è assistito come in presenza di rilevanti problemi di agenzia e di esternalità il mercato non sia stato in grado di risolvere tali inefficienze create dai fallimenti di mercato.

In risposta alla crescente integrazione dei mercati, la massima attenzione del sistema economico internazionale dovrà essere rivolta a creare un adeguato sistema di sorveglianza interno alle singole istituzioni, capace di controllare attività e persone. A livello macroeconomico è necessario rafforzare il ruolo di prevenzione e di governo delle crisi da parte di tutti i soggetti coinvolti, attraverso il ridisegno di una "nuova architettura" del sistema finanziario internazionale monitorando gli effetti prodotti dalle esternalità; a livello microeconomico, è prioritario, tenendo a mente i più recenti traicoli di banche di grandi dimensioni, potenziare sistemi di risk management aziendali rivolti, tra l'altro, a prevenire il rischio agenzia correlato ai numerosi e specifici rischi che vedono coinvolte quotidianamente le aziende di credito.

⁴ Secondo il Teorema di Coase "quando si può organizzare un pagamento compensativo senza sostenere alcun costo, il mercato risolverà autonomamente il problema dell'esternalità giungendo al risultato efficiente. Il cosiddetto problema del free rider si verifica quando il risultato efficiente richiede un pagamento compensativo, ma le singole parti avvantaggiate decidono di non contribuirvi. Cfr. M. Lieberman, R. Hall "Principi di Economia", Apogeo, 2006.