

Una finanza per lo sviluppo

Quello che la crisi ci ha insegnato



UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE
CENTRO DI ATENEО PER LA DOTTRINA SOCIALE DELLA CHIESA

Contributi, 8



VITA E PENSIERO

Contributi

8



UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

CENTRO DI ATENE
PER LA DOTTRINA SOCIALE DELLA CHIESA

Una finanza per lo sviluppo

Quello che la crisi ci ha insegnato

VP VITA E PENSIERO

www.vitaepensiero.it

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail: autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org

© 2014 Vita e Pensiero - Largo A. Gemelli, 1 - 20123 Milano
ISBN 978-88-343-2908-5

Indice

Introduzione 9

Premessa

*Quale mercato finanziario per la crescita e lo sviluppo
del sistema economico* 13

PRIMA PARTE

Le radici della crisi e le risposte di politica economica

1. *Alle radici della crisi*

- 1.1. Lo sviluppo del sistema bancario “ombra” 19
- 1.2. Sistema bancario “ombra” e mutui *subprime* 22
- 1.3. La deregolamentazione finanziaria 27
- 1.4. Squilibri globali 31
- 1.5. Asimmetrie fondamentali: fra creditori e debitori 35

2. *Le risposte di politica economica alla crisi: efficacia e limiti*

- 2.1. Politica monetaria e fiscale 37
- 2.2. Riforme strutturali 40
- 2.3. Riforme di tipo regolatorio 44

3. *La crisi in Europa*

- 3.1. Quali legami tra la crisi dell'Eurozona e la crisi finanziaria ... 47
- 3.2. L'inadeguatezza dell'architettura istituzionale europea 49
- 3.3. I primi passi di riforma istituzionale dell'Eurozona:
verso la realizzazione dell'Unione bancaria 54

SECONDA PARTE

Il modello di banca e di sistema finanziario; la situazione attuale e i passi da compiere

4. *Il modello di banca e la sua crisi*
 - 4.1. L'evoluzione del modello di banca e la sua crisi 59
 - 4.2. Le banche di investimento: il loro ruolo 61
 - 4.3. Cartolarizzazioni e modello *originate to distribute*: quali criticità? 62
 - 4.4. L'evoluzione del paradigma regolamentare 66
 - 4.5. La spersonalizzazione dei mercati 68
 - 4.6. Remunerazione, prestigio personale e sociale dei *top manager* bancari 69
 - 4.7. Le agenzie di *rating*: ruolo e problemi aperti 71

5. *Il rapporto tra banca e cliente*
 - 5.1. La selezione dei beneficiari dei prestiti 73
 - 5.2. La gestione del credito: esigenze di redditività e valenza sociale 75
 - 5.3. Correttezza e trasparenza nella gestione del risparmio 78
 - 5.4. La gestione del risparmio amministrato e del risparmio gestito 80
 - 5.5. I comportamenti eticamente discutibili nella gestione del risparmio 81
 - 5.6. Il problema del sovraindebitamento 85

6. *Nuovi tipi di strumenti e intermediari finanziari*
 - 6.1. La “speculazione”: perché il termine nel linguaggio comune ha una connotazione negativa 90
 - 6.2. La speculazione nei mercati finanziari; esiste una “speculazione buona” e una “speculazione cattiva”? 91
 - 6.3. Gli strumenti derivati: pure scommesse? 94
 - 6.4. Gli strumenti derivati: le loro finalità lecite 95
 - 6.5. Le aree di problematicità riguardo agli strumenti finanziari derivati 98

6.6.	Due tipologie di intermediari non bancari: gli <i>bedge funds</i> ...	101
6.7.	Due tipologie di intermediari non bancari: ... e i fondi di <i>private equity</i>	104
6.8.	Le criticità del processo di innovazione finanziaria	107
6.9.	Alcuni esempi significativi di comportamenti contrari all'etica e alla legalità	108
6.10.	I possibili effetti negativi “di sistema” dell'innovazione finanziaria e il loro contrasto tramite la regolamentazione	111

TERZA PARTE

La dimensione etica della finanza

7. *C'è bisogno di più etica nella finanza?*

7.1.	Una puntualizzazione preliminare.....	115
7.2.	Esiste una “buona finanza”?	116
7.3.	Finanza e giustizia	117
7.4.	Finanza, economia reale e lavoro	117
7.5.	Per realizzare una “buona finanza” bastano i mercati? ...	118
7.6.	La natura della finanza e dei mercati finanziari	119
7.7.	Per una “buona finanza” bastano regolamentazione e politiche?	120
7.8.	La natura della finanza e l'ineludibile questione della fiducia	121
7.9.	Quando la finanza, invece di servire, si “snatura”	122
7.10.	L'interdipendenza dei mercati finanziari e la virtù	123
7.11.	Nel tempo e nella incertezza	125
7.12.	Il respiro “largo” della ragione umana	126

8. *Finanza e società*

8.1.	Finanza e potere.....	127
8.2.	Finanza e diritto	128
8.3.	Strutture, libertà umana e <i>public reason</i>	130

9.	<i>Regolamentare la finanza globale</i>	
9.1.	Potere finanziario transnazionale, frammentazione della regolamentazione	131
9.2.	La sfida del rischio sistemico: è possibile una resilienza sistemica?	132
9.3.	Interessi nazionali e sovranità europea	133
9.4.	Si può parlare di solidarietà europea?	134
9.5.	Verso una “buona” finanza globale	136
10.	<i>Scelte normative e comportamento microeconomico</i>	
10.1.	La necessaria intermediazione	137
10.2.	Solo una questione di trasparenza?	138
10.3.	Dalla trasparenza alla tutela della fiducia	140
11.	<i>A mo' di conclusione:</i>	
	<i>prendersi cura di una “buona” finanza</i>	141
	Gruppo di ricerca su “Etica e finanza”	142

INTRODUZIONE

Il fenomeno è macroscopico. In questi ultimi anni, dallo scoppio della crisi (2008), è stato tutto un fiorire di libri e pubblicazioni intorno al rapporto tra etica e finanza, fino ad allora piuttosto trascurato. Prevaleva, infatti, in verità alquanto acriticamente, la fiducia nell'efficienza allocativa raggiunta dai mercati, tale da rendere superfluo o quasi il riferimento all'etica. La crisi ha incrinato più di una certezza in proposito.

Il tema, invece, è costantemente presente nella Dottrina sociale della Chiesa, anche se con un andamento che si potrebbe chiamare carsico, a partire dalla *Quadragesimo anno* (1931) di Pio XI scritta in situazioni e tempi non molto dissimili dai nostri. Ultimamente, papa Francesco, denunciando «un denaro che governa invece che servire», esorta a «un ritorno dell'economia e della finanza a un'etica in favore dell'essere umano» (*Evangelii gaudium*, 57; 58). Benedetto XVI aveva detto: «un'etica amica della persona» (*Caritas in veritate*, 45).

Raccogliendo l'invito del Magistero, il Centro di Ateneo per la Dottrina sociale della Chiesa ha promosso una iniziativa di studio

tra competenti (Mario Anelli, Elena Beccalli, Simona Beretta, Lorenzo Caprio, Domenico Delli Gatti, Marco Lossani, Marco Oriani, Andrea Perrone) al fine proprio di approfondire il tema non in generale, ma nel contesto attuale di una finanza globalizzata e divenuta nel frattempo altamente sofisticata. In tal senso il gruppo costituito da docenti, tutti operanti in Università Cattolica, seppure di differenti Facoltà – Economia, Scienze bancarie, finanziarie e assicurative, Scienze politiche e sociali – ha lavorato insieme per oltre un anno, in cui ciascuno ha condiviso con gli altri le proprie riflessioni, maturate non di rado in autonome precedenti ricerche. Ne è venuto come risultato il testo seguente, che esprime il pensiero comune di tutti e in cui ciascuno si riconosce.

Il titolo *Una finanza per lo sviluppo. Quello che la crisi ci ha insegnato* è il punto di arrivo, dopo aver preso le mosse anche da piuttosto lontano. Da una ricognizione dei fenomeni a livello macroeconomico, volta a scoprire le radici della crisi e mettere in evidenza le risposte che le politiche economiche hanno cercato di fornire, si è passati ad approfondire gli attuali modelli, non raramente inadeguati, di comportamento degli attori del mondo finanziario. Di qui la proposta di quale debba essere l'estensione del recupero della "dimensione etica", affinché il sistema finanziario possa riacquistare la capacità di assolvere alle sue finalità, come la promozione di un'economia reale, funzionale alla salvaguardia delle esigenze delle persone, che in qualità di lavoratori, consumatori e risparmiatori dipendono dalla giusta allocazione delle risorse.

Si spera di aver conseguito con questa pubblicazione una buona informazione sulle diagnosi e terapie via via elaborate nell'interpretazione della persistente crisi finanziaria e insieme la formulazione di un giudizio, ispirato alla Dottrina sociale della Chiesa, sui comportamenti che l'hanno causata, ma soprattutto su quelli che possono favorirne il superamento. Senza trascurare di indicare le politiche, anche regolatorie, certamente non facili da tradurre in scelte concrete e specifiche, per quella ripartenza dell'economia che è

condizione prioritaria per contrastare le crescenti forme di disuguaglianza sociale, che tuttora stanno interessando fasce sempre più ampie di popolazione.



Lorenzo Caprio e Ferdinando Citterio
6 novembre 2014





PREMESSA

Quale mercato finanziario per la crescita e lo sviluppo del sistema economico



Nel mondo in cui viviamo nessun agente economico provvede autonomamente al soddisfacimento dei propri bisogni. Al contrario, famiglie, imprese ed enti pubblici concentrano le risorse di cui dispongono nello svolgimento di una specifica attività e conseguono quel che serve al soddisfacimento dei propri bisogni mediante lo scambio delle utilità da loro prodotte con le utilità prodotte da altri soggetti.

La vita quotidiana è costantemente segnata da tale dinamica. I professori di finanza, per esempio, non dedicano le proprie risorse alla produzione del caffè con il quale cominciano la giornata; piuttosto, si concentrano nello studio e nell'insegnamento della materia di propria competenza, scambiano con altri il loro *expertise* e utilizzano i proventi che ne derivano per un ulteriore scambio con l'impresa che gestisce il bar o il supermercato dal quale acquistano

il caffè. Con espressioni di maggior rigore tecnico, gli attuali sistemi economici risultano caratterizzati da *specializzazione produttiva* e *meccanismo di mercato*.

Per il buon funzionamento del meccanismo di mercato è decisivo poter comparare le utilità oggetto dello scambio e disporre di un adeguato mezzo di pagamento. La difficoltà di identificare a quante tazzine di caffè può corrispondere una lezione di finanza e la circostanza che il gestore di un bar può non avere interesse alcuno alla materia economica costituiscono un ostacolo allo scambio che nella maggioranza dei casi sarebbe insormontabile senza la presenza di uno strumento di semplificazione. Consentendo di misurare il valore dei beni e, nel contempo, di fungere da mezzo universale di scambio, la *moneta* permette di conseguire tale semplificazione. La maggiore diffusione degli scambi in denaro rispetto a quelli in natura segna il passaggio da un'economia primitiva fondata sul baratto all'odierna economia di mercato. In un tale sistema ciascun agente economico si specializza nella produzione di una determinata utilità – tipicamente: un bene o un servizio – e la scambia con una somma in denaro capace di misurarne il valore e di essere immediatamente impiegata per un ulteriore scambio.

La disponibilità di moneta in capo a ciascun agente economico può, peraltro, essere assai diversa. Per alcuni la quantità di denaro conseguito dallo scambio può eccedere quella che occorre per soddisfare i propri bisogni. Per altri, invece, il denaro a disposizione può essere inferiore al necessario. Con un certo grado di astrazione, si possono, pertanto, distinguere unità in surplus e unità in deficit: le prime hanno più di quanto spendono; le seconde dispongono di meno di quanto serve. In quest'ultima condizione si trovano tipicamente le imprese e gli enti pubblici: tra la produzione di utilità e il conseguimento del corrispettivo derivante dal loro scambio intercorre, infatti, normalmente, un intervallo temporale che impedisce l'immediata disponibilità delle somme richieste dall'attività produttiva. In modo altrettanto tipico, le unità in surplus sono

identificabili nelle famiglie, il cui impiego di risorse monetarie è, di regola, inferiore al denaro conseguito, così da poter accantonare come risparmio una quota del proprio reddito. Non mancano, naturalmente, le eccezioni: un'impresa o un ente pubblico, il cui bilancio presenti utili di gestione, è un'unità in surplus; così come è un'unità in deficit una giovane famiglia, che debba acquistare la prima casa.

Il trasferimento delle risorse monetarie in eccesso dalle unità in surplus alle unità in deficit ne consente l'efficiente allocazione, permettendo la crescita e lo sviluppo economico. Proprio in ragione della loro specializzazione produttiva, imprese ed enti pubblici sono nelle condizioni migliori per utilizzare le risorse in eccesso secondo modalità idonee a generare ulteriore ricchezza da dividere con le famiglie. Nel contempo, un aumento della capacità produttiva di imprese ed enti pubblici favorisce l'occupazione e aumenta i consumi, così da innescare il circolo virtuoso della crescita e dello sviluppo economico. Si immagini, per esempio, che il risparmio delle famiglie, anziché essere tenuto "sotto il materasso", venga utilizzato per finanziare una *start up* innovativa nella produzione di strumenti meccanici di precisione. Se l'impresa ha buon fine, i ricavi generati dalla *start up* tornano a vantaggio di tutti i soggetti coinvolti: delle unità in surplus, che ottengono la restituzione del capitale affidato con un'ulteriore remunerazione altrimenti non conseguibile; delle unità in deficit, che percepiscono gli utili dell'attività imprenditoriale come corrispettivo del rischio imprenditoriale assunto; della società nel suo complesso, che beneficia di maggiore occupazione e di aumento dei consumi, a loro volta capaci di generare ulteriore ricchezza.

Nel trasferimento di risorse monetarie dalle unità in surplus alle unità in deficit l'elemento temporale svolge un ruolo di particolare rilevanza. Per un verso, la disponibilità immediata di una somma di denaro presenta un'utilità maggiore delle medesima disponibilità tra un anno. Pertanto, quando un'unità in surplus trasferisce una

somma di denaro a un'unità in deficit con l'accordo di una restituzione in un momento successivo, la prima si priva dell'utilità di una disponibilità attuale, mentre la seconda beneficia di un'utilità immediata che, altrimenti, non avrebbe avuto. Sotto un diverso profilo, l'intervallo temporale tra il trasferimento del denaro e la sua restituzione espongono al rischio che quest'ultima possa mancare, per il comportamento doloso del debitore o – più normalmente – per il rischio che strutturalmente connota l'attività produttiva in cui le risorse finanziarie sono impiegate (c.d. rischio di impresa). Per tali ragioni, l'utilità immediata di cui l'unità in surplus si priva e il rischio di mancata restituzione dell'importo trasferito giustificano una remunerazione adeguata che, nella sua forma più semplice, è costituita dall'*interesse*. Maggiore è il costo per l'unità in surplus della temporanea rinuncia all'immediata disponibilità del denaro (c.d. liquidità) e maggiore è il rischio della mancata restituzione, maggiore sarà il tasso di interesse. Tra utilità della liquidità e costo del denaro, così come tra il rischio di un trasferimento di moneta e il suo rendimento, sussiste, in altri termini, un rapporto di proporzione diretta.


Alla luce delle osservazioni sin qui svolte è quindi possibile comprendere che cosa sia il sistema finanziario nel contesto di un'economia di mercato: l'insieme di istituzioni e strumenti che consentono il trasferimento delle risorse monetarie dalle unità in surplus alle unità in deficit, al fine di consentirne un'allocazione efficiente e permettere la crescita e lo sviluppo economico, secondo una pluralità di meccanismi che consentono di remunerare la disponibilità di denaro offerta dalle unità in surplus alle unità in deficit.

Quello che sin qui abbiamo descritto rappresenta il ruolo che, nonostante la crisi che ha investito l'economia globalizzata dal 2008, certamente viene tuttora svolto dal sistema finanziario. Tuttavia, dal 2008, il sistema, pur non avendo perso il suo "essere in relazione" con le finalità sopra elencate, sembra svolgere meno bene il suo ruolo – forse bisognerebbe dire "molto meno bene" – di quan-

to si ritiene lo avesse svolto negli ultimi decenni. Per certi versi sembra comportarsi come un motore che, nonostante disponga di quattro cilindri, ne utilizzi solo due. Soggetti – famiglie, imprese, Stati sovrani – che prima non avevano difficoltà a finanziare i propri fabbisogni, oggi sono sottoposti a esami molto più severi per ottenere la concessione dei fondi di cui hanno necessità, quando addirittura tali fondi non vengono loro rifiutati; e, d'altra parte, vi sono stati periodi recenti (non brevi) in cui chi disponeva di fondi da investire preferiva mantenerli sostanzialmente infruttuosi, perché temeva che impiegandoli li avrebbe persi.



Tale situazione pone alcune ovvie domande. Quali sono i motivi per cui il sistema finanziario ha smesso di funzionare bene? Ma, prima ancora, ci si dovrebbe chiedere: veramente, prima della crisi del 2008, il sistema finanziario funzionava bene o, in verità, la realtà apparente di “*business as usual*” mascherava il determinarsi di profondi squilibri che alla fine avrebbero determinato la crisi? Se è così, quali sono i sentieri sbagliati su cui si era indirizzato il sistema finanziario, e da quando tali sentieri erano stati intrapresi? E infine, cosa dovrebbe essere fatto per far sì che riparta su fondamenta più solide, in modo che l'intero sistema economico possa far leva sull'indispensabile apporto di un sistema finanziario che funziona ordinatamente e efficacemente nel trasferire le risorse monetarie dalle unità in surplus alle unità in deficit?

Le domande appena enunciate riguardano la problematica più strettamente di efficienza economica del sistema. Non si può però ignorare che, con riguardo alla crisi post-2008, sono state poste anche domande riguardanti il nesso tra sfera economica e sfera etica. Tale preoccupazione è stata espressa a più riprese dal Santo Padre Benedetto XVI. Un tema portante della *Caritas in veritate* è proprio quello delle radici etiche della crisi della finanza e della necessità che tale nesso sia riconosciuto, affinché possa avere luogo una vera uscita dalla crisi: «La finanza, nelle necessariamente rinnovate strutture e modalità di funzionamento dopo il suo cattivo utiliz-



zo che ha danneggiato l'economia reale, ritorni ad essere uno strumento finalizzato alla miglior produzione di ricchezza e allo sviluppo» (CV, 65). Quali sono, quindi, le lacune di natura etica che hanno contribuito a causare la crisi finanziaria? E quali sono le dimensioni di carattere etico che devono essere recuperate, perché il sistema finanziario possa tornare ad essere «uno strumento finalizzato alla miglior produzione di ricchezza e allo sviluppo»?

A fornire alcuni elementi di risposta a queste domande sono indirizzate le riflessioni contenute nella trattazione che segue. Si tratta di domande per le quali non è semplice fornire risposte esaurienti. Ma è dovere di chi si occupa professionalmente di queste tematiche avere il coraggio di dire quanto ritiene di poter dire, senza nascondersi dietro la scusa che i fenomeni sono tanto complessi da non permettere di individuare risposte esaurienti.



PRIMA PARTE

Le radici della crisi e le risposte di politica economica

1. *Alle radici della crisi*

1.1. Lo sviluppo del sistema bancario “ombra”

La crisi “dei mutui *subprime*” scoppiata negli USA nell’estate del 2007 non si sarebbe sviluppata nel modo virulento che purtroppo conosciamo e soprattutto non si sarebbe trasmessa in modo così facile e immediato al resto del mondo industrializzato, trasformandosi in Crisi Finanziaria Globale (CFG), in assenza del cosiddetto *Shadow Banking System* o Sistema Bancario Ombra (SBO).

Prima di argomentare questa affermazione, proviamo a definire, almeno tentativamente, i confini dello SBO. Secondo una definizione molto ampia, fanno parte dello SBO tutti gli intermediari finanziari non bancari (IFNB): banche d’investimento, fondi d’investimento, fondi pensione, compagnie di assicurazione, veicoli di finanza strutturata (*Special Purpose Vehicle*, SPV; *Structured Investment Vehicle*, SIV: su queste sigle ci soffermeremo tra breve).

Le caratteristiche fondamentali degli intermediari finanziari non bancari sono, per l'appunto, *a.* il fatto di essere intermediari finanziari ossia di giocare il ruolo di “connettori” tra soggetti che hanno un surplus finanziario poiché guadagnano più di quanto spendono e soggetti che hanno un deficit finanziario e *b.* il fatto di non essere banche, ossia di non offrire depositi e di non fare prestiti bancari.

In quanto non bancari, per definizione questi intermediari non sono soggetti alla regolamentazione che vincola l'attività delle banche. Ad esempio, al contrario delle banche gli IFNB non sono tenuti ad avere un livello di riserve liquide almeno pari a una certa frazione dei depositi (coefficiente di riserva obbligatoria) né un livello di patrimonio netto almeno pari ad una certa frazione dei prestiti erogati (coefficiente patrimoniale). Per converso, gli IFNB non hanno accesso alle forme di protezione e di assistenza finanziaria che le autorità di politica economica garantiscono alle banche, ossia l'assicurazione sui depositi e il credito erogato dalla banca centrale. Queste caratteristiche assicurano agli IFNB uno spazio di manovra più ampio nell'attività di intermediazione tra soggetti in surplus e soggetti in deficit finanziario.

Gli IFNB non sono un'invenzione recente, ma nel corso degli ultimi due decenni sono cresciuti (in termini di attività finanziarie totali) molto più rapidamente del sistema bancario.

Fine della banca, quindi? Tutt'altro. Fine semmai del modello semplice e lineare di *business* bancario tradizionale *Originate to hold* (ossia “eroga un prestito e tienilo in bilancio”), che è stato scherzosamente definito 3-6-3: “*pay 3% on deposits, earn 6% on mortgages and hit the golf course at 3 p.m.*”. Negli ultimi decenni del secolo scorso si è imposto un modello nuovo di *business* bancario, molto più complesso, definito *Originate to distribute* (ossia “eroga un prestito e disfatevi distribuendolo”), che in larga misura spiega lo sviluppo impetuoso dello SBO.

Negli Stati Uniti, lo sviluppo dello SBO è stato infatti promosso

e sfruttato dal sistema bancario tradizionale per allargare i confini del business bancario, renderlo più... flessibile (eludendo almeno in parte i vincoli della regolamentazione) e aumentarne la redditività. Il principale strumento di questa complessa trasformazione del modo di fare banca è stata la cartolarizzazione dei prestiti bancari (*securitization*) e in particolare dei mutui ipotecari. Il cuore dello SBO è infatti costituito dagli strumenti di finanza strutturata che servono a cartolarizzare i prestiti, ossia a trasformare i prestiti bancari in attività finanziarie.

Proviamo a schematizzare la relazione tra implementazione del nuovo modello di *business Originate to distribute* e SBO illustrandola con lo sviluppo della crisi dei *subprime* e della CFG. Per far ciò elenchiamo innanzitutto le *dramatis personae* che entreranno progressivamente in scena: le famiglie americane che domandano mutui ipotecari (ad esempio quelle con basso merito di credito o *subprime*); gli intermediari che originano i mutui (banche commerciali, ma anche IFNB quali *mortgage brokers*); i veicoli di finanza strutturata (SPV, SIV) che acquistano mutui dalle banche e dai *mortgage brokers* finanziandosi con carta commerciale, li cartolarizzano trasformandoli in titoli di finanza strutturata e vendono questi titoli agli investitori istituzionali; le compagnie di assicurazione nel ruolo di soggetti che assicurano i titoli frutto della cartolarizzazione contro il rischio di insolvenza; le agenzie di *rating* che assegnano ai titoli frutto della cartolarizzazione e alle compagnie che li assicurano una classe di rischio; gli investitori istituzionali – in particolare fondi di investimento *hedge*, ma anche fondi comuni di investimento, fondi pensione, banche di investimento e compagnie di assicurazione – che domandano titoli di finanza strutturata; gli investitori individuali, che acquistano quote dei fondi di investimento o effettuano versamenti a fondi pensione o pagano premi a compagnie di assicurazione che a loro volta investono in titoli di finanza strutturata.

In questo elenco le famiglie indebitate sono operatori in deficit finanziario, gli investitori individuali (famiglie anch'esse, ma ovviamente con caratteristiche opposte) sono operatori in surplus finanziario. Il modello *Originate to hold* escludeva gli IFNB, perché le banche raccoglievano il risparmio degli investitori individuali attraverso i depositi e facevano direttamente mutui alle famiglie. Col nuovo modello di *business*, gli IFNB entrano prepotentemente nel quadro – come soggetti della cartolarizzazione (veicoli di finanza strutturata, compagnie di assicurazione) e come investitori istituzionali (banche di investimento, fondi, compagnie di assicurazione).

1.2. Sistema bancario “ombra” e mutui *subprime*

Possiamo ora descrivere il processo di generazione della crisi. Occorre partire dal mercato dei mutui e in particolare di quelli destinati a prenditori *subprime*.

a. Gli intermediari specializzati in mutui (*mortgage brokers*) e le banche commerciali – in qualità di “promotori del mutuo” (*mortgage originator*) – offrono ai loro clienti i mutui *subprime*. Le pratiche di offerta di tali mutui sono decisamente aggressive e al limite dell'illegalità (*predatory lending*). L'unica motivazione razionale per questo comportamento da parte dei prestatori è la possibilità di disfarsi di tali mutui cartolarizzandoli e rivendendoli a investitori guadagnando ricche commissioni.

b. Generalmente la banca commerciale o una banca d'investimento istituisce un'apposita persona giuridica, lo *Special Purpose Vehicle* (SPV) o lo *Structured Investment Vehicle* (SIV), alla quale vende i mutui. Il SIV cartolarizza i mutui ed emette titoli garantiti dai mutui (*Mortgage based Securities* o MBS) che vende agli investitori. Il *cash flow* originato dai mutui (pagamento degli interessi da parte dei mutuatari) viene trasferito ai detentori dei titoli (rendimento dei MBS). Il SIV si finanzia emettendo passività a breve – tipicamente carta commerciale. Le attività di riferimento del proces-

so di cartolarizzazione possono essere diverse dai prestiti bancari ed in particolare possono essere esse stesse titoli garantiti da mutui. In questo caso il SIV acquista i titoli originari e li impacchetta in titoli più complessi (*Collateralized Debt Obligations*, CDO).

c. Nella cartolarizzazione giocano un ruolo essenziale le agenzie di *rating*, che si occupano di classificare il rischio. I titoli frutto della cartolarizzazione, MBS e CDO, sono organizzati tipicamente in tre *tranches*: *senior*, *mezzanine* e *junior*, caratterizzate da gradi crescenti di rischio e di rendimento. Generalmente la *tranche senior* è classificata con la tripla A, la *tranche mezzanine* con un grado di rischio compreso tra AA e BB e la *tranche equity* non viene classificata. Le perdite attese sono concentrate nella *tranche junior* e in particolare nel segmento *equity*.

d. La *tranche* più rischiosa è spesso messa al sicuro dal rischio di insolvenza mediante una vera e propria copertura assicurativa o mediante un derivato sul credito. Anche le compagnie di assicurazione, quindi, contribuiscono alla cartolarizzazione, perché molto spesso i mutui *subprime* e i titoli *subprime* sono coperti da assicurazione contro il rischio di insolvenza. La solidità finanziaria degli assicuratori, a sua volta, è valutata dalle agenzie di *rating*. Poiché il *rating* della compagnia assicurativa si estende ai titoli assicurati, di fatto la copertura assicurativa da parte di una compagnia primaria serve a garantire la tripla A a titoli che altrimenti meriterebbero un *rating* minore.

e. I titoli di finanza strutturata sono venduti agli investitori istituzionali: banche di investimento, fondi d'investimento, compagnie di assicurazione. Le *tranches* meno rischiose sono destinate agli investitori meno avversi al rischio, mentre quelle più rischiose, ma più redditizie, sono prodotti allettanti per gli investitori con maggiore appetito per il rischio. La *tranche* più rischiosa o *equity* si definisce, nel gergo degli operatori, "rifiuto tossico" (*toxic waste*). È alle *tranches mezzanine* ed *equity* che generalmente afferiscono come *collateral* i mutui più rischiosi, ossia i *subprime*.

Eseguita la cartolarizzazione, i fondi ottenuti dai SIV dalla vendita dei titoli serviranno a ripagare la carta commerciale che essi hanno emesso e con la quale si sono finanziati. Alla fine del processo i mutui non compaiono tra le attività della banca. Il rischio di credito del mutuo quindi è trasferito dalla banca all'investitore. La banca guadagna le commissioni legate alla *origination* del mutuo, alla valutazione del rischio e alla gestione dei rapporti con il mutuatario. Inoltre, spostando i mutui fuori dai libri contabili, la banca può eludere i requisiti di riserva e di capitale. Essa avrà però ottenuto liquidità aggiuntiva – per effetto della vendita dei mutui al SIV. In questa procedura quindi la banca non solo ottiene fondi che poi potranno eventualmente essere nuovamente intermediati, ma mette anche “fuori bilancio” i mutui.

Sembra un meccanismo ingegnoso e ben oliato e in effetti lo è fino a quando non si manifesta un problema all'origine del meccanismo stesso, ossia l'insolvenza dei mutuatari. È ciò che è successo con la crisi dei *subprime*.

Come si genera la crisi dei *subprime*? I mutuatari *subprime*, che sono in effetti a rischio di insolvenza, cominciano a non pagare gli interessi sui prestiti ipotecari. In un'economia non sofisticata finanziariamente e basata sul modello *Originate to hold* – ossia in assenza di processi di cartolarizzazione – il problema rimarrebbe isolato al mercato dei prestiti ipotecari: la banca, subirebbe una perdita che la costringerebbe a farvi fronte con un'erosione del suo patrimonio netto. Le cose non sono così semplici quando il sistema finanziario è complesso.

Grazie allo SBO, la crisi si trasmette al di là del mercato dei prestiti ipotecari: il *cash flow* dei titoli di finanza strutturata – che è alimentato dal pagamento degli interessi sui mutui – viene meno e corrispondentemente si riduce il valore di mercato di tali titoli. Ciò genera perdite per gli investitori che hanno in portafoglio questi titoli, che tentano di disfarsene, facendone cadere ancora più drasticamente il valore di mercato. I titoli di finanza strutturata, che ve-

nivano considerati sicuri prima del manifestarsi dell'insolvenza dei mutuatari, diventano rapidamente carta straccia.

E veniamo alla globalizzazione della crisi. Sul mercato europeo la circolazione dei titoli di finanza strutturata si è diffusa con un ritardo di decenni rispetto agli USA, ma dalla fine degli anni '90 (e soprattutto dopo il 2004) anche il mercato europeo di tali strumenti è cresciuto rapidamente. Banche e fondi di investimento europei che hanno acquistato titoli di finanza strutturata americani sono colpiti dall'insolvenza dei mutuatari americani. Il valore di mercato del loro patrimonio, nella misura in cui è composto da titoli frutto di cartolarizzazione dei mutui, viene meno. Gli investitori individuali chiedono il riscatto delle quote dei fondi di investimento (è avvenuto proprio questo nell'estate del 2007). I manager dei fondi cercano di far fronte all'ondata di riscatti vendendo titoli (non strutturati) di modo che il valore di mercato anche di questi titoli crolla, la Borsa crolla.

La cartolarizzazione è un processo perfettamente legittimo e in molte circostanze utile, ma, nel caso specifico dei titoli originati dai *subprime*, possiamo indicare almeno tre controindicazioni o effetti collaterali negativi:

a. in presenza di cartolarizzazione il controllo del merito di credito del debitore da parte del creditore si indebolisce, proprio perché viene meno l'incentivo per la banca al monitoraggio dei debitori. Alla base di questo fenomeno c'è la possibilità di trasferire il rischio di credito dall'intermediario che origina il mutuo all'investitore che acquista il titolo frutto della cartolarizzazione;

b. la dispersione del rischio lo rende, da un lato, meno valutabile – perché esso finisce per rimanere nascosto nelle pieghe della *intermediation chain* che produce titoli a partire dai prestiti ipotecari – e dall'altro pone le premesse per un effetto potenziale di rischio sistemico;

c. nei portafogli delle banche o degli investitori meno avversi

al rischio si accumula il “rifiuto tossico”, ossia il debito a maggior rischio di insolvenza racchiuso nella *tranche equity* dei titoli di finanza strutturata. Se la cartolarizzazione non fosse avvenuta, ovviamente, un certo tipo di rischio di credito, quello *subprime* peggiore per intenderci, non si sarebbe mai materializzato.

A seguito dello scoppio della crisi, la “preferenza per la liquidità” degli operatori è improvvisamente e notevolmente aumentata – per effetto di un altrettanto improvviso aumento dell’avversione al rischio – rendendo illiquidi i mercati finanziari. All’origine di questo fenomeno, naturalmente, si trova la crisi di fiducia che ha diffuso aspettative di perdite rilevanti in conto capitale. L’evaporazione della liquidità si caratterizza come un fenomeno di “fuga dai mercati” del tutto analoga alla fuga dal sistema bancario che si verifica in una corsa agli sportelli. In fondo, si afferma, si tratta dello stesso fenomeno di crisi di fiducia, rivolta però ai mercati piuttosto che al sistema bancario.

La difficoltà di raccogliere fondi mediante emissione di carta commerciale nel corso della crisi di agosto da parte dei fondi di investimento e dei SIV conferma questa interpretazione, perché chi ha sottoscritto carta commerciale emessa dai SIV – ossia i creditori degli enti strutturati dalle banche per esternalizzare i prestiti – si configura come un “depositante” del Sistema Bancario Ombra emerso per effetto della cartolarizzazione.

Le banche che avevano promosso la cartolarizzazione, poiché essa consentiva loro di mettere i crediti fuori bilancio, si trovano adesso a subire le conseguenze della crisi. In un certo senso, se il processo di cartolarizzazione aveva consentito una disintermediazione volontaria da parte delle banche, man mano che la crisi si sviluppa e si diffonde si manifesta una forma di re-intermediazione involontaria e di rientro del rischio all’interno dei confini delle banche.

1.3. La deregolamentazione finanziaria

Nel paragrafo precedente si è sottolineato come la crisi non si sarebbe sviluppata e trasmessa così intensamente in assenza del Sistema Bancario Ombra. Analogamente è possibile affermare che l'innovazione finanziaria e il perdurante basso livello dei tassi di interesse non sarebbero stati da soli in grado di scatenare una crisi di così ampia portata, se non avessero agito all'interno di un contesto in cui la cornice regolatoria (sia all'interno delle singole nazioni che relativamente ai rapporti internazionali) era nel frattempo diventata via via molto più permissiva.

Il processo di deregolamentazione (*deregulation*) dei sistemi finanziari (definiti dall'insieme di mercati e intermediari) prende l'avvio agli inizi degli anni '80 – sulla scia della rivoluzione neoliberalista inaugurata da Reagan negli USA e dalla Sig.ra Thatcher nel Regno Unito – ed è caratterizzato da successive ondate di riforme che si sovrappongono alle conseguenze della progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale, nonché agli effetti indotti dall'introduzione delle normative di Basilea.

Le prime riforme attuate negli USA riguardano innanzitutto il sistema bancario, ancora costretto da una legislazione fortemente vincolante – promulgata nel corso degli anni '30 – che separava l'attività di intermediazione creditizia da quella finanziaria e limitava l'espansione geografica delle banche sul territorio nazionale. Alla metà degli anni '80 viene avviato un processo di fortissima concentrazione e consolidamento su base nazionale – svolto mediante intense operazioni di fusione e acquisizione – che sfocia nel giro di pochi anni nella crisi delle *Savings & Loans* statunitensi.

Attorno alla metà degli anni '90, inizia la seconda ondata di riforme regolatorie che portano nel 1999 al *Financial Modernization Act* (FMA). Con il FMA viene *de facto* abolito il *Glass-Steagall Act* (noto anche come *Banking Act*), promulgato agli inizi degli anni '30 per separare in modo netto l'intermediazione crediti-

zia (svolta dalle banche di deposito) da quella finanziaria (realizzata dalle banche di investimento). L'abolizione del *Glass-Steagall Act* non solo rimuove il divieto per le banche di deposito di svolgere attività di sottoscrizione e/o di compravendita di titoli; prevede anche la possibilità che le imprese finanziarie possano svolgere attività molto diversificate (talvolta anche molto lontane dal loro core business rispetto a cui hanno maturato una notevole esperienza).

Un anno dopo è la volta del *Commodity Futures Modernization Act* che – ridefinendo le responsabilità regolatorie sia della SEC (*Securities Exchange Commission*) che della CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*) – rimuove de facto molti dei controlli sulle transazioni riguardanti prodotti derivati e *swap*, tra cui anche quelle relative ai *Credit Default Swaps* (CDS).

Nello stesso anno la deregolamentazione investe anche le attività dei Fondi Pensione, cui viene concessa la possibilità di acquistare titoli emessi da uno *Special Purpose Entity* (SPE), purché aventi una *rating investment grade*. Una possibilità che consente di ampliare notevolmente la platea dei partecipanti al processo di *securitization*. Infine, non va dimenticato che la deregolamentazione incide anche sullo svolgimento delle transazioni immobiliari, grazie a dei provvedimenti legislativi che riducono i costi da sopportare e i requisiti finanziari da soddisfare per ottenere un mutuo.

All'interno della regione europea i processi di deregolamentazione in parte costituiscono la risposta a quanto sta avvenendo all'interno del mercato USA; in parte sono una misura di accompagnamento al progetto 1992, rappresentato dalla costituzione di un mercato unico (anche in ambito finanziario). L'esito della *deregulation* europea – con riferimento all'industria bancaria – è profondamente diverso da quello osservato negli USA. Il processo di consolidamento dell'industria bancaria europea avviene per grandissima parte all'interno dei confini di ciascuno Stato nazione, sancendo *de facto* la persistenza di un elevato grado di frammentazione geografica. Ciò da un lato preclude un vero confronto compe-

titivo tra le banche europee; ma dall'altro favorisce la costituzione di gruppi bancari, che all'interno dei rispettivi confini nazionali acquisiscono dimensioni decisamente molto consistenti. Un aspetto che si rivelerà cruciale, una volta che lo scoppio della crisi richiederà l'intervento delle autorità (nazionali) deputate a garantire la stabilità finanziaria, che talvolta si troveranno di fronte a dei gruppi *too-big-to-bail*.

I diversi processi di *deregulation* innescano una serie di importanti effetti, tra cui spiccano:

a. Progressiva eliminazione della distinzione tra le diverse istituzioni che forniscono servizi finanziari. Istituzioni tradizionalmente specializzate e vincolate allo svolgimento di operazioni in particolari ambiti espandono il campo delle loro attività, anche all'interno di aree in cui sono totalmente prive di *expertise*. Ad esempio, nel Regno Unito le banche entrano come soggetti attivi nel mercato dell'edilizia (e nel contempo diverse società costruttrici entrano in attività tipicamente bancarie).

b. Nascita e proliferazione di nuovi strumenti finanziari che consentono ai diversi operatori (famiglie e imprese) di acquisire ingenti risorse a debito a costi (apparentemente) decrescenti. Su tale risultato influiscono sia il mantenimento dei tassi di interesse per lungo tempo su un basso livello, sia la possibilità di costruire strumenti finanziari a tassi variabili strutturati in modo tale da offrire nella prima parte della loro durata di vita condizioni di costo particolarmente favorevoli (i cosiddetti *teaser rates*).

c. Crescita quasi esponenziale di molti mercati. A titolo di esempio basterà ricordare che nell'arco di un decennio (1998-2007) il mercato dei CDS passa da una dimensione quasi nulla a una (in termini nozionali) pari a cinque volte il PIL USA; nel contempo mentre il mercato primario delle *securities* rimane ancorato a una dimensione pari a due volte il PIL mondiale, quello dei titoli derivati cresce di cinque volte, raggiungendo alla vigilia della crisi una dimensione uguale a dodici volte il PIL mondiale.

d. Sviluppo di nuovi modelli di *business* nel campo dell'intermediazione finanziaria. La deregolamentazione provoca un'accelerazione del processo di cartolarizzazione (*securitization*) dei crediti (e in particolare dei mutui) già in atto da diversi anni. Gli intermediari abbandonano il modello tradizionale (*originate to hold*) per passare al modello alternativo (*originate to distribute*). Si viene così a sviluppare ciò che è stato definito anche definito un modello di “*capital markets banking*”; inoltre, si viene a favorire l'utilizzo ripetuto dello stesso collaterale, che conduce a un fortissimo incremento del rischio di controparte all'interno dell'industria bancaria.

e. Possibilità di condurre operazioni di arbitraggio regolatorio in conseguenza della nuova legislazione bancaria vigente in ambito internazionale (le cosiddette regole di Basilea II). Infatti, rispetto al capitale assorbito da un mutuo tradizionale (calcolato tenendo conto sia dei requisiti di Basilea che della normativa sulla riserva obbligatoria), un mutuo cartolarizzato – anche grazie al diffuso utilizzo di CDS – assorbe una quantità di capitale decisamente inferiore.

Il risultato finale è un diffuso *under-pricing* del rischio con conseguente pesante ricorso al debito ed eccessiva assunzione di posizioni rischiose, all'interno di un contesto sempre più ricco di interconnessioni e di esternalità. Contemporaneamente l'attività di supervisione e controllo si riduce, anche perché alcuni intermediari – che partecipano attivamente alla generazione di credito, come le *investment banks*, i *conduit* e le SIV (soggetti tipicamente inclusi nel Sistema Bancario Ombra) – escono dal perimetro delle tradizionali attività di supervisione e regolazione svolte da una Banca centrale. In conclusione, si rivela sostanzialmente corretta la visione secondo cui la *deregulation* avrebbe condotto verso un'eccessiva di competizione (anche tra i sistemi, scatenando una vera e propria *race to the bottom*) e un'eccessiva attività di intermediazione bancaria producendo un aumento del grado di instabilità finanziaria.

1.4. Squilibri globali

Poco prima dello scoppio della crisi finanziaria globale l'economia internazionale viveva i fasti della Grande Moderazione: una fase – avviatasi almeno un decennio prima – in cui la produzione mondiale si sviluppava in ragione di tassi crescita più che soddisfacenti in assenza di tensioni inflattive e di crisi. Tra i pochi elementi di preoccupazione al centro del dibattito economico internazionale vi erano gli squilibri nelle partite correnti (anche definiti squilibri globali o *global imbalances*) dei principali Paesi avanzati ed emergenti che – in valore assoluto – avevano superato il 6% del PIL mondiale.

Gli squilibri globali suscitavano preoccupazioni per almeno due motivi. *In primis*, il rischio che alcune economie (in particolare gli USA) potessero fronteggiare una condizione di insostenibilità nei conti con l'estero, che avrebbero comportato severi processi di aggiustamento con conseguenze notevoli anche per i mercati valutari. In secondo luogo, il timore che gli ingenti trasferimenti di ricchezza connessi ai deficit e ai surplus dei diversi Paesi avrebbero consentito ai Paesi eccedentari – per lo più costituiti da economie emergenti normalmente caratterizzate da regimi politici non democratici, come quelle del Sud-Est asiatico o dei Paesi del Golfo Persico – di accumulare *assets* impiegati da parte dei propri Fondi Sovrani per acquisire il controllo di imprese strategiche (anche dal punto di vista della sicurezza nazionale). Non casualmente, alcune settimane prima del fallimento di Lehmann le principali testate economiche dibattevano delle implicazioni dei Principi di Santiago e dei Regolamenti OCSE che i Paesi avanzati ed emergenti si stavano impegnando ad adottare per regolare le attività dei Fondi Sovrani.

Lo scoppio della crisi e le sue gravi ripercussioni distolgono l'attenzione dei media dalla *querelle* sui Fondi Sovrani, pongono rapidamente in dubbio i meriti della Grande Moderazione e suscitano un dibattito mirante a individuare le cause scatenanti la più profonda crisi economica prodottasi dai tempi della Grande Depressione.

Le analisi svolte individuano in diversi elementi i principali fattori responsabili della crisi. Tra questi spiccano il basso livello dei tassi di interesse – dovuto a politiche monetarie lassiste (*money glut*) o all'eccessivo risparmio generato dalle economie emergenti (*saving glut*) – la creazione di nuovi strumenti finanziari – sostenuta da rilevanti fenomeni di innovazione finanziaria – e l'intensa attività di deregolamentazione – innescata da una rinnovata fede nella capacità auto-regolamentatrice del mercato.

Il combinato disposto di questi fattori è un elevato livello di spesa (soprattutto per consumi) e di indebitamento in molte economie; la realizzazione di nuovi modelli di *business* nel campo dell'intermediazione finanziaria, che conducono a un'esplosione dell'attività creditizia e a una nuova (più opaca) gestione del rischio; talvolta (come negli USA, Regno Unito, Spagna e Irlanda), tutto ciò si accompagna allo sviluppo di vere e proprie bolle immobiliari. All'interno di questo contesto, gli squilibri globali costituiscono una delle concause che generano squilibri e fragilità, soprattutto in ambito finanziario.

Secondo una prima versione – dovuta a Obstfeld e Rogoff (2009) – i *global imbalances* contribuiscono a distorcere il normale funzionamento del mercato internazionale dei capitali ed esacerbano le conseguenze negative dovute agli squilibri che si andavano comunque accumulando all'interno di diversi sistemi economici. Gli ampi finanziamenti erogati a favore delle economie deficitarie (come quella americana) ne sostengono i livelli di spesa e contribuiscono a creare una bolla immobiliare – e più in generale concorrono a determinare una diffusa condizione di fragilità finanziaria.

Secondo un'interpretazione più radicale, gli squilibri globali giocano invece un ruolo decisivo nello scatenare la crisi. I surplus correnti registrati da numerose economie emergenti avrebbero infatti esercitato una significativa pressione al ribasso sui tassi di interesse mondiali, scatenando un boom dell'attività creditizia (*lending boom*) e favorendo l'assunzione di posizioni rischiose indotte dalla

spasmodica ricerca di maggiori rendimenti (*search for yield*) da parte di numerosi intermediari.

In verità va riconosciuto che la forte crescita dell'intermediazione finanziaria sui mercati internazionali è stata determinata non solo dalla necessità – misurata dai saldi di parte corrente – di trasferire risorse dai Paesi in surplus a quelli in deficit, ma anche dalla opportunità di diversificare il rischio – traendo vantaggio dai nuovi strumenti finanziari esistenti. Utilizzando questa chiave di lettura si può comprendere meglio come gli squilibri globali abbiano concorso – unitamente all'incedere della globalizzazione finanziaria, a sua volta favorita dal processo di liberalizzazione – a creare una serie di eccessi finanziari, le cui conseguenze sono state amplificate dalla enorme accumulazione di attività e passività finanziarie estere (*orgy of leverage*). Nell'arco di poco meno di trent'anni il valore dello *stock* di attività e passività finanziarie estere rapportate al PIL mondiale è infatti quintuplicato. Ne è conseguita una sostanziale modificazione del meccanismo di trasmissione del ciclo internazionale, diventato molto più sincrono rispetto alle precedenti fasi storiche e più esposto al rischio che uno *shock* originariamente localizzato si potesse trasmettere velocemente e intensamente al resto del mondo. Una condizione che si manifesta soprattutto in presenza di intermediari fortemente indebitati, che una volta subito uno *shock* negativo danno l'avvio a un processo di *deleveraging* dalle conseguenze spesso insostenibili. Nel parere di molti economisti ciò costituisce un aspetto decisamente importante della recente crisi finanziaria globale. Infatti la crisi assume rapidamente una connotazione fortemente negativa non tanto per l'entità (che si rivelerà modesta) dello *shock* iniziale – che coinvolge un segmento non particolarmente rilevante dal punto di vista quantitativo del mercato dei mutui immobiliari USA come quello dei mutui *subprime* (che pesano nel momento di picco meno del 15% del totale del mercato dei mutui immobiliari) – quanto piuttosto per il differente meccanismo di trasmissione – che amplifica e accelera la diffusione dello *shock* originario.

All'interno di questo scenario, il caso della Cina riveste un'importanza del tutto particolare, sia per le sue dimensioni – nel 2010 è diventata il maggiore esportatore mondiale e alla fine del 2014 si accinge a diventare la maggiore economia mondiale – sia per l'entità degli squilibri che ancora oggi la contraddistinguono. A fronte di una crescita dell'economia reale che in alcune fasi è stata letteralmente impetuosa, si è infatti assistito a uno sviluppo relativamente modesto dei mercati finanziari in cui sono comparsi nuovi soggetti caratterizzati – secondo il modello cinese di *business* – da una intricata commistione di interesse pubblico e obiettivi di profitto privati. Peraltro, benché la Cina sia entrata far parte della Organizzazione Mondiale del Commercio sin dal 2001, il mercato finanziario cinese è ancora relativamente poco aperto nei confronti del resto del mondo. Il modesto sviluppo dei mercati finanziari cinesi unito alla scarsa integrazione di questi con il mercato finanziario internazionale concorrono a spiegare sia l'enorme flusso di risparmio realizzato dalla famiglie cinesi che l'enorme accumulazione di riserve ufficiali da parte delle autorità monetarie cinesi. In assenza di mercati finanziari adeguatamente sviluppati le famiglie cinesi sono portate a risparmiare – anche in conseguenza di una scarsa fornitura di servizi di assistenza sanitaria e previdenziale, nonché di formazione scolastica – ben più di quanto sarebbe normale fare. D'altro canto l'enorme quantità di risorse risparmiate non possono essere adeguatamente investite né all'interno dei mercati finanziari domestici e neppure sui mercati finanziari internazionali. L'eccesso di risparmio privato rispetto agli investimenti è all'origine – unitamente al mantenimento di un tasso di cambio sottovalutato in termini reali – di un'enorme surplus corrente, che ha condotto alla formazione di enormi avanzi di bilancia dei pagamenti che si sono sostanziate nel più grande *stock* di riserve ufficiali mai accumulate nel corso degli ultimi decenni, superiori ai 3.300 miliardi di dollari. Molte di queste riserve sono state investite in titoli di Stato a basso rischio (la Cina detiene almeno 1,2 trilioni di titoli del debito pubblico statu-

nitensi), ma una parte altrettanto consistente di queste attività è stata trasferita a fondi d'investimento sovrani (come CIC), la cui attività – come si ricordava in precedenza – ha suscitato reazioni spesso scomposte da parte del mondo occidentale.

1.5. Asimmetrie fondamentali: fra creditori e debitori

Ci sono due importanti asimmetrie nel sistema monetario e finanziario globale; averne consapevolezza è la necessaria premessa per dare un giudizio realistico sulle sue regole e sulle possibilità di riformarle. La prima asimmetria, relativa alla sfera finanziaria, riguarda la radicale differenza fra debitori e creditori – anche se una categoria non può esistere senza l'altra, per definizione. La seconda asimmetria si osserva nella sfera monetaria, qualora una valuta nazionale svolga al contempo il ruolo di moneta internazionale.

Le conseguenze problematiche di queste asimmetrie si fanno sentire particolarmente nei momenti di profonda trasformazione del sistema mondiale, quando nuovi attori si affacciano o quando cambia il potere relativo dei diversi Paesi. Così, abbiamo avuto grande instabilità valutaria e finanziaria fra le due guerre mondiali, quando la moneta internazionale (la Sterlina inglese) continuava a godere del suo particolare status internazionale, mentre il peso dell'economia britannica sul sistema globale si stava ridimensionando per l'ascesa vigorosa degli USA e per l'inedito ruolo economico di Russia e Germania nello scenario geopolitico europeo. Anche la recente crisi si è consumata in un periodo di accelerate trasformazioni geopolitiche globali, che ha esasperato le asimmetrie del sistema monetario e finanziario globale.

Molti autori hanno collegato l'instabilità finanziaria ai grandi squilibri (*imbalances*) negli scambi fra Paesi, resi possibili da un mercato finanziario che ha ritenuto per lungo tempo di poter finanziare tali squilibri. Infatti, in assenza di un'ampia disponibilità dei mercati a fornire credito a chi desidera indebitarsi, si potrebbe-

ro mettere in moto diversi meccanismi di aggiustamento: il surplus commerciale di un Paese comporterebbe una espansione del mercato locale, stimolando la domanda aggregata e le importazioni; il contrario accadrebbe nei Paesi in deficit. Il finanziamento esterno dei disavanzi, invece, tende a produrre effetti dinamici che contrastano l'aggiustamento... per lo meno, fino al momento in cui la disponibilità a fornire credito si interrompe (spesso, da parte di tutti i potenziali creditori nello stesso momento) e l'esigenza dell'aggiustamento si presenta nella sua forma più cruda: come vera e propria crisi.

L'espansione senza precedenti delle transazioni finanziarie degli ultimi decenni ha fatto sì che i Paesi si indebitassero sui mercati internazionali non solo per coprire il loro deficit, ma anche per acquisire attività di altri Paesi. I flussi finanziari internazionali, oggi, tendono a essere motivati principalmente da obiettivi di diversificazione finanziaria e di intermediazione, più che dalle decisioni di allocazione di capitale "produttivo"; ciò accade ormai anche nei Paesi cosiddetti emergenti. Inoltre, i contratti finanziari *cross-border* fanno spesso riferimento a giurisdizioni differenti e rendono possibile che le dimensioni del sistema bancario/finanziario di un Paese siano esorbitanti rispetto a quelle del Paese stesso, il quale sarà strutturalmente incapace a far fronte ad una eventuale crisi. Una realtà finanziaria internazionale così fatta rende più complesse e difficili da trattare le situazioni di vulnerabilità, anche perché tende a tollerarle più a lungo e quindi ad esacerbarle. Ma, nel momento in cui la crisi pone l'urgenza dell'aggiustamento, l'asimmetria profonda fra equilibri positivi e negativi si manifesta in totale chiarezza.

Il ruolo prevalente delle transazioni finanziarie nel determinare i tassi di cambio fra le valute, inoltre, può ulteriormente aggravare la situazione del Paese indebitato, quando la crisi si manifesta. La valuta del Paese debitore si troverà sotto attacco, e diventerà sempre più difficile per quel Paese onorare i suoi impegni finanziari; l'eventuale default di qualche debitore peggiorerà la situazione

finanziaria anche delle istituzioni solide, lanciando il Paese in una spirale perversa. Insomma, un debito eccessivo diventa facilmente insostenibile, mentre ciò non accade in casi di un credito eccessivo... pur essendo l'uno l'evidente rovescio dell'altro. L'indebitamento eccessivo non può che essere allo stesso tempo un prestito eccessivo – probabilmente motivato dall'aspettativa di cavalcare l'onda dei profitti di breve periodo.

Questa asimmetria di fondo fra debitori e creditori pone un chiaro problema organizzativo per il sistema monetario e finanziario globale: trovare il modo per evitare che gli squilibri si ingigantiscano, e per distribuire l'inevitabile costo del loro aggiustamento in modo meno asimmetrico. Non è un problema semplice, e molti accordi internazionali – inclusi gli accordi di Bretton Woods – sono caduti proprio sulla difficoltà a procedere a forme di aggiustamento accettabili per tutte le parti. Tuttavia, se c'è un eccesso di domanda globale, è sensato che i Paesi in deficit operino politiche restrittive; corrispondentemente, è sensato che i Paesi creditori espandano la loro domanda nelle situazioni di deflazione. Caricare dell'aggiustamento i soli Paesi debitori, infatti, finisce alla lunga per danneggiare anche i creditori – anche se nel breve condividere i costi dell'aggiustamento può apparire ai creditori una generosità ingiustificata.

2. Le risposte di politica economica alla crisi: efficacia e limiti

2.1. Politica monetaria e fiscale

Il crollo registrato dai mercati finanziari nel corso degli ultimi mesi del 2008 viene seguito da una contrazione senza precedenti dell'attività produttiva su scala globale. La domanda espressa dal settore privato (sia per consumi che per investimenti) conosce una drastica riduzione – per effetto di pesanti effetti ricchezza negativi e del-

la straordinaria incertezza esistente – che conduce a una vera e propria caduta verticale dei flussi di commercio internazionale. Al fine di evitare la ripetizione di uno scenario paragonabile a quello già vissuto ottant'anni prima durante la Grande Depressione, le leve della politica economica vengono prontamente utilizzate.

Diversamente da quanto accaduto durante la Grande Depressione, la politica monetaria viene gestita fin da subito in modo fortemente espansivo. I tassi di interesse di *policy* raggiungono rapidamente i livelli minimi. Una volta toccato il pavimento (*zero lower bound*) ha inizio – prima negli USA e successivamente nel Regno Unito e nell'Eurozona – una massiccia operazione di *quantitative* e *credit easing* che porta nel giro di poco tempo i bilanci delle principali banche centrali a triplicare di dimensione. Le operazioni al centro di queste misure non convenzionali di politica monetaria vertono sul conseguimento di un duplice obiettivo. *In primis*, ripristinare l'operatività di mercati e intermediari finanziari fornendo la maggior quantità possibile di liquidità anche a intermediari non bancari, su scadenze lunghe e a fronte di collaterale di qualità non elevata. In secondo luogo, mantenere bassi i tassi di interesse reali sulle scadenze più lunghe, mediante una politica di *extended forward guidance* fatta di annunci volti a convincere i mercati che i tassi a breve sarebbero rimasti ancora per molto tempo su livelli minimi.

I limiti e i rischi di tali operazioni sono tangibili. L'enorme crescita della massa monetaria unita al mantenimento di tassi di interesse su livelli prossimi allo zero comporta sia il rischio di inflazione che la possibilità che diversi intermediari finanziari tornino ad assumere posizioni rischiose. In realtà, il rischio di inflazione non si materializza. L'enorme quantità di liquidità immessa nel sistema viene per gran parte trattenuta a scopo precauzionale – dalle stesse banche commerciali all'interno dei conti di riserva detenuti presso le banche Centrali – contribuendo a una sostanziale diminuzione dei moltiplicatori monetari. La ripresa economica non si manifesta

con l'intensità auspicata e in molti Paesi i livelli di attività sono – dopo sette anni dall'inizio della crisi – ancora inferiori a quelli esistenti alla fine del 2007. In modo assolutamente speculare, il mercato del lavoro rimane ancora caratterizzato da un tasso di disoccupazione superiore al livello considerato normale. La materializzazione del *risk taking channel* costituisce invece – al trascorrere del tempo – uno scenario sempre più concreto che pone seri dubbi sulla sostenibilità nel lungo periodo di questo tipo di intervento, che potrebbe creare i presupposti per una nuova ondata di fenomeni di instabilità finanziaria.

Sul fronte della politica fiscale si registrano una serie di interventi espansivi, privi di un adeguato coordinamento tra i principali decisori nazionali. La politica fiscale risente non solo dell'operatività degli stabilizzatori automatici (come nel caso italiano) ma di numerosi e intensi interventi di carattere discrezionale che in taluni Paesi comportano una vera e propria esplosione del deficit pubblico (come negli USA, in cui il deficit raggiunge il 12% del PIL). La maggior domanda pubblica si sostituisce alla domanda privata, contribuendo ad attenuare le conseguenze negative della crisi per il PIL dei principali Paesi avanzati ed emergenti. Tuttavia, lo *stock* di debito pubblico – sia per effetto del maggior fabbisogno che in conseguenza della recessione – cresce rapidamente in proporzione al PIL. In alcuni Paesi il debito in quota di PIL cresce intensamente per via del sostegno fornito a sistemi bancari prossimi a una situazione di *default*. Anche in ambito fiscale si evidenziano rapidamente i rischi e i limiti degli interventi condotti per fronteggiare la crisi. Già alla fine del 2008 il Fondo Monetario Internazionale sottolinea la possibilità che numerosi Stati sovrani possano andare rapidamente incontro a una condizione di insostenibilità dei conti pubblici. Nell'arco di poco tempo, gli USA si trovano a fronteggiare il problema del *fiscal cliff*. All'interno dell'Eurozona si viene invece a manifestare un circolo vizioso che unisce la insostenibilità dei conti pubblici al rischio di insolvenza dell'intero settore ban-

cario secondo un meccanismo di causazione bidirezionale. Emerge con forza la necessità di riportare sotto controllo i conti di numerosi Stati sovrani, che però si scontra con la presenza di una fase congiunturale ancora decisamente fragile. L'austerità fiscale – necessaria per evitare *default* sovrani – rischia di essere controproducente non solo per l'andamento della ripresa, ma per gli stessi conti pubblici che si intende correggere, in conseguenza del forte impatto deflattivo delle manovre restrittive che riduce in maniera cospicua le entrate fiscali.

Dopo sette anni dallo scoppio della crisi, il problema della *exit strategy* – costituito dalla scelta del *timing* e delle modalità con cui porre termine allo straordinario attivismo nell'utilizzo della leva monetaria e fiscale – rimane per gran parte ancora irrisolto.

2.2. Riforme strutturali

La Grande Recessione (generata dalla Crisi Finanziaria Globale) è stata affrontata dalle autorità di politica economica dei principali Paesi industrializzati mediante un uso tipicamente keynesiano degli strumenti di stabilizzazione macroeconomica, ossia delle politiche della domanda aggregata che hanno assunto la forma tecnica di politiche (monetarie e fiscali) fortemente espansive.

Si può a buon diritto affermare che queste politiche espansive abbiano avuto successo: hanno infatti fermato la Grande Recessione e stabilizzato l'economia. In assenza di tali politiche, nell'unico esempio di recessione di grandi proporzioni precedente – ossia la Grande Depressione degli anni '30 – la recessione si era avvitata su sé stessa. Ma è altrettanto evidente che esse non sono state in grado di far ripartire l'economia riportandola rapidamente su un sentiero di crescita prossimo al pieno impiego. Il tasso di disoccupazione negli USA che era poco sopra il minimo storico del 4% prima della crisi dei *subprime* è salito al 10% dopo il fallimento di Lehman Brothers e ha imboccato il sentiero decrescente con una lentezza

esasperante (e inusuale rispetto all'esperienza storica recente). A tutt'oggi (fine 2013), è ancora sopra il 7%.

Alcuni economisti – tra cui il premio Nobel Paul Krugman – hanno argomentato che il motivo di questa incapacità di riportare l'economia in pieno impiego è l'eccessiva cautela delle autorità di politica fiscale: esse non avrebbero agito con sufficiente energia sullo strumento fiscale. Ciò può essere vero per alcuni Paesi, ma è difficile essere d'accordo quando il debito pubblico sale rapidamente come negli USA, fino a raggiungere il 100% del PIL. Ancora più eclatante il caso del Giappone dove il rapporto tra debito pubblico e PIL raggiunge e supera il 200%. In estrema sintesi ci sembra ragionevole sostenere che l'espansionismo fiscale e monetario keynesiano è in grado di stabilizzare l'economia, ma non di farla ripartire e riportarla rapidamente in prossimità della piena occupazione.

A fronte dei forti squilibri di finanza pubblica generati da queste politiche espansive, sia negli USA che in Europa si è manifestata negli ultimi anni – soprattutto dal 2010 – una fortissima spinta al riequilibrio fiscale. Nell'Eurozona colpita dalla crisi del debito sovrano, questa politica si è caratterizzata come austerità fiscale. In altri termini si è finito con l'adottare un'impostazione di politica fiscale opposta a quella che sarebbe stata necessaria – secondo una logica keynesiana – per portare a termine la stabilizzazione macroeconomica ristabilendo la piena occupazione. Venuta meno l'opzione fiscale per il sostegno della crescita, nei Paesi periferici dell'Eurozona – Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia – ha ripreso vigore un'impostazione di politica economica di stampo liberista che sottolinea la necessità di riforme strutturali ossia: politiche di flessibilizzazione della struttura del mercato del lavoro (riduzione delle barriere e dei costi che le imprese devono sostenere per il licenziamento e l'assunzione dei lavoratori, aumento della flessibilità dei contratti di lavoro); politiche di liberalizzazione dei mercati dei beni (riduzione delle barriere e dei costi che le nuove imprese devono sostenere per accedere a un mercato, ad esempio libera-

lizzazione delle licenze per i taxi, semplificazione burocratica per l'apertura di nuove imprese, ecc).

Queste riforme, che si configurano come politiche dell'offerta aggregata, sono attraenti perché – sostengono gli economisti di matrice liberista – aumentano la produttività/competitività del sistema economico e “non costano nulla”, ossia non pesano sul bilancio pubblico. Proviamo ad andare un po' più a fondo.

Possiamo distinguere due effetti delle riforme strutturali. In primo luogo esse aumentano la pressione competitiva sulle imprese (già presenti sul mercato) e riducono il potere di mercato delle imprese e per questa via il *markup* – ossia la differenza tra prezzo e costo medio – e rendono quindi più flessibili i prezzi verso il basso. In secondo luogo, esse accrescono la produttività del lavoro (ossia la quantità prodotta per unità di lavoro impiegato). Discutiamone separatamente l'impatto macroeconomico.

Consideriamo innanzitutto gli effetti delle riforme strutturali sul potere di mercato delle imprese. Dobbiamo distinguere due scenari. Il primo è uno scenario di piena occupazione, ossia una situazione di equilibrio per il mercato del lavoro. In condizioni di pieno impiego il PIL è determinato dal lato dell'offerta (e si colloca al suo livello potenziale) e la domanda di beni si adegua all'offerta. In queste condizioni la riduzione del potere di mercato accresce la domanda di lavoro (da parte delle imprese rese più concorrenziali) e quindi il livello di occupazione (piena) e il PIL. Inoltre i prezzi scendono e per questa via aumenta anche la domanda, sia interna che estera, di beni e servizi, in modo da eguagliare la domanda aggregata all'offerta aggregata di pieno impiego (accresciuta per il meccanismo visto prima).

Nel secondo scenario, caratterizzato dalla presenza di disoccupazione keynesiana, il sistema è lontano dal pieno impiego e il PIL (inferiore al potenziale) è determinato dalla domanda aggregata di beni, mentre l'offerta di beni si adegua alla domanda. In queste condizioni, il solo effetto rilevante della liberalizzazione dei merca-

ti è la diminuzione dei prezzi, che induce un incremento della domanda sia interna che estera di beni. Osserveremo anche in questo caso un aumento del PIL e quindi un effetto benefico dell'aumento della pressione concorrenziale.

Consideriamo ora gli effetti delle riforme strutturali sulla produttività del lavoro. Quando il sistema è già in piena occupazione, un aumento della produttività accresce la domanda di lavoro (da parte delle imprese) e quindi il livello di occupazione (piena) e il PIL. Inoltre i prezzi scendono e per questa via aumenta anche la domanda, sia interna che estera, di beni e servizi.

Se il PIL e l'occupazione correnti sono inferiori ai livelli di piena occupazione, però, non è affatto detto che politiche intese ad aumentare la produttività abbiano necessariamente effetti positivi sul PIL. A fronte di un effetto positivo sulla domanda aggregata e sul PIL dovuta alla riduzione dei prezzi, un aumento della produttività potrebbe indurre una diminuzione dell'occupazione. Avremmo così il paradosso di un aumento della produttività che si porta appresso un aumento del PIL, ma una diminuzione dell'occupazione (avremmo cioè progresso tecnico *labour saving*).

Sia nel caso di riduzione del potere di mercato che nel caso di aumento della produttività, in condizioni di non pieno impiego l'effetto delle riforme strutturali sul PIL è veicolato esclusivamente dalla riduzione dei prezzi. Generalmente esso è positivo. In presenza di *zero lower bound*, tuttavia, l'effetto deflazionistico delle riforme strutturali potrebbe essere controproducente: se il tasso di interesse è prossimo allo zero, infatti, una riduzione dei prezzi fa aumentare il peso reale del debito e riduce gli investimenti. Al di là delle considerazioni precedenti – che tendono comunque a ridimensionare l'impatto positivo delle riforme strutturali rispetto alla opinione di consenso – le riforme strutturali soffrono di un difetto fondamentale: esse sono di difficile e lunga gestazione e possono essere facilmente annacquate o cancellate. Le riforme strutturali infatti toccano gli interessi costituiti – ad esempio delle imprese

che godono di una posizione monopolistica – e quindi sono avver-
sate dalle *lobby* che trovano udienza presso il ceto politico. Per at-
tuare e consolidare le riforme strutturali occorrono tempi lunghi,
mentre l'uscita dalla recessione richiede misure di breve periodo e
di impatto immediato.

2.3. Riforme di tipo regolatorio

Non sorprende che l'immediata, forse inevitabile, reazione alla crisi
scoppiata nel 2007-2008 sia stata un massiccio ritorno del controllo
pubblico sui mercati finanziari e della loro regolamentazione, an-
che sotto la pressione della pubblica opinione che ha reso politica-
mente possibile sia l'importante impegno di denaro pubblico per
il "salvataggio" dei sistemi finanziari, sia una tendenza al rafforza-
mento delle politiche di regolamentazione in molti Paesi, con mo-
dalità diverse e con qualche tratto di nazionalismo. Tuttavia, esi-
ste una profonda scollatura fra la dimensione globale del problema
della stabilità finanziaria e la dimensione prevalentemente naziona-
le della regolamentazione. Le politiche per la stabilità finanziaria
devono percorrere una strada stretta, in cui l'erogazione di prestito
di ultima istanza non alimenti l'azzardo morale e non pregiudichi
la credibilità della Banca centrale. Con la "finanziarizzazione" e il
numero crescente di istituzioni finanziarie "*too big to fail*" (talvolta,
"*too big to rescue*"), la strada è diventata ancora più impervia.

Prevenire le crisi finanziaria sarebbe meglio che trovarsi a do-
verla curare. Per la prevenzione ci sono due linee di intervento: la
regolamentazione degli attori e dei mercati finanziari e la supervi-
sione del loro funzionamento da parte delle Banche centrali o di
altri organi di vigilanza. La regolamentazione tende a "forzare" le
istituzioni finanziarie ad assumere comportamenti prudenti, com-
provati dal soddisfacimento di vincoli formali standardizzati: coef-
ficienti di riserva obbligatoria, coefficienti di adeguatezza patrimoniale e simili. La supervisione dovrebbe accompagnarsi alla possi-

bilità di esercitare forme di pressione (*moral suasion*) mirate e flessibili. La prudenza e l'autorevolezza degli organi di supervisione, tuttavia, non garantiscono automaticamente l'efficacia della *moral suasion*; in particolare, una autorità di vigilanza nazionale deve disporre di potere reale (incentivi, penalizzazioni), e ciò accade quando l'orizzonte di *business* degli operatori sui cui esercita la sorveglianza è anch'esso prevalentemente nazionale. Così, la globalizzazione finanziaria ha da un lato svuotato di efficacia l'azione degli organi di supervisione nazionale sugli stessi attori nazionali, i quali operano ormai in un orizzonte macroregionale o mondiale; in altre parole, la regole stringenti rimangono quelle nazionali, ma si applicano nei confronti di soggetti per i quali diventa sempre più facile evaderle. Dall'altro lato, la globalizzazione ha conferito una centralità oggettiva ad organismi internazionali di sorveglianza a livello regionale o globale, i quali però mancano di reali poteri.

Gli organismi che supervisionano i mercati globali sarebbero potenzialmente più attrezzati a cogliere i segnali di crisi incipienti; tuttavia, essi dispongono di reale autorità solo nei confronti di quegli stati che dipendono dal loro eventuale sostegno finanziario – normalmente, si tratta di Paesi finanziariamente piccoli e fragili che faticano ad avere accesso ai mercati finanziari. La supervisione internazionale dei grandi attori che non dipendono finanziariamente dal supervisore, invece, non ha la forza né del bastone né della carota e raramente potrà essere efficace nel prevenire l'accumularsi di condizioni di fragilità finanziaria nei Paesi "forti". Si auspica naturalmente che cresca la collaborazione internazionale in materia di regolamentazione finanziaria, ma non si fa politica con gli auspici ed è ingenuo aspettarsi cooperazione senza un solido *know how* su come raggiungere l'obiettivo.

Le vicende finanziarie del XX secolo documentano infatti che non è ragionevole aspettarsi la stabilità finanziaria dalla sola adozione di codici di regolamentazione. Infatti, nessuna forma di regolamentazione si è rivelata di per sé sufficiente ad evitare le crisi;

anzi, alcune innovazioni finanziarie che hanno condotto a nuove crisi sono paradossalmente state la conseguenza dell'introduzione di particolari regolamentazioni.

Questo *know how* non è solo di natura tecnica. La finanza, per sua natura, eccede la dimensione puramente tecnica: ogni risposta reale al bisogno di "credito" (di denaro, ma anche di fiducia) non può che venire dalle persone e dalla loro naturale socialità. C'è quindi una ragione logica per cui la regolamentazione non può automaticamente raggiungere l'obiettivo della stabilità finanziaria: le regole che oggi auspichiamo vengano introdotte sono quanto di meglio si possa proporre, sulla base di quello che l'esperienza di ieri ci ha suggerito; ma nessuno può assicurare che saranno all'altezza dei problemi di domani. Una volta introdotto, un nuovo sistema di regole tende a modificare il comportamento degli attori in modo tale da rendere le regole stesse "endogenamente" inefficaci o addirittura controproducenti, inducendo comportamenti innovativi particolarmente rischiosi o capaci di accentuare la vulnerabilità del sistema alle crisi, ad esempio creando tipologie contrattuali nuove, ad alto rischio e potenziale alto rendimento, che non rientrano fra quelle soggette alla regolamentazione prudenziale. Così, la lettera della regolamentazione viene rispettata, ma la sua efficacia è erosa dal di dentro. Se l'assunzione di rischi eccessivi non viene autoalimentata dalla prudenza "volontaria" degli operatori, l'eccessiva espansione del credito sfocerà inevitabilmente in una nuova crisi – che sarà diversa dalle precedenti nelle sue forme, anche se non nella sostanza.

Una importante lezione della recente crisi è stata che la regolamentazione e la supervisione dei sistemi finanziari necessita di un orientamento macro-prudenziale che finora è mancato. Si è scoperto, o riscoperto, che le politiche di stabilizzazione macroeconomica (ad esempio il controllo degli aggregati monetari per evitare tensioni inflazionistiche) e le politiche micro-prudenziali (riferite a singole istituzioni o a singoli comparti del mercato finanziario) non sono

sufficienti, perché lasciano un vuoto regolamentare da riempire. Le decisioni dei singoli operatori finanziari, infatti, producono degli effetti sistemici che non sono tenuti in considerazione nel processo decisionale, rivolto ai soli costi e benefici attesi interni. Queste “esternalità” vengono poi moltiplicate dal comportamento collettivo degli operatori finanziari, ciascuno dei quali, come è noto, raccoglie le informazioni utili a scegliere il proprio comportamento osservando le decisioni altrui. Ne risulta una oggettiva situazione di interdipendenza fra attori e fra singoli comparti del mercato finanziario, che rende il suo funzionamento eccessivamente pro-ciclico (si espande il credito quando questo è già abbondante, lo si contrae quando è scarso), e quindi fragile. Naturalmente, riconoscere la necessità di una politica macro-prudenziale non equivale a sapere come realizzarla.

3. *La crisi in Europa*

3.1. Quali legami tra la crisi dell'Eurozona e la crisi finanziaria

La Grande Recessione nasce e si sviluppa all'interno del settore privato statunitense, si diffonde rapidamente al resto del mondo attraverso canali di interdipendenza finanziaria e reale e provoca gli effetti negativi più duraturi all'interno della regione europea, colpendo in modo particolarmente virulento l'attività produttiva e le finanze pubbliche di diversi Paesi membri dell'Eurozona.

L'avvio della fase finale del processo di unificazione monetaria – caratterizzata prima (1999) dalla fissazione irrevocabile delle parità di cambio e successivamente (2002) dall'introduzione fisica della moneta comune – coincide con il sostanziale annullamento dei differenziali di tasso di interesse (sulla scadenza decennale) tra i titoli del debito pubblico emessi da differenti sovrani membri dell'Eurozona. L'introduzione dell'Euro si accompagna – nonostante la

presenza di significative differenze strutturali tra le economie della *Core Europe* (come la Germania) e quelle dei Paesi della periferia europea (come i PIIGS) – alla scomparsa sia del rischio di cambio (*exchange rate risk*) che del rischio sovrano (*sovereign risk*). I tassi di interesse – sia nominali che reali – rimangono su un basso livello nell'intera unione monetaria. Si assiste a una forte crescita dell'indebitamento non solo sovrano ma anche del settore privato, che (in alcune economie PIIGS) sfocia anche in un crescente indebitamento verso l'estero riconducibile sia agli andamenti divergenti di salari, produttività e costi unitari del lavoro che allo sviluppo di bolle immobiliari. Non casualmente, prima dello scoppio della crisi, ben sette dei primi dieci Paesi al mondo per dimensione (in quota del PIL) del debito del settore privato non finanziario si trovano all'interno dell'Eurozona; crescono le attività del settore bancario e aumentano i flussi di capitale – soprattutto tramite il canale bancario – che originano nei Paesi della *Core Europe* per soddisfare la crescente domanda di credito espressa da famiglie e imprese nei Paesi PIIGS (che in Spagna e Irlanda deriva anche e soprattutto dalla domanda di mutui immobiliari).

I numerosi e profondi squilibri (sia di carattere reale che finanziario) – generati sia dalla Grande Moderazione che dall'imperfetto assetto istituzionale della Unione Monetaria Europea – deflagrano non appena la crisi globale si manifesta. I mercati effettuano un *repricing* del rischio anche e soprattutto all'interno dell'Eurozona. Gli *spread* sovrani crescono, prima lentamente e poi intensamente. L'ampliamento degli *spread* unito alla mancata realizzazione delle riforme strutturali – necessarie per compensare le maggiori rigidità indotte dalla moneta unica – rende difficile avviare la ripresa all'indomani della fase più acuta della crisi. Tutti i Paesi PIIGS entrano in una profonda recessione. Grecia, Irlanda e Portogallo sono costretti a richiedere l'intervento della Troika (formata da Fondo Monetario Internazionale, Commissione Europea e Banca Centrale Europea) al fine di superare le difficoltà di un processo di aggiu-

stamento oltremodo costoso, reso necessario dal venir meno dei flussi di finanziamento erogati dai mercati. Vengono negativamente influenzate le condizioni di finanziamento non solo dei debitori sovrani ritenuti più deboli, ma anche dei soggetti privati che risiedono all'interno delle giurisdizioni in cui operano i sovrani giudicati in difficoltà, arrivando ad alterare le condizioni di unicità della politica monetaria. In particolare si manifesta un vero e proprio circolo vizioso tra Stati sovrani e sistemi bancari, che rende difficile realizzare politiche di austerità fiscale e che accentua le difficoltà ad erogare credito all'interno delle regioni che ne avrebbero maggiormente bisogno.

La crisi dimostra come – analogamente a quanto accaduto a livello globale – anche all'interno dell'Eurozona si fossero prodotti squilibri correnti sostenuti dallo sviluppo di un sistema finanziario troppo grande, che aveva accumulato rischi eccessivi in assenza di adeguata capitalizzazione e di un regolatore/supervisore centralizzato.

Pertanto la crisi dimostra come – in assenza di un sufficiente grado di flessibilità e di un opportuno assetto istituzionale – l'introduzione di una moneta unica possa risultare controproducente al punto da comportare dei costi così elevati da mettere seriamente in discussione lo stesso processo di unificazione monetaria.

3.2. L'inadeguatezza dell'architettura istituzionale europea

Non è un mistero per nessuno che l'Unione Europea stia attraversando un momento di difficoltà. Le sue cause sono molteplici: al fondo, c'è un problema ineludibile di quale sia il "senso" di un percorso politico-economico comune; oggi, sembra che le tante buone ragioni dell'Europa delle origini siano dimenticate, oppure siano percepite come un fatto del passato: ammirevole, ma irrimediabilmente passato. Tuttavia, le difficoltà che appaiono con maggiore evidenza riguardano la traiettoria economico-finanziaria del per-

corso comune. In particolare, la desiderabilità della moneta unica europea, l'Euro, vien frequentemente messa in discussione e vengono elencate diverse ragioni per cui il funzionamento delle istituzioni europee non è all'altezza del compito a cui sono preposte.

Senza pretesa di offrire un quadro esauriente delle molte questioni in gioco, è utile ricordare che la creazione della moneta unica europea (una moneta unica non derivante da una unificazione politica – come nel caso della lira, che è diventata la moneta unica dell'Italia unita – o dall'esito della vittoria di una parte in una guerra civile – come nel caso del dollaro americano) ha conservato le sovranità nazionali, delegando il solo esercizio della politica monetaria ad un organo sovranazionale, la Banca Centrale Europea/Sistema Europeo delle Banche Centrali (BCE/SEBC).

Un mercato unico, una moneta unica (per un numeroso sottinsieme dei membri dell'Unione) e molti Stati: per tenere insieme questo insolito quadro, il disegno istituzionale dell'Unione include alcune norme in merito a come coordinare fra loro le diverse politiche economiche nazionali dei Paesi che avevano scelto di adottare la moneta unica. Le linee guida che riguardano il coordinamento delle politiche nazionali sono indicate nello stesso Trattato di Maastricht del 1992, che ha reso possibile l'unificazione monetaria. Con la recente crisi finanziaria, sono venute prepotentemente alla ribalta alcune critiche che già nei primi anni Novanta erano state mosse (soprattutto da parte degli studiosi) al disegno istituzionale dell'unione monetaria europea.

L'architettura istituzionale dell'UME è caratterizzata da elementi di oggettiva complessità, che rendono molto difficile gestire l'intreccio fra stabilità delle istituzioni bancarie e finanziarie e sostenibilità del debito pubblico, continuamente messi sotto pressione dai mercati finanziari globali. In una unione monetaria, ci sono tre ambiti importanti di politica macroeconomica sui quali occorre stabilire sia chi esercita il potere decisionale, sia quanto e come tale potere debba essere esercitato nell'ambito di regole comuni e/o di

forme di coordinamento internazionale. I tre ambiti sono le politiche monetarie, le politiche fiscali (tassazione e spesa pubblica), le politiche per la stabilità dei sistemi finanziari. In sintesi, nell'UME abbiamo un mercato unico, nel quale circolano liberamente beni, servizi, persone e attività finanziarie; una moneta unica e un'unica politica monetaria per tutti i Paesi dell'Eurozona, decisa da Banca Centrale Europea/Sistema Europeo delle Banche Centrali (BCE/SEBC); un certo numero di Stati sovrani al suo interno, ciascuno dei quali decide in merito ai propri livelli e composizione di tassazione, spesa pubblica, indebitamento pubblico.

Avendo un'unica moneta e un'unica politica monetaria, i singoli Paesi membri dell'UME emettono il loro debito pubblico in una moneta sovranazionale, l'Euro, che non controllano individualmente. Nessun singolo Paese europeo può emettere la moneta in cui è denominato il suo debito. Il singolo Paese europeo, dunque, non può "ricomprarsi" il suo debito emettendo carta moneta e creando inflazione, cioè "sgonfiando" il potere d'acquisto della ricchezza monetaria e finanziaria a disposizione dei cittadini (ossia raccogliendo risorse reali dai suoi cittadini, poiché l'inflazione è di fatto una tassa, per di più particolarmente gravosa sulle fasce meno abbienti). Il singolo Paese europeo si trova perciò sui mercati finanziari in una posizione (*original sin*, in gergo) simile a quella in cui trova di un Paese emergente, che riesce sì a collocare il proprio debito pubblico, ma solo a condizione che sia denominato in valuta estera (dollari, tipicamente) e non in valuta locale. Per tenere insieme questo quadro insolito e oggettivamente problematico, il disegno istituzionale dell'Unione ha previsto alcune norme generali di coordinamento fra loro le diverse politiche.

Quanto alle politiche fiscali, esse costituiscono la "cifra" fondamentale della sovranità economica di ciascun Paese membro dell'Eurozona, che la esercita facendosi carico della copertura finanziaria della propria spesa pubblica, senza ricorso alla creazione di moneta. Nonostante se ne sia ripetutamente parlato, non si è

mai seriamente intrapreso il percorso verso una politica fiscale comune nell'Unione.

I Paesi membri dell'UME debbono però rispettare regole fiscali comuni, che riprendono il “patto di stabilità” già presente nel Trattato di Maastricht, riformulato in termini di “patto di stabilità e crescita” e ora sfociato negli accordi chiamati Fiscal Compact che, pur mirando al pareggio di bilancio, hanno sostanzialmente conservato la logica di un vincolo aggregato che consiste in un “tetto” alla differenza fra spesa pubblica e tassazione ritenuta compatibile con l'essere membro dell'UME.

Le regole fiscali previste dai trattati dell'UME fissano un limite percentuale al rapporto debito/PIL (60%) e al rapporto disavanzo pubblico/PIL (ossia, la parte della spesa non coperta dalla tassazione non può eccedere il 3% del PIL; deve essere pari a zero, invece, nell'ambito del Fiscal Compact).

L'idea di avere regole fiscali comuni è giusta: in una unione monetaria, un disavanzo (o un debito) eccessivo da parte di un Paese ha delle ricadute negative sugli altri Paesi, ed è sensato limitare l'incentivo a comportamenti opportunistici (il Paese A spende in modo eccessivo; il Paese B finirà per pagarne almeno in parte le conseguenze). Ma le specifiche regole adottate sono giuste, ossia rispondono a quel che dovrebbe essere il loro scopo?

A questo proposito, le due soglie “legali” del 3% e del 60% sono discutibili sul piano economico (erano semplicemente la media statistica dei dati relativi ai Paesi del Sistema Monetario Europeo, e non c'è nulla di “magico” nel loro livello); inoltre, si sono rivelate fragili dal punto di vista politico: sono state difficili da far rispettare, sia per la diffusione di pratiche contabili “creative” (esempio Grecia), sia per la presenza di pressioni politiche difficili da contrastare (esempio: la “sospensione” del Patto da parte di Germania e Francia nel 2003).

Tuttavia, oltre a queste critiche tutto sommato marginali, sembra importante offrire considerazioni più fondamentali. Il deficit

pubblico di un Paese può non essere sostenibile non solo a causa della eccedenza della spesa pubblica rispetto alla tassazione; l'insostenibilità potrebbe derivare anche da un rapporto della spesa pubblica sul PIL troppo alto (possibile sintomo di eccessiva diffusione di posizioni di "rendita", o di eccessiva burocratizzazione nella produzione di beni pubblici), accompagnato da un rapporto fra la tassazione e il PIL anch'esso sufficientemente elevato da soddisfare il limite del rapporto deficit/PIL (col rischio che sia troppo elevato, cosa spesso problematica, perché facilita l'insorgere di distorsioni e ingiustizie). In altre parole, la qualità della spesa e la qualità della tassazione devono essere attentamente considerate e discusse – altrimenti, i vincoli aggregati diventano gabbie il cui rispetto formale non indica affatto un equilibrio nell'intervento pubblico.

Quanto alle politiche finanziarie, l'UME prevede un'unica politica monetaria esercitata centralmente da BCE/SEBC, mentre le autorità nazionali continuano a esercitare la vigilanza sui propri sistemi finanziari, secondo regole e procedure di supervisione nazionali da coordinare in un momento successivo.

Tuttavia, un sistema finanziario integrato, una moneta unica e molte istituzioni nazionali di vigilanza costituiscono una configurazione molto problematica, come la crisi finanziaria ha ampiamente dimostrato. La BCE può intervenire come "prestatore di ultima istanza" a livello di sistema, ma se la funzione di supervisione rimane a livello nazionale è inevitabile che si creino tensioni fra Paesi membri quando, a presentare problemi di instabilità, sono banche e istituzioni finanziarie *cross-border*. Quando ad essere in difficoltà finanziarie è la filiale di una banca del Paese A che opera nel Paese B, quale dei due Paesi avrebbe dovuto prevenire il problema? A chi tocca sopportare i costi della gestione della crisi?

Per mettere a fuoco l'inadeguatezza istituzionale dell'UME a far fronte alla dimensione finanziaria della crisi attuale, è possibile rivisitare il vecchio "trilemma", secondo cui i Paesi non possono contemporaneamente avere tassi di cambio fissi (o un'unica mone-

ta), integrazione finanziaria e autonomia delle loro politica monetaria (con l'UME, si scelse di abbandonare l'autonomia monetaria). L'attuale inadeguatezza dell'architettura istituzionale dell'UME nel coordinare le tre dimensioni (fiscale, monetaria e finanziaria) può essere rappresentata secondo quello che l'economista Pisani-Ferry ha definito come un nuovo "trilemma": la proibizione del finanziamento dei disavanzi fiscali mediante moneta, l'autonomia delle politiche di supervisione finanziaria, la non corresponsabilità dei debiti pubblici nazionali costituiscono tre elementi la cui compresenza è problematica.

Dalla nuova versione del "trilemma", emergono tre possibili linee di riforma dell'architettura istituzionale delle politiche dell'UME: un cambiamento del mandato della BCE in modo che funga da "prestatore di ultima istanza" nei confronti dei debitori sovrani; la realizzazione di una vera e propria unione bancaria; la creazione di una vera e propria unione fiscale, con l'emissione di titoli comuni. Di tutte e tre le alternative si è discusso, qualche passo è stato mosso, ma il trilemma non è risolto perché diverse soluzioni comportano diverse distribuzioni dei costi fra i Paesi membri. Quel che vale la pena di notare è che, purtroppo, anche l'indecisione è molto costosa.

3.3. I primi passi di riforma istituzionale dell'Eurozona: verso la realizzazione dell'Unione bancaria

La crisi del debito sovrano – scoppiata nel 2010 – ha messo in crisi, nel corso del 2011, le banche europee che si erano liberate (negli anni precedenti) dei titoli privati, considerati più rischiosi, sostituendoli con titoli pubblici considerati – erroneamente, con il senno di poi – privi di rischio. Questo intreccio perverso ha sorpreso l'Eurozona in una condizione di frammentazione nazionale dei sistemi di assicurazione dei depositi e di supervisione bancaria – la vigilanza sulle banche per ciascuno Stato membro è rimasta infat-

ti nelle mani della corrispondente banca centrale nazionale anche dopo la cessione della sovranità monetaria alla BCE – e di assenza di un meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie. Pertanto i vertici dell’Unione Europea hanno dovuto “inventare” una risposta alla crisi – sommariamente delineata nel giugno 2012 – che si è incentrata sulla creazione di un’Unione bancaria. L’Unione bancaria è basata su quattro pilastri: *a)* un quadro di regolamentazione prudenziale; *b)* un sistema “armonizzato” di assicurazione dei depositi; *c)* un meccanismo unico di vigilanza sulle banche (*Single Supervisory Mechanism*, SSM); *d)* un meccanismo unico di soluzione delle crisi delle banche (*Single Resolution Mechanism*, SRM). L’Unione bancaria è aperta potenzialmente a tutti gli Stati membri dell’Unione Europea (ottomila banche), ma si applica immediatamente ai diciotto Stati membri dell’Eurozona (seimila banche).

Regolamentazione prudenziale. Il quadro regolamentare è basato sull’accordo di Basilea III tra le banche centrali, che rende più stringenti i requisiti patrimoniali delle banche ed è stato incorporato nel *framework* legale dell’Unione Europea attraverso un’apposita direttiva (*Capital Requirements Directive*) entrata in vigore nel luglio 2013.

Assicurazione sui depositi. Il secondo pilastro dell’Unione bancaria è l’armonizzazione dei sistemi di assicurazione dei depositi. Si è parlato a lungo di un sistema unico di assicurazione dei depositi, ma esso non è stato possibile per l’opposizione della Germania. Non ci sarà quindi l’unificazione degli schemi per l’assicurazione dei depositi (rimarranno in vigore schemi nazionali), ma si andrà verso un’armonizzazione. In particolare verranno assicurati integralmente i depositi al di sotto dei centomila euro in tutti i Paesi membri dell’Eurozona come stabilito dall’apposita direttiva (*Deposit Guarantee Scheme Directive*)

Meccanismo unico di vigilanza sulle banche. Il *Single Supervisory Mechanism* (SSM) è già dotato di un regolamento, entrato in vigore nel novembre 2013. La BCE ha poteri molto estesi per quanto ri-

guarda la vigilanza del sistema bancario dell'Eurozona. In particolare essa ha la vigilanza diretta sulle banche sistemicamente importanti, ossia con attività superiori a trenta miliardi di euro (o con attività il cui valore è pari almeno al 20% del PIL nazionale del Paese in cui la banca ha sede legale). Si tratta di circa centotrenta banche (su seimila banche dell'Eurozona). Inoltre la BCE vigila sulla vigilanza esercitata dalle banche centrali nazionali (appartenenti all'Eurosistema) sulle banche nazionali non sistemicamente importanti. Nell'ambito della BCE è istituito un Comitato di Vigilanza (*Supervisory Board*) distinto dagli organismi decisionali relativi alla politica monetaria.

Meccanismo unico di risoluzione delle crisi. Il *Single Resolution Mechanism* (SRM) applica le regole della direttiva sulla soluzione delle crisi (*Bank Recovery and Resolution Directive*). Gioca un ruolo cruciale nello SRM il Fondo Unico per la Soluzione delle crisi (*Single Resolution Fund*) che comincerà a raccogliere fondi nel 2015 per accumulare una dotazione di cinquantacinque miliardi di euro in dieci anni. Inizialmente, ossia a partire dal 2015, ci saranno fondi di soluzione nazionali, che confluiranno in un unico fondo nel giro di dieci anni. Le banche contribuiranno ai fondi nazionali (e quindi, a regime, al fondo unico) in proporzione ai rischi che prendono. Il Fondo unico sarà a regime nel 2025, ma i fondi nazionali saranno operativi dal 2015. Il SRM entra in azione quando la BCE segnala che una banca soggetta a SSM è in difficoltà e deve essere salvata. Si mette in atto a questo punto il *bail-in* della banca stessa consistente nella riduzione del valore delle passività della banca e/o nella loro trasformazione in capitale (*equity*). Il SRM introduce una gerarchia dei soggetti creditori che sosterranno il costo della risoluzione (ossia che dovranno accettare una riduzione del valore delle loro attività nei confronti della banca): in cima alla gerarchia ci sono gli azionisti della banca in difficoltà, seguono i proprietari di obbligazioni emesse dalla banca e quindi i depositanti con depositi superiori ai centomila euro. I depositanti minori, os-

sia con depositi fino a centomila euro, sono totalmente esentati dal *bail-in*. Azionisti, obbligazionisti e grandi depositanti saranno tenuti a coprire la prima perdita fino ad una certa soglia delle passività della banca. Poi entrerà in opera il fondo di soluzione (inizialmente quello nazionale, a regime quello unico) per un' altra frazione. Solo quando saranno esaurite queste possibilità i governi potranno passare al *bail-out* ossia al salvataggio con i soldi dei contribuenti.

Con questo assetto (sperimentato tentativamente nel corso della crisi cipriota), il peso della soluzione della crisi bancaria viene spostato dai contribuenti ai creditori della banca, come richiesto dalla Germania e dai Paesi nordici.

Nel vertice di dicembre l'Italia ha chiesto e ottenuto un “*back-stop*” o paracadute che assicura che nella fase iniziale dello SRM, dopo il *bail-in*, se a una banca serviranno ancora fondi, si potranno avere “finanziamenti ponte” da parte degli Stati membri o del cosiddetto fondo salva-Stati ovvero l'*European Stability Mechanism*.



SECONDA PARTE

Il modello di banca e di sistema finanziario; la situazione attuale e i passi da compiere

4. Il modello di banca e la sua crisi

4.1. L'evoluzione del modello di banca e la sua crisi

È opinione o quantomeno sensazione abbastanza diffusa che una delle principali ragioni della corrente crisi economica e finanziaria sia da ricercare in aspetti che attengono alla condotta morale di esponenti del settore finanziario. Sono numerosi gli episodi che si possono citare e che normalmente vengono alla mente in tema di comportamenti che antepongono il tornaconto personale e di breve periodo al bene comune o all'equilibrio del mercato.

Tale opinione a sua volta racchiude una questione, ovvero se i soggetti che operano nel mondo della finanza siano realmente più inclini a comportamenti illegali o immorali oppure se, semplice-

mente, trovandosi in posizioni nelle quali è possibile movimentare un grande volume di risorse in un contenuto intervallo di tempo non siano, a parità di inclinazioni morali, in grado di produrre effetti (dannosi) più estesi. A sua volta la dimensione degli effetti che possono essere prodotti, e quindi dei profitti personali che possono essere tratti, costituisce una “tentazione” alla quale alcuni soggetti possono trovare molto difficile resistere.

Allo stesso tempo, i soggetti che operano nel campo della finanza (analogamente al comportamento osservato in altri ambiti) possono trovare molti argomenti, per se stessi e per i loro interlocutori, in grado di giustificare razionalmente propri comportamenti che sotto altri profili sarebbero certamente da ritenere non commendevoli.

Il mondo della finanza è inoltre caratterizzato da asimmetrie informative importanti tra prestatori e fruitori di servizi finanziari e ciò può costituire un terreno relativamente fertile perché si generino comportamenti idonei a trarre in inganno sul reale valore dei beni scambiati i contraenti meno informati e non pienamente consapevoli delle loro caratteristiche soprattutto in termini di rischio.

L'attività bancaria in quanto tale risale a molto indietro nel tempo; vi è pertanto da chiedersi se ciò che abbiamo testimoniato nella crisi finanziaria corrente sia un naturale portato nell'evoluzione dell'attività bancaria oppure sia una grave manifestazione di anomalia della stessa. Per rispondere a tale domanda si può innanzitutto sostenere che, se le forme di attività bancaria hanno mostrato sensibili evoluzioni, la funzione di intermediazione svolta dalle banche è rimasta nel tempo pressappoco la stessa: trasferimento delle risorse finanziarie nello spazio mediante il sistema dei pagamenti e trasferimento delle risorse finanziarie nel tempo mediante la trasformazione delle scadenze.

La prima funzione (la gestione del sistema dei pagamenti) è di fondamentale importanza per il sistema del commercio nell'economia e quindi per la specializzazione del lavoro che comporta lo

scambio intenso di beni e servizi tra i diversi agenti economici e che in buona sostanza ha consentito enormi progressi materiali e sociali che si sono progressivamente estesi ad aree sempre più vaste della popolazione mondiale nel corso della storia del capitalismo prima industriale e poi finanziario.

Anche la seconda funzione è di fondamentale importanza, in quanto consente di coniugare esigenze di risparmiatori avversi al rischio e pertanto concentrate sul breve termine con quelle degli investitori e delle aziende che hanno bisogno di capitale a medio lungo termine, affinché dagli investimenti realizzati possa derivare una serie di flussi di cassa che consentano di ripagare i finanziamenti ottenuti.

Le principali innovazioni che hanno caratterizzato l'attività bancaria nel periodo citato sono state, per i fini che qui rilevano: l'estensione del ruolo delle banche di investimento; la progressiva spersonalizzazione dei mercati; l'innovazione finanziaria (in particolare nel segmento degli strumenti derivati e dei titoli strutturati); l'incremento del prestigio economico e dell'influenza sociale delle figure di vertice operanti presso gli intermediari finanziari.

4.2. Le banche di investimento: il loro ruolo

La banca d'investimento è una tipologia particolare di banca che, a differenza della banca commerciale classica (quella che tutti conosciamo e con la quale di norma abbiamo relazioni quando desideriamo avvalerci dei servizi di pagamento o di un mutuo per il finanziamento di una parte del prezzo di acquisto della casa ecc.), non raccoglie risparmio tra il pubblico sotto forma di depositi per erogare credito a imprese e alla pubblica amministrazione. La banca d'investimento interviene invece nel finanziamento dell'economia organizzando l'emissione e il collocamento di nuovi titoli, che generalmente originano dall'effettuazione di operazioni finanziarie straordinarie da parte di imprese: aumenti di capitale, offerte pub-

bliche iniziali finalizzate alla quotazione in borse, fusioni e acquisizioni di altre imprese, creazione di nuove imprese autonome sulla base di divisioni di imprese esistenti ecc. In questi casi, proprio la straordinarietà e la complessità delle operazioni richiede l'intervento di soggetti altamente specializzati, in grado di giudicare (spesso in breve tempo) le prospettive dell'azienda che desidera effettuare l'operazione e la recettività del mercato nel quale tale operazione deve essere effettuata. I banchieri di investimento non solo rispondono alla domanda di operazioni straordinarie che a loro provengono dalle imprese, ma a volte generano tale domanda, individuando operazioni potenzialmente interessanti (per esempio due imprese che combinandosi potrebbero ottenere una posizione di mercato più favorevole che restando autonome ecc.) e cercando di coinvolgere su tali operazioni i soggetti che possono avervi interesse.

I banchieri di investimento, come tutti i soggetti in un'economia di mercato, tanto più guadagnano quanto più i loro servizi sono apprezzati e quindi vi è un chiaro incentivo per essi a generare il maggior volume possibile di operazioni in quanto i loro ricavi non sono generati su base stabile (come per le banche commerciali), ma in base alla qualità, quantità e dimensione delle operazioni straordinarie realizzate. Ciò può indurre qualche soggetto a prestare maggiore attenzione alle potenzialità di ricavo che scaturiscono da una data operazione piuttosto che all'interesse degli altri soggetti coinvolti (società, investitori, mercato ecc.).

Caso paradigmatico in tal senso è quello delle cartolarizzazioni, per esempio di mutui *subprime*.

4.3. Cartolarizzazioni e modello *originate to distribute*: quali criticità?

Una delle principali criticità associate al modello *originate to distribute* (in breve OTD) riguardava il disallineamento di incentivi tra l'*originator* e gli altri operatori del sistema economico. L'*origina-*

tor infatti sostiene dei costi per la selezione dei migliori prenditori e il loro monitoraggio, raccogliendo informazioni (anche di natura qualitativa) sui prenditori stessi. L'incentivo a condurre tali – costose – attività di selezione e monitoraggio è rappresentato dall'illiquidità dei finanziamenti concessi: nel modello tradizionale *originate to hold*, i finanziamenti una volta concessi rimangono nel bilancio della banca per l'intera durata del finanziamento stesso. In presenza di cartolarizzazioni, invece, l'*originator* usa minore cautela nelle attività di selezione e monitoraggio in quanto i finanziamenti escono dal suo bilancio: generalmente fonda le sue decisioni di affidamento solo su informazioni di natura quantitativa, essenzialmente *credit score* (punteggio espressione del merito di credito) e *loan-to-value* (valore del prestito erogato a fronte della garanzia ricevuta). A ciò si aggiunga che i prezzi crescenti degli immobili fornivano ai prenditori l'*equity* con cui rimborsare i mutui e indebolivano ulteriormente l'incentivo a raccogliere informazioni di natura qualitativa. La minore cautela posta dalle banche *originator* nelle attività di selezione è confermata da diversa evidenza empirica. Con riferimento ai prestiti *subprime* erogati negli Stati Uniti tra 2001 e 2006, i tassi di *default* dei prestiti con maggiore probabilità di cartolarizzazione sono stati superiori di circa il 10-25% ai tassi riscontrati per i prestiti con minore probabilità di cartolarizzazione. Ancora, i tassi di *default* sono stati notevolmente superiori nelle regioni con più elevato tasso di cartolarizzazione, che del resto erano le regioni con elevata domanda latente ovvero con maggiore presenza di prenditori rischiosi con domande di finanziamento respinte.

Un'altra importante criticità associata al modello OTD riguardava il ruolo delle agenzie di *rating*. L'emittente di CDO lavorava con l'agenzia di *rating* per strutturare strumenti che ottimizzassero la dimensione della *tranche* a più elevato *rating* e riducessero in tal modo i costi di finanziamento per l'emittente. L'elevata domanda di CDO *senior* ha orientato il processo ad ottenere quanti più possibile CDO *senior* anche da pacchetti di prestiti di bassa qualità:

nel 2006, il 79% dei CDO in circolazione aveva *rating* AAA; risalendo a ritroso al *rating* degli strumenti sottostanti si ritrova un *rating* B+. In sostanza forme ripetute di cartolarizzazione hanno creato strumenti molto complessi, di difficile valutazione e non più legati alla qualità del sottostante; problema peraltro reso meno evidente dai prezzi crescenti degli immobili che determinavano bassi tassi di *default*. Si noti inoltre che un'elevata proporzione delle commissioni delle agenzie di *rating* derivava da prodotti di finanza strutturata e pertanto si determinava un incentivo per le agenzie ad espanderne quanto più possibile la copertura. Come gli *originator*, inoltre, le agenzie di *rating* basavano i loro giudizi solo su informazioni quantitative e non tenevano adeguatamente conto dei cambiamenti, intervenuti per effetto dalla diffusione del modello OTD, negli incentivi degli *originator* nella raccolta di informazioni qualitative. Si sono avuti cioè problemi sistematici nella qualità delle previsioni di *default* in quanto le agenzie di *rating* hanno usato parametri stimati usando dati relativi a un periodo con bassa cartolarizzazione. Da non trascurare anche che l'emittente di CDO pagava commissioni all'agenzia di *rating* per la strutturazione di tali strumenti: la banca d'investimento lavorava con le agenzie per massimizzare la *tranche* a elevato *rating*.

Tale circostanza è particolarmente rilevante, poiché, a differenza di quanto avviene per le obbligazioni dove le agenzie attribuiscono *rating* senza alcuna dipendenza da particolari clienti data la numerosità degli emittenti, per i CDO ciascuna agenzia dipendeva in via ricorrente da poche banche d'investimento, che in caso di insoddisfazione avrebbero potuto ricorrere ad un'altra agenzia portando con sé le relative commissioni. Si è cioè determinato un incentivo per le agenzie di *rating* a mettere a rischio la reputazione di lungo termine per assicurarsi *business* ripetuto – e di particolare rilievo per il bilancio delle agenzie stesse - con grandi intermediari.

Un fattore esogeno al modello OTD, che ha peraltro contribuito all'accentuarsi dei problemi ad esso legati, è da ricercare nella re-

golamentazione, che ha portato in tempi recenti tra l'altro all'adozione del *fair market value* come principio contabile dominante nella redazione dei bilanci, anche bancari. L'adozione di tale principio, che comporta essenzialmente la valorizzazione a prezzi di mercato di alcune poste di bilancio in particolare legate al portafoglio titoli delle banche, ha portato con sé prociclicità nei bilanci bancari, ossia un fenomeno di amplificazione delle fasi del ciclo economico. La valorizzazione di alcune poste di stato patrimoniale ai valori di mercato – ritenuti espressione del valore economico reale dagli organismi incaricati di emanare i principi contabili, in particolare FASB e IASB – implica che variazioni nei valori di mercato si traducano in variazioni del patrimonio della banca e quindi della sua leva finanziaria (intesa come rapporto tra attivo e patrimonio).

La reazione delle banche a tale modifica nei principi contabili è stata non di tipo passivo, bensì si è tradotta nell'adozione di una gestione attiva della leva finanziaria. In particolare le banche commerciali statunitensi hanno adottato un meccanismo di cosiddetto *leverage targeting*: in fasi espansive, a fronte di una riduzione del *leverage* per effetto dell'esogeno aumento dei valori di mercato di alcune poste dell'attivo, la banca procede all'assunzione di maggior debito (impiegando prevalentemente *repos*) finalizzato all'acquisto di poste dell'attivo che consentano di mantenere invariato il livello di *leverage* desiderato; viceversa in fasi di recessione. Tale gestione attiva da parte delle banche determina una forte relazione positiva tra variazioni nella leva e variazioni nell'attivo di bilancio: il *mark to market* consente alle banche di espandere ulteriormente il credito in fasi espansive, ma determina una contrazione del credito e del portafoglio titoli in fasi di recessione. Il regolatore, ravvisando la superiorità del mercato nell'esprimere un valore, impone l'adozione di un principio contabile che porta a riflettere i valori di mercato nei bilanci, contribuendo peraltro a determinare un effetto amplificazione del ciclo economico.

4.4. L'evoluzione del paradigma regolamentare

Parallelamente all'evoluzione del contesto economico e finanziario e all'evoluzione del comportamento degli intermediari, si è realizzata una chiara evoluzione del modello di riferimento delle autorità di vigilanza verso schemi di adeguatezza patrimoniale e di vigilanza prudenziale in alternativa all'approccio di vigilanza strutturale che veniva privilegiata sostanzialmente fino agli anni '90 del secolo scorso. La vigilanza prudenziale si basa sull'idea che il rischio affrontato da un'istituzione finanziaria, in particolare da una banca, sia adeguatamente contenuto e, in ipotesi, fronteggiato, ove dovesse verificarsi nel caso in cui la banca disponga di mezzi propri sufficienti, adeguati appunto.

Il concetto di adeguatezza patrimoniale pertanto ha prodotto una crescente competizione da parte degli intermediari per approvvigionarsi di risorse patrimoniali sui mercati dei capitali, a loro volta sempre più aperti a livello internazionale. Per questo motivo costo e disponibilità di capitale sono di fatto diventati fattori chiave nell'indirizzare il comportamento delle banche.

Tale condizionamento del comportamento avviene secondo un meccanismo che può essere così sintetizzato: per contenere ed eventualmente fronteggiare i rischi affrontati è necessario che ogni banca disponga di una dotazione patrimoniale adeguata (in questo modo le eventuali perdite si scaricano su chi ha fornito capitale di rischio, altrimenti si scaricherebbero su obbligazionisti, depositanti o, in caso di salvataggio, contribuenti, magari anche di altri Paesi). Tale dotazione patrimoniale si forma mediante strumenti di mercato (aumenti di capitale, altre operazioni straordinarie oppure accantonamento di utili). A sua volta, affinché il mercato sia disponibile a fornire risorse patrimoniali alla banca, questa deve essere in grado, almeno potenzialmente, di offrire a tali risorse una remunerazione competitiva con quella offerta da veicoli di investimento aventi rischio comparabile. Come ulteriore conseguenza, la generazione di

una remunerazione adeguata dipende dall'intrapresa da parte della banca di attività che per grado di rischio (come noto, positivamente correlato con il risultato ottenibile) e per volumi siano idonee a produrre il risultato corrente con la dimensione del capitale a disposizione della banca. Si tratta del meccanismo noto nel campo della finanza e della gestione aziendale come il meccanismo della creazione di valore: se il rendimento del capitale è superiore al suo costo si genera valore per gli azionisti, in caso contrario il valore è distrutto.

Il meccanismo citato (dotazione patrimoniale, costo del capitale, redditività aziendale, assunzione di rischio e incremento dei volumi intermediati) non è di per sé né virtuoso né difettoso. La crisi ha tuttavia dimostrato che tale meccanismo tende ad essere non sempre stabile, in quanto intermediari, alla ricerca di rendimenti che possano essere ritenuti dagli investitori interessanti e quindi idonei a sollecitarne la fornitura di nuovo capitale, hanno assunto rischi via via crescenti e tali per cui il capitale a disposizione ha cessato di essere adeguato per una corretta copertura. Infatti l'assunzione di dosi crescenti di rischio si è dimostrato essere il meccanismo più rapido per incrementare una redditività in alternativa a quelli, inevitabilmente di lungo periodo, che prevedono la razionalizzazione dei costi o lo sviluppo di nuove aree di *business* basate sulla creazione di nuove relazioni con clientela al dettaglio di risparmiatori e imprese.

In questo paradigma di comportamento, assume quindi un ruolo centrale nel nuovo assetto di vigilanza e gestione delle banche il capitale bancario. Esso infatti assume connotazioni di "cuscinetto" che protegge la stabilità della banca, costituendo una prima essenziale linea di difesa nei confronti della perdita di valore delle attività bancarie (per esempio crediti inesigibili oppure titoli, anche di Stato, il cui valore declini inaspettatamente); dimensione alla quale va parametrata la complessiva attività e il complessivo rischio attraverso i meccanismi di adeguatezza patrimoniale previsti dalla vigilanza; risorsa da remunerare adeguatamente.

La presenza di banche solide, sicure, ben funzionanti è quindi un elemento essenziale per il funzionamento dell'economia contemporanea. A tal fine, oltre ai requisiti patrimoniali dei quali si è detto poco sopra, sono previsti anche specifici requisiti di professionalità e di onorabilità a carico dei soggetti che hanno la responsabilità di gestire le banche. È proprio la delicatezza e l'importanza del loro incarico che giustifica tale processo di selezione.

Tuttavia nella mente e a volte negli occhi del pubblico la figura del banchiere è spesso connotata con i caratteri dell'arroganza di remunerazioni eccessive per il lavoro svolto, di disinteresse per il bene comune, di manipolazione dell'informazione, in sostanza quantomeno un giudizio di assoluta irresponsabilità. Anche le misure di salvataggio decise a vario titolo e con varie estensioni dai governi per rispondere ai danni prodotti dalla crisi finanziaria sulla stabilità di alcune banche sono state spesso vissute come un premio immeritato elargito con il denaro dei contribuenti rispetto a comportamenti irresponsabili da parte dei banchieri.

4.5. La spersonalizzazione dei mercati

Lo sviluppo delle tecniche finanziarie ha spesso fatto perdere di vista il legame che deve intercorrere tra iniziativa economica e benessere collettivo. La ricerca di soluzioni finanziarie tecnicamente valide di per sé, ma che trascurano l'obiettivo per il quale sono individuate ha portato a trascurare i danni prodotti da alcuni comportamenti, nonché le vittime che tali danni subiscono, o quantomeno a giustificare alcune forme di danno sociale come conseguenze inevitabili, "esternalità", dell'operare del sistema finanziario. Per richiamarsi a una nota distinzione di origine aristotelica, pare si sia giunti a una sorta di dannazione della crematistica, ovvero alla mera amministrazione delle ricchezze, senza considerazione del fine per cui queste sono prodotte. Se l'amministrazione finanziaria perde di vista l'obiettivo per il quale è svolta, l'accumulazione delle risorse

non ha limite, né ha limite la disparità tra i vari soggetti. Le risorse finanziarie e la loro circolazione quindi trascendono la soddisfazione di bisogni primari, ma anche quella dei desideri “sani”, e trova espressione in consumi cospicui. Una volta che si sia perso di vista il fine per il quale le transazioni finanziarie sono svolte, il mercato si spersonalizza, si perdono di vista i comportamenti devianti e li si confonde con comportamenti innovativi, l'interpretazione dei fenomeni finanziari diventa giustificazione o razionalizzazione di tali comportamenti, l'uso dei mercati e delle transazioni finanziarie per realizzare fini di miglioramento del benessere comune è in ultima analisi soppiantato dall'uso dei mercati e delle transazioni finanziarie fini a sé stessi, con una spersonalizzazione che fa venire meno la considerazione del bene comune.

4.6. Remunerazione, prestigio personale e sociale dei *top manager* bancari

Molta attenzione ha attratto nell'opinione pubblica il tema della remunerazione dei vertici bancari. A causa del volume di risorse mobilitato, coloro che si occupano di gestione finanziaria si trovano di norma avere un potere personale (ovvero il potere di indirizzare il corso degli eventi in base alle loro decisioni) molto elevato. Tale potere è in diretta relazione con la dimensione dell'intermediario o della transazione governata ed è certamente aumentato nel corso degli ultimi decenni a seguito del progressivo aumento della concentrazione delle istituzioni finanziarie. Tale potere integra le varie definizioni di successo alle quali fa riferimento l'immaginario collettivo (consumi cospicui, influenza sociale, potere interpersonale e così via). Il fatto che alcune delle manifestazioni di potere abbiano carattere “esclusivo” (quale ad esempio le manifestazioni di consumo vistoso alla Veblen) tende a generare ostilità anche quando non si tratta di comportamenti immorali.

Ad aggravare il quadro concorre la circostanza che spesso le

remunerazioni molto elevate conseguite dai vertici delle istituzioni finanziarie erano associate con l'assunzione da parte di questi soggetti di rischi altrettanto elevati in un'ottica di breve periodo in quanto gran parte della remunerazione proveniva da componenti di tipo variabile commisurati con gli utili conseguiti (utili non aggiustati per i rischi assunti) o alla rivalutazione del prezzo di mercato delle azioni dell'istituzione finanziaria stessa, e ciò poneva le condizioni per lo sviluppo di una mentalità spregiudicata e poco attenta ai rischi complessivamente assunti.

Molti potrebbero essere degli esempi di comportamenti immorali, inopportuni, o quantomeno "esagerati". Va anche detto tuttavia che l'accettazione a livello sociale di alcuni comportamenti può variare nello spazio e nel tempo e spesso non considera che possono coesistere punti di vista più articolati sulla natura umana e sui modi con i quali questa si manifesta nel contesto finanziario, inteso quale luogo di esercizio del potere. L'aumento del prestigio e del potere sociale dei soggetti apicali in campo finanziario si accompagna di norma a una distribuzione molto ineguale (e forse iniqua) della ricchezza e quindi ad un aumento della disuguaglianza economica e sociale. Lo stigma sociale è spesso maggiormente associato alla disuguaglianza che viene prodotta a seguito di operazioni finanziarie, pertanto immateriali, piuttosto che alle ricchezze costruite da fortunate storie di innovazioni di prodotto (basti pensare all'assenza di stigma che è associata alle grandi fortune costruite dagli innovatori nel campo di Internet oppure dei *social network* oppure ancora di prodotti di largo consumo, oppure esponenti del mondo dello spettacolo o dell'intrattenimento). Non va d'altra parte trascurato il fatto che spesso i professionisti del mondo della finanza sono caratterizzati da elevati talenti personali (le elevate prospettive di remunerazione tendono ad attrarre i migliori talenti) e da elevato livello di istruzione e di specializzazione.

L'influenza sociale che deriva dal potere economico degli esponenti apicali delle istituzioni finanziarie spesso è ritenuta in contra-

sto con il senso di uguaglianza tra le persone e di gestione responsabile del bene comune. Infatti, mentre è spesso ritenuta necessaria una forma di potere in grado di fare in modo che ciò che è ritenuto utile fare sia effettivamente eseguito, la selezione del numero ristretto di soggetti che esercitano tale potere e il fatto che tale selezione possa avvenire sulla base del successo ottenuto nell'ambito degli affari e in particolare della finanza è tema controverso, come pure controverso il fatto che i membri dell'élite finanziaria tendono a costituire un gruppo chiuso sia per i vantaggi che ne traggono sia, correlativamente, per l'acquiescenza verso comportamenti devianti che il timore di essere esclusi da tale gruppo genera. Il gruppo tende quindi a configurarsi come un ambiente chiuso, poco accessibile dall'esterno, che privilegia i suoi membri ed esclude coloro che non ne fanno parte.

Il problema risiede quindi nel fatto che le persone che fanno parte del gruppo dirigente acquisiscano tale status sulla base non di meriti, ma vi arrivino in modo arbitrario. Si noti che nella misura in cui gli esponenti apicali fossero scelti in modo arbitrario, ciò contraddirebbe l'essenza stessa della finanza che consiste nel ridurre o stemperare gli impatti che la casualità esercita sulla vita delle persone mediante l'operare di credito e investimento finanziario.

4.7. Le agenzie di *rating*: ruolo e problemi aperti

Le agenzie di *rating* sono state oggetto di acute critiche a seguito della crisi finanziaria. Di fatto, tali soggetti nati all'inizio del secolo scorso al fine di fornire giudizi di sintesi sul merito creditizio di obbligazioni private a favore di potenziali investitori (e da questi remunerate), si sono trasformati con il passare del tempo in soggetti che svolgono complessi servizi di valutazione, pagati dagli emittenti, su titoli obbligazionari, ma anche su emittenti, su Stati sovrani eccetera. La circostanza che i servizi delle agenzie di *rating* siano pagati dagli stessi emittenti presenta in radice un conflitto di interesse

ineliminabile, in quanto può essere messa in dubbio l'indipendenza di giudizio dell'agenzia che sappia che, ove fosse troppo severa, potrebbe perdere clienti che richiedano i suoi servizi di valutazione sintetica. Un'altra, meno nota, fonte di distorsioni nel mercato risiede nel fatto che le agenzie di *rating* sono relativamente poco numerose (le principali sono infatti tre) e ciò fa sì che possano instaurarsi comportamenti collusivi o imitativi o comunque quantomeno non indipendenti fra le medesime. Tuttavia, la semplicità dell'approccio integrato e la facilità di ricavare giudizi molto complessi quali quello sul merito creditizio di certo soggetto o di una certa emissione sulla base di un semplice "voto" sintetico (il *rating* appunto) ha fatto sì che questi soggetti si siano via via sempre più affermati e che il ricorso al *rating* sia stato riconosciuto anche nella regolamentazione prudenziale, con ciò amplificando i potenziali danni derivanti da possibili errori di valutazione o da cattivi impieghi delle valutazioni messe. Un giudizio articolato sull'operato dell'agenzia di *rating* deve tuttavia tenere conto della loro complessiva utilità e del fatto che i partecipanti al mercato mostrano di gradire il giudizio espresso da questi soggetti e di farne anche ampio uso; inoltre va tenuto conto che le agenzie di *rating* devono evitare di danneggiare la loro reputazione adottando comportamenti opportunistici o poco prudenti. Ciò dovrebbe costituire un naturale limite alle "tentazioni" di esprimere giudizi compiacenti sugli emittenti. Inoltre, da un punto di vista metodologico, occorrerebbe sapere, cosa impossibile, se, in assenza delle agenzie di *rating* nei loro giudizi, i rischi accumulati nel sistema finanziario sarebbero stati minori o giudicati più correttamente. Resta il fatto che nessun sostanziale controllo oltre alla disciplina di mercato, che come sappiamo può essere particolarmente distorta, viene effettuato sul loro operato e quindi qualche forma di regolazione pubblica o un'ulteriore autorità indipendente potrebbe essere introdotta per valutare l'operato delle agenzie di *rating* ed eventualmente sanzionarne i comportamenti distorti.

5. Il rapporto tra banca e cliente

5.1. La selezione dei beneficiari dei prestiti

La tipica funzione che caratterizza l'operato delle banche, vera ragion d'essere della loro attività di intermediazione, si sostanzia nell'erogazione di credito a famiglie e imprese; essenzialmente, i flussi finanziari che provengono dal risparmio dei soggetti definiti in surplus vengono trasferiti temporaneamente, dietro pagamento di interessi, a soggetti che necessitano di capitali aggiuntivi rispetto a quelli di cui hanno disponibilità, i cosiddetti soggetti in deficit.

Il modello d'intermediazione appena stilizzato cela, nella sua apparente linearità, taluni snodi critici, insidiosi nell'ottica di una sana, prudente ed etica gestione dell'attività bancaria.

Anzitutto la scelta dei soggetti beneficiari dei prestiti bancari richiede un'attenta attività di selezione, non sempre immune da influenze che la fanno deviare dall'effettiva valutazione del merito creditizio del finanziato, teoricamente principale discriminante di cui dovrebbe tenere conto la selezione dei progetti d'investimento.

Tale attività può essere condizionata da fattori che prescindono dalla bontà delle credenziali del potenziale prenditore di fondi e che restringono o ampliano discrezionalmente l'attività di erogazione del credito, creando talvolta i presupposti per l'insorgere di selezione avversa.

Un primo elemento in grado di influenzare le valutazioni è costituito dalla congiuntura economica esistente. Si pensi, ad esempio, alla riduzione delle risorse destinate all'attività creditizia e all'accenarsi dei fenomeni di razionamento del credito nelle fasi di recessione, motivate dal desiderio degli intermediari di non vedere accrescere le sofferenze bancarie con conseguenti pesanti ripercussioni sul conto economico. Tale strategia, se è comprensibile guardando in modo prioritario al bilancio dell'intermediario, rischia nel contempo di ridurre le risorse a disposizione dell'economia reale

proprio nel momento in cui questa manifesta le necessità più impellenti, con ricadute economiche, sociali e occupazionali di certo non sottovalutabili.

Un ulteriore fattore cruciale è rappresentato dai cambiamenti regolamentari che modificano le valutazioni dei richiedenti fido ad opera degli intermediari bancari. Il contesto regolamentare, come è noto, si è significativamente evoluto con l'entrata in vigore delle norme di Basilea 2 e Basilea 3 che hanno cercato di rendere più oggettivo il meccanismo di concessione dei finanziamenti introducendo un sistema di *rating* (esterni ed interni) sulla base dei quali vengono valutate le imprese che richiedono un affidamento. L'aspetto da più parti criticato di questo apparato regolamentare è il rendere più impersonale e fondato su criteri solo quantitativi il rapporto tra banca e cliente rischiando di disperdere quel prezioso patrimonio qualitativo, di relazione e di *soft information* spesso cruciale nella valutazione complessiva dei potenziali clienti.

Un altro elemento che incide sul rapporto tra banca e cliente è relativo all'elevato costo informativo che richiede la selezione dei progetti d'investimento. Tale attività, infatti, è caratterizzata da forti asimmetrie informative e opacità da parte dei soggetti in deficit che si rivolgono ai prestatori di capitali; questi ultimi, infatti, sono in grado di conoscere la curva di domanda dei richiedenti fido i quali, viceversa, non sono a conoscenza della curva di offerta dei finanziatori.

Una rigorosa e oculata selezione dei progetti di investimento è un'attività assai onerosa – in termini di costi informativi e di monitoraggio – e *time-consuming* e, nei momenti di crisi economica più pronunciata e di difficoltà nel ripagare il debito da parte delle imprese, tali oneri sono suscettibili di ripercuotersi sulla redditività complessiva dell'attività di erogazione del credito delle banche, che potrebbero essere indotte a limitare gli affidamenti accordati, con conseguenze dannose sul livello di benessere aggregato.

5.2. La gestione del credito: esigenze di redditività e valenza sociale

Nelle riflessioni sull'etica della concessione del credito da sempre un ruolo cruciale è rivestito dalle disquisizioni sull'onerosità dei prestiti per i richiedenti, che deve risultare correttamente allineata con la loro rischiosità. Come noto esistono tassi di usura che non devono essere mai raggiunti per legge; ma anche applicare elevati livelli di tassi d'interesse non rispondenti alla situazione economico-finanziaria del soggetto prenditore di fondi costituisce un esempio di potenziale malfunzionamento del sistema allocativo bancario, in cui tendono a prevalere logiche congiunturali di ritorno economico.

Un'estensione di tale fattispecie è costituita dal sistematico razionamento del credito che vede protagoniste numerose istituzioni finanziarie, in particolar modo in periodi di forte incertezza sui mercati, talora accompagnato dal contemporaneo aumento dei tassi di interessi praticati. È quest'ultima circostanza che può talvolta condurre al pericoloso fenomeno della selezione avversa; se le banche aumentano i tassi richiesti in momenti di difficoltà economica generale l'impresa che ricorre al credito ha maggiori probabilità di rivelarsi insolvente, in quanto è disposta a pagare interessi assai significativi in virtù del rischio molto elevato che comporta il progetto d'investimento che intende finanziare, oppure, fattispecie ancor più pericolosa, in quanto consapevole *ex ante* dell'impossibilità di ripagare capitale e interessi.

Il ruolo di prestatori di fondi delle banche dovrebbe essere assicurato soprattutto nei periodi di crisi finanziaria, in cui riveste una valenza sociale assai pronunciata. Nella attuale crisi finanziaria emblematici, a questo proposito, sono stati gli incisivi interventi di *Quantitative Easing* della Banca Centrale Europea, supportati dalla concessione di prestiti alle banche a tassi di interesse notevolmente inferiori alla media, con i quali si è tentato di impedire il fenomeno di *credit crunch* ai danni delle imprese.

L'utilizzo di tali ingenti risorse avrebbe dovuto agevolare la concessione di finanziamenti alle imprese e alle famiglie, con finalità di sprone a investimenti e consumi funzionali a riattivare il circolo virtuoso dell'economia reale. In larga parte, tuttavia, queste risorse sono state utilizzate e investite in altri modi dalle banche, soggette a importanti pressioni sui loro conti economici, e questo ha indotto discussioni accese sulla opportunità di tale scelta, sul venir meno del ruolo degli intermediari di propulsore dell'economia e ha fatto sorgere vibranti proteste da parte delle imprese, in situazione di grave tensione di liquidità per effetto della crisi.

Le recenti turbolenze finanziarie hanno anche comportato una maggiore diffusione delle richieste di rientro dai finanziamenti accordati provenienti dalle istituzioni finanziarie, in merito soprattutto alle esposizioni creditizie in essere nel settore *corporate*. La richiesta da parte di una o più banche di riferimento di restituzione anticipata di un prestito da parte di un'impresa che si trova in temporanea crisi di liquidità, in ragione del peggioramento del merito creditizio dell'azienda stessa, potrebbe rivelarsi l'evento che trasforma una temporanea tensione finanziaria in un'effettiva crisi d'impresa. La banca, quindi, deve ricercare un difficile equilibrio tra il preservare il proprio bilancio dall'impatto negativo di sofferenze e perdite su crediti e mantenere il dovuto sostegno all'economia reale, fornendole il carburante per uscire dalla crisi e per ritornare a condizioni di ordinato funzionamento e di gestione profittevole.

Se una stretta creditizia applicata in modo eccessivo o troppo disinvolto costituisce una scelta eticamente discutibile da parte delle banche, altrettanto criticabile potrebbe rivelarsi la fattispecie opposta, ovvero la concessione del credito a categorie di clientela del tutto prive di capacità di rimborso. Se in tale attività potrebbe essere scorte finalità filantropiche, l'utilizzo che ne è stato fatto nell'ultimo ventennio da numerose finanziarie e banche d'investimento ne chiarisce la natura, depurandola da qualsivoglia elemento altruistico.

Tali crediti particolarmente rischiosi (e in alcuni casi già in sofferenza), infatti, sono stati di sovente scorporati dal bilancio bancario e cartolarizzati – come esaminato nel capitolo sei.

I crediti vengono sostanzialmente concentrati in un'apposita società veicolo, che li acquista mediante i flussi finanziari provenienti dalla vendita di titoli creati e garantiti dai medesimi crediti ceduti, titoli che prendono il nome di *Asset-backed Securities*.

Tale procedura, che prende il nome di *securitization*, nel momento in cui viene effettuata su crediti di buona qualità appare del tutto legittima; se invece è riferita a prestiti concessi a soggetti indigenti per poi denaturarli e creare un'ulteriore fonte di profitti, rientra nel novero delle attività di confine dal punto di vista dell'etica finanziaria. La concessione *tout court* di credito a classi di clienti in condizioni finanziarie critiche può rappresentare, come si è accennato, una scelta della banca, assunta nella piena consapevolezza dei rischi che comporta; liberarsi dei “*bad loans*” e scaricare sugli investitori il forte rischio di credito che comportano costituisce, invece, un espediente discutibile in termini etici mediante il quale la banca non neutralizza, ma trasferisce su controparti meno informate il rischio di credito insito in tali progetti di investimento.

Una conseguenza preoccupante dei fenomeni di razionamento del credito e dell'inasprimento delle condizioni di concessione è, infine, il proliferare di enti che svolgono su mercati non regolamentati attività analoghe a quelle delle banche tradizionali. Il fenomeno, noto come *shadow banking*, è di primaria rilevanza e ha acquisito negli anni un peso, in termini di *asset* gestiti, del tutto confrontabile a quello dei circuiti regolamentati come già esaminato in altra parte del lavoro. Accordi privati, opachi e non tutelati da un impianto normativo certo, a tutta evidenza, lasciano spazio a piaghe sociali quali l'usura, mai debellate completamente e che anzi sembrano rafforzarsi contestualmente a situazioni di crisi finanziarie e sociali, quando la solidità economica di famiglie e imprese diventa più fragile e l'effettiva necessità di flussi finanziari aggiuntivi

si fa impellente. In questo contesto la responsabilità delle banche ufficiali si fa ancora più pressante, con riferimento alla tutela del risparmio, bene pubblico richiamato e tutelato dalla stessa Costituzione italiana e indice riconosciuto del benessere di una nazione, e alla erogazione del credito, snodo principe delle *safety net* proprie dei moderni *Welfare State*.

5.3. Correttezza e trasparenza nella gestione del risparmio

La gestione del risparmio è, insieme alla raccolta e all'erogazione di credito a famiglie e imprese, l'attività in cui si sostanzia la funzione di intermediazione delle banche. Tale gestione sottende un profondo rapporto di fiducia tra il soggetto che conferisce i propri risparmi e l'istituto finanziario destinatario di tali flussi da indirizzare agli investimenti.

Gli intermediari, tipici destinatari dei flussi sottratti alle attività di consumo da parte dei risparmiatori, sono imprese particolari che gestiscono e si fanno garanti di un bene pubblico, il risparmio appunto; circostanza, questa, che richiede un altissimo grado di professionalità da parte delle banche onde evitare pericolosi comportamenti opportunistici, potenzialmente forieri di gravi perdite di benessere collettivo.

Quando ci si riferisce alla gestione del risparmio, peraltro, si allude in termini più puntuali alle modalità di investimento di tali risorse in strumenti finanziari che verranno poi inseriti nei depositi a custodia e in amministrazione (dossier titoli) della clientela.

La peculiarità e la criticità del ruolo svolto sotto questo profilo dagli intermediari finanziari è confermata dalla stretta supervisione che le direttive comunitarie e le norme di vigilanza nazionale hanno voluto introdurre per disciplinare tale materia.

Comportamenti opportunistici o scarsamente professionali nella gestione del risparmio, tuttavia, non possono essere estirpati esclusivamente tramite un prezioso intervento legislativo, che im-

ponga regole di condotta e un impianto di divieti e sanzioni, ma necessitano di un continuo lavoro di rivisitazione e moralizzazione del rapporto tra banca e cliente nella gestione degli investimenti e di un attento presidio della correttezza dell'agire di ogni attore finanziario che interagisce con la clientela, sia esso un promotore finanziario, un *private banker*, un addetto di filiale.

La correttezza professionale degli operatori non è sempre garanzia assoluta di eticità nella sostanza delle variabili declinazioni operative in cui si articola il rapporto banca-cliente. In altri termini, mentre è possibile prevedere norme in tema di "trasparenza e correttezza" che definiscano e regolino i comportamenti "corretti" dal punto di vista professionale, assai più problematico, e probabilmente irrealizzabile, è il tentativo di pervenire a una prescrizione di eticità meramente *ope legis*. Si rivela indispensabile, in un classico *people business* quale è la gestione del risparmio, agire sulle persone, sulla loro deontologia, sottolineare la valenza sociale della loro attività, l'esigenza di protezione, conservazione e salvaguardia dei risparmi affidati alla banca dalle famiglie, soprattutto nei momenti di più pronunciata crisi finanziaria. E tale attività, peraltro, deve coniugarsi con l'esigenza di perseguimento del profitto da parte dell'intermediario bancario che, come sancito dal Testo Unico Bancario, assume natura di impresa, seppure con caratteristiche particolari.

Appare già da queste sintetiche osservazioni la delicatezza del ruolo di chi, nelle organizzazioni bancarie, deve svolgere il ruolo di interfaccia del cliente. Si tratta di una figura che deve essere in possesso, contemporaneamente, di competenze tecniche, psicologiche, commerciali e, non ultima, di un'attenzione e uno scrupolo assoluto nella gestione delle risorse del cliente, che deve essere sempre consapevole e non spregiudicata o asservita a mere esigenze di budget dettate dall'intermediario. Un rapporto fiduciario talmente stretto che, molto spesso, quando il *private banker*/promotore finanziario si sposta a lavorare in un altro intermediario il

cliente lo segue, in virtù dello stretto legame che si è instaurato tra i due soggetti.

5.4. La gestione del risparmio amministrato e del risparmio gestito

Tecnicamente, come è noto, la gestione del risparmio può essere opportunamente suddivisa in due grandi macro aree: la gestione del risparmio amministrato e quella del risparmio gestito.

La prima implica un minor coinvolgimento del personale addetto della banca, che si limita ad eseguire le indicazioni di acquisto e di vendita di strumenti finanziari provenienti dal cliente, con un limitato margine di discrezionalità operativa. Naturalmente il cliente può non essere in grado di scegliere in via totalmente autonoma gli strumenti verso i quali indirizzarsi e può chiedere “consiglio” al personale bancario. In questi casi è fondamentale che il “consiglio”, perché sia genuinamente rispondente a caratteri di eticità, sia effettivamente aderente alla situazione in cui si trova il cliente, alla sua propensione al rischio, al suo orizzonte di investimento e non sia dettato semplicemente da finalità di budget dell’intermediario e dai ritorni economici che questo ritrae dal collocamento di quello specifico strumento .

Il risparmio gestito, invece, prevede il mandato conferito da parte del cliente nei confronti di un intermediario a gestire le proprie disponibilità con margini variabili di discrezionalità, in modo tale da raggiungere specifici obiettivi condivisi all’apertura del rapporto.

Appare chiaro come questa seconda fattispecie lasci più ampi margini di libertà decisionale al gestore del portafoglio e richieda, pertanto, qualche considerazione ulteriore in quanto potenzialmente suscettibile di comportare talune insidie dal punto di vista della correttezza dell’operato degli attori bancari.

Va specificato che non è possibile disquisire di un concetto astratto e generico di etica nella gestione del risparmio; le riflessio-

ni vanno calibrate in funzione della precipua situazione del cliente, dei suoi obiettivi, dello scenario economico e delle finalità contingenti che si prefigge il personale addetto al rapporto con il cliente. È fondamentale che le scelte di investimento siano indirizzate al perseguimento della soddisfazione e del benessere sociale del cliente, alla protezione del suo patrimonio, e non siano motivate in modo esclusivo dalla seppur lecita massimizzazione del ritorno economico per l'istituzione finanziaria oppure da logiche legate a mere strategie commerciali svincolate da bisogni effettivi degli investitori.

5.5. I comportamenti eticamente discutibili nella gestione del risparmio

Numerose sono, nel concreto, le fattispecie che lasciano spazio a comportamenti che possono essere ritenuti eticamente discutibili nella gestione del risparmio e, senza pretesa di esaustività, se ne signaleranno di seguito alcune che si riscontrano non di rado nell'operatività bancaria.

Tra queste vi è, innanzitutto, un'eccessiva movimentazione del portafoglio titoli al mero scopo di aumentare i ricavi derivanti da commissioni per l'intermediario. Più precisamente si allude alla situazione in cui la movimentazione degli *asset* di portafoglio non è motivata da tangibili necessità connesse all'andamento dei mercati, e dunque strumentale al perseguimento di un migliore ritorno finanziario per il cliente, ma, al contrario, il rendimento finale di portafoglio rischia di risultare mortificato dalla consistente incidenza delle commissioni a fronte della significativa numerosità delle transazioni poste in essere.

La realtà operativa non è immune, inoltre, da casi di consulenti finanziari che privilegiano sistematicamente l'offerta di strumenti di risparmio gestito (fondi comuni di investimento, Sicav, ecc) della banca di appartenenza nonostante, operando in regime

di *Open Architecture*, potrebbero attingere ad un'amplessima gamma di strumenti di case terze, che meglio si adattano al profilo e agli obiettivi di risparmio della clientela. Certamente, la scelta di strumenti della casa non implica necessariamente la mancanza di etica da parte del consulente finanziario; qualora peraltro essa sia sistematica, e gli "strumenti della casa" non producano con regolarità ritorni adeguati, sorge il dubbio che la scelta sia dettata dai maggiori margini di guadagno che il consulente ritrae da tali strumenti rispetto a quelli gestiti da altri soggetti esterni.

Un ulteriore ambito di criticità sovente riscontrato nella pratica bancaria è quello in cui il consulente/promotore finanziario, una volta acquisito un cliente, dirada gradualmente l'attenzione dedicatagli. Tale mancanza di solerzia e assistenza può ripercuotersi sia sul lato strettamente tecnico del rapporto, con conseguente riduzione della qualità e quantità dell'attività di *monitoring* del portafoglio, sia sull'aspetto relazionale tra *banker* e cliente. Quest'ultima fattispecie è particolarmente pericolosa in periodi di crisi finanziaria, in cui il rapporto fiduciario deve essere rinsaldato e l'aumentata volatilità dei mercati rende imprescindibile per il cliente una guida che lo supporti nelle scelte tecniche e lo coadiuvi sotto il profilo psicologico evitando, ad esempio, che un portafoglio ben costruito venga smontato dal cliente per *panic selling* determinando il sostenimento di ingenti perdite in conto capitale.

Naturalmente la fiducia del cliente nel suo consulente finanziario presuppone un rapporto continuativo, si stratifica e consolida nel tempo attraverso una serie di incontri e momenti di contatto dai quali traspaia la costante correttezza, trasparenza, diligenza, attenzione da parte del *banker* nello svolgimento della propria attività consulenziale.

Un altro caso sui cui confini etici sarebbe il caso di interrogarsi riguarda la prassi, non certo inusuale nei momenti di crisi, con cui una banca che opera contemporaneamente in molteplici aree di *business* subordina la concessione di un finanziamento ad un'im-

presa alla contestuale sottoscrizione da parte dell'imprenditore, nell'ambito della gestione del suo patrimonio personale, di un particolare strumento finanziario, spesso emesso dalla banca medesima. Pur essendo facilmente comprensibili le logiche economiche e di garanzia sottostanti a tale prassi appare evidente come la scelta del titolo in cui investire abbia poco a che vedere con un ponderato lavoro di composizione del portafoglio del cliente atto ad incrementarne la qualità complessiva ed i ritorni che esso è suscettibile di produrre.

Un analogo scenario si potrebbe verificare quando la banca che organizza e gestisce un consorzio di collocamento "spalma" sui propri clienti, in particolar modo su coloro che hanno scelto lo strumento della gestione patrimoniale, eventuali titoli che residuano dal collocamento in quanto il mercato degli investitori ha manifestato un limitato interesse per la loro sottoscrizione. In questo caso, il comportamento poco etico e corretto discende dal fatto che l'istituto bancario antepone il proprio interesse a classare sul mercato la totalità dei titoli oggetto di collocamento all'esigenza di valutare in modo genuinamente dedicato il contributo e il valore aggiunto che può arrecare alla gestione di portafoglio del cliente l'inserimento in essa del titolo in questione.

Come si può notare dalle sintetiche osservazioni effettuate l'etica del rapporto banca-cliente nella gestione del risparmio ricomprende fattispecie in cui l'ambito regolamentare, con maglie più o meno stringenti, indirizza l'operato dei consulenti finanziari verso criteri di correttezza e trasparenza; altre fattispecie, peraltro, data la complessità operativa e il carattere *people business* dell'attività bancaria non sono suscettibili di una sistematizzazione puntuale e richiederebbero più puntuali interventi diretti sulla persona, anche di natura formativa. I termini professionalità ed eticità si sono frequentemente intrecciati all'interno del presente paragrafo; in effetti, la prima dimensione risulta difficilmente scindibile dalla seconda. Appare, infatti, indubbio che, oltre ad abilità tecniche, relazio-

nali e psicologiche, il bagaglio professionale di un operatore finanziario *lato sensu* debba necessariamente includere una spiccata sensibilità etica, che non ne circoscrive l'efficacia operativa, ma al contrario, ne esalta la portata e i risultati ottenuti.

Si deve infine fare cenno alla progressiva diffusione nell'industria del risparmio gestito di *asset class* e strumenti dedicati a investimenti cosiddetti sostenibili o responsabili verso cui i professionisti del settore finanziario possono indirizzare in parte i risparmi della propria clientela. Tali investimenti si sostanziano in strategie finanziarie il cui principale intento è generare risultati economicamente apprezzabili tenendo in considerazione anche i benefici sociali e/o ambientali che questi comportano. Per raggiungere tale obiettivo, questa forma di investimento integra in modo sistematico criteri ambientali, sociali e di *governance* nella valutazione e nella selezione degli *asset* proposti, i così detti *Environmental, Social and Governance Issues*.

È doveroso precisare che gli investimenti sostenibili si distinguono dalla sfera della filantropia in quanto tengono in prioritaria considerazione gli aspetti di *performance* finanziaria dell'investimento.

Rientrano in questa dimensione di finanza etica anche le scelte di alcuni gestori di non orientarsi verso investimenti riconducibili a imprese che operano in settori tradizionalmente non etici (ad esempio quelli legati alla produzione di armi o di tabacco) o ad imprese appartenenti a contesti politico-geografici in cui i diritti umani dei lavoratori non sono tutelati o ancora ad aziende che, pur non essendo originarie di tali aree geografiche, in esse delocalizzano parte del proprio processo produttivo per trarne benefici in termini di costi operativi diretti.

Benché gli esempi di cui sopra possano apparire marginali rispetto alle classiche e consolidate strategie di gestione del risparmio pianificate da consulenti finanziari professionisti, nella realtà negli ultimi anni il fenomeno si è significativamente intensificato e

la sistematica istituzione di comitati formali all'interno delle compagnie societarie che presidino la così denominata *Corporate Social Responsibility* costituisce un segnale probante dell'affermarsi di tale tendenza.

5.6. Il problema del sovraindebitamento

Le tendenze recenti che hanno rapidamente modificato il mercato del credito alle famiglie sono le seguenti: la deregolamentazione finanziaria ha reso via via più accessibile il credito per strati sempre più ampi di popolazione; è aumentato il grado di penetrazione delle carte di credito e del credito al consumo anche presso le classi di popolazione caratterizzate dal maggior rischio di credito; l'innovazione finanziaria negli strumenti di indebitamento, stimolata dall'aumento della concorrenza tra intermediari, ha incrementato le possibilità di scelta dei debitori.

Può avvenire che un soggetto privato, una famiglia si trovi ad avere un carico di indebitamento eccessivo, si trovi cioè ad essere sovraindebitato. Sebbene vi sia una certa eterogeneità nelle definizioni nazionali di sovraindebitamento, la Commissione europea identifica alcune caratteristiche comuni in tutti i Paesi: dimensione economica (rapporto tra impegni di spesa a fronte dei debiti assunti e reddito disponibile); dimensione temporale (orizzonte rilevante di medio-lungo termine); dimensione sociale (esternalità negative) e dimensione psicologica (stress creato dal sovraindebitamento). Studi recenti tendono a convergere verso l'individuazione dell'insieme di indicatori meglio in grado di cogliere le situazioni di sovraindebitamento, ossia un rapporto tra impegni di spesa a fronte dei debiti assunti e reddito mensile superiore al 30 o al 25 per cento, la presenza di arretrati da più di tre mesi, un numero totale di finanziamenti contemporaneamente aperti pari o superiore a quattro e altresì la percezione soggettiva del problema dell'indebitamento.

Secondo elaborazioni su dati dell'indagine di Banca d'Italia sul-

la ricchezza delle famiglie italiane condotta nel 2010, oltre l'8% delle famiglie presenta almeno uno tra i tipici indicatori segnalatici di sovraindebitamento. Analizzando nel dettaglio le aree critiche, il 3,1% delle famiglie spende più del 30% del suo reddito per ripagare i debiti, il 6,2% associa allo stato di povertà quello di indebitamento, mentre il 29,8% dichiara di incontrare «difficoltà» o «grande difficoltà» ad arrivare a fine mese. Se oltre l'8% delle famiglie annovera almeno uno dei segnali di sovraindebitamento, la quota scende al 2% considerando solo le famiglie che presentano due dei segnali; mentre solo lo 0,6% risulta sovraindebitata secondo tre delle aree di criticità. Emerge pertanto una limitata sovrapposizione tra i sintomi del sovraindebitamento.

Secondo la teoria economica classica, la disponibilità di credito per le famiglie presenta rilevanti aspetti positivi, in quanto consente di distribuire il profilo di consumo nel tempo e di adattarlo a quello del reddito permanente, con ciò incrementando livello complessivo di benessere dei consumatori. Inoltre, la disponibilità di credito dovrebbe consentire un più elevato livello di crescita economica complessiva, in quanto consente a soggetti dotati di talento e non di capitale di realizzare progetti che migliorano la loro posizione complessiva e, per tale via, la condizione dell'economia in generale. Inoltre il credito al consumo è benefico se sostituisce forme di credito complessivamente (costi espliciti e costi impliciti) più costose e se il credito è impiegato per transazioni *value-increasing* e per aumentare il *welfare* dei consumatori. Tuttavia, un eccesso di debito può comportare rilevanti svantaggi dal punto di vista individuale in quanto comporta costi monetari e non monetari e, nella misura in cui il problema dell'eccessivo indebitamento si estende a un numero di persone significativo, l'eccesso di indebitamento può avere significativi impatti sull'economia generale.

La considerazione dei riflessi del sovraindebitamento deriva dal fatto che i suoi costi sono sociali e non solo individuali, non si limitano al debitore interessato, ovvero esistono esternalità negative.

Fra le esternalità si può citare lo stress e le conseguenze che ciò ha sulla vita dei debitori e delle loro famiglie, la ridotta produttività derivante dal tempo e dall'attenzione assorbita dai tentativi di gestire il problema del sovraindebitamento, problemi di salute mentale, episodi di violenza. L'indebitamento può inoltre costituire una barriera all'accesso al lavoro e a futuro credito (i sistemi di *rating* sono infatti *backward looking* e tengono conto dei passati episodi di inadempimento del debitore). Conseguenze del sovraindebitamento possono quindi essere vari gradi di esclusione sociale. Fra i costi indiretti e sociali del sovraindebitamento (esternalità negative) si può menzionare anche il fatto che i creditori che hanno erogato in precedenza il credito (quando il debitore era indebitato "fisiologicamente") ne soffrono perché non sempre possono adeguare il tasso di interesse alle nuove e peggiorate condizioni di solvibilità del debitore.

Un eccesso di indebitamento può influenzare negativamente l'economia in diversi modi. Innanzitutto la facilità di indebitamento può incoraggiare forme di *prodigal spending* (ovvero di spesa disattenta su beni di limitata utilità) e, successivamente, di dissesto finanziario. Inoltre un eccesso di indebitamento può ridurre il tasso di risparmio dell'economia. Vi è un collegamento tra *prodigal spending* e carte di credito in quanto l'indebitamento via carte di credito tende ad essere caratterizzato da una maggiore impulsività nella decisione rispetto all'indebitamento convenzionale. Mentre infatti le forme di finanziamento tradizionali tendono a separare il momento dell'acquisizione delle risorse finanziarie dal momento della spesa delle stesse per acquisire beni, il meccanismo di funzionamento delle carte di credito rende tali momenti congiunti. Ciò può causare un minor grado di consapevolezza (*present-day awareness*) delle conseguenze di medio-lungo periodo dell'indebitamento, anche perché gli importi di rimborso mensile possono essere, soprattutto durante le prime fasi, molto contenuti. Venendo quindi a mancare un evento che tende a focalizzare l'attenzione del

consumatore sull'atto dell'indebitamento, quale appunto la firma di un contratto di finanziamento oppure l'istruttoria precedente l'erogazione del finanziamento, e, considerata la tendenza della natura umana (come si vedrà più avanti) a sottostimare seriamente la probabilità che si verifichino eventi negativi che possono influenzare la capacità di rimborso, ne consegue un significativo rischio di sovraindebitamento.

Con riferimento al sovraindebitamento, si distingue spesso tra il c.d. sovraindebitamento attivo, secondo il quale chi ne è vittima si è messo irresponsabilmente e consapevolmente a rischio, assumendo volumi di debito che sapeva essere eccessivi, e sovraindebitamento passivo, nel quale le difficoltà da sovraindebitamento sono causate da qualche evento negativo familiare o personale (divorzio, perdita lavoro, evento medico ecc.). In caso di sovraindebitamento di tipo passivo, le ragioni per l'inizio delle difficoltà sono: perdita del reddito (a seguito di licenziamento o inabilità); separazione e divorzio; malattia (sia a causa delle spese mediche sia a causa della ridotta capacità di produrre reddito). In presenza di uno di tali *shock* esterni (che tendono ad aumentare in maniera imprevista le spese o a ridurre, sempre in maniera imprevista, le entrate, o entrambi) il rischio di sovraindebitamento è influenzato anche da altri fattori "accessori", quali la cultura finanziaria, la disponibilità di servizi di supporto e consulenza (*debt advice*), l'accesso a fonti alternative di credito.

La convenzione (e convinzione) corrente in base alla quale le famiglie impiegherebbero il credito al consumo (e a volte anche quello ipotecario) per acquistare beni superflui o di lusso e per "vivere oltre i loro mezzi" non è accurata. Molte famiglie a basso e medio reddito ricorrono all'indebitamento per far fronte alle esigenze correnti di vita o quando sperimentano emergenze finanziarie (a loro volta innescate da *life events* inattesi). Inoltre, all'indebitamento eccessivo delle famiglie contribuiscono comportamenti opportunistici degli intermediari.

La crescita dei problemi derivanti da sovraindebitamento è inoltre collegata con un contesto economico (lavoro temporaneo o *part time* ecc.) che incrementa i margini di incertezza della gestione economica delle famiglie, congiunta con una bassa crescita del loro potere d'acquisto da salari e stipendi. Per le famiglie a più basso reddito quindi l'indebitamento è diventato anche una rete di protezione nei confronti delle esigenze economiche fondamentali. Si tratta tuttavia di una rete di protezione pericolosa, che può dare origine a stress da eccessivo indebitamento.

Le misure possibili per affrontare il problema dell'eccesso di indebitamento sono svariate: si va dalle misure macroeconomiche e sociali (opportunità di migliorare il reddito delle classi sociali più deboli, rafforzare gli ammortizzatori sociali in caso di discontinuità nell'impiego, incentivare il tasso di risparmio delle famiglie) a misure sul *responsible lending* e *responsible borrowing*.

In considerazione delle distorsioni cognitive alle quali è esposta la decisione di indebitamento dei consumatori, e che conducono sistematicamente verso un'eccessiva esposizione all'indebitamento, possono essere giustificati interventi che agiscano da correttivo delle distorsioni citate e che promuovano una cultura e comportamenti di *responsible lending* (e di *responsible borrowing* da parte delle istituzioni finanziarie). Molte delle distorsioni del comportamento possono essere almeno in parte corrette mettendo in condizione gli investitori di raggiungere una maggiore consapevolezza del processo finanziario nel suo complesso, sia sul fronte dell'investimento sia su quello dell'indebitamento. In tale direzione vanno gli interventi normativi che prescrivono livelli più elevati di trasparenza nel rapporto tra intermediari e clienti e le azioni volontarie degli intermediari. Tuttavia tali azioni risultano incomplete se non associate con un'adeguata formazione finanziaria delle famiglie.

Il presente contributo ha altresì messo in evidenza che interventi di natura informativa non sono sufficienti e ha posto il tema di una diversa distribuzione delle responsabilità da eccessivo indebi-

tamento delle famiglie, con un coinvolgimento maggiore da parte dei finanziatori. Una revisione della distribuzione delle responsabilità consentirebbe anche di riallineare gli incentivi dei finanziatori, correggendone la tendenza (risultata chiara nella recente crisi statunitense dei mutui *subprime*) a erogare credito anche al di là delle reali capacità di rimborso dei prenditori.

6. Nuovi tipi di strumenti e intermediari finanziari

6.1. La “speculazione”: perché il termine nel linguaggio comune ha una connotazione negativa

Collegata alla tematica, già ampiamente trattata nelle pagine precedenti, dell'accresciuta complessità e difficoltà di regolamentazione degli odierni mercati finanziari vi è una percezione diffusa di un aumento della loro “speculatività”, di cui si sottolinea spesso la pericolosità, se non l'illegittimità etica. Il termine “speculazione finanziaria” è spesso utilizzato come qualcosa a cui sia evidente la necessità di attribuire una notazione etica negativa. Spesso non è però chiaro cosa si intenda con questo termine.

Come punto di partenza che probabilmente metterebbe d'accordo molti soggetti, si può definire “speculazione” come l'attività di acquistare dei beni per rivenderli a un prezzo superiore, o il contrario, cioè vendere dei beni a un certo prezzo, per ricomprarli a un prezzo inferiore. L'attività speculativa così definita è una tipologia di attività che non è limitata ai mercati finanziari ed è spesso percepita come contraria all'etica, più che per una sua iniquità intrinseca, perché si ritiene debba inevitabilmente accompagnarsi ad altri elementi disonesti; un esempio tipico è la fattispecie dello speculatore immobiliare che compra terreni agricoli a basso prezzo, poi corrompe i rappresentanti degli enti locali per ottenere la variazione d'uso a terreni edificabili e li rivende ad altro prezzo; al-

tro esempio, si definisce speculatore chi, in situazioni come le guerre, avendo disponibilità, approfitta dello stato di necessità di varie persone per acquistare beni di pregio, accumulandoli per rivenderli in tempi migliori.

In esempi come quelli ora formulati, dovrebbe essere evidente che il comportamento contrario all'etica non è l'intento speculativo in se stesso, ma la modalità disonesta con cui si ottiene il successo della speculazione. Una motivazione più sottile della non eticità dell'attività speculativa riguarda invece il fatto che non creerebbe soddisfazione dei bisogni umani producendo qualcosa di nuovo, come ad esempio accade nell'industria manifatturiera o nei servizi professionali, ma semplicemente riallocando ricchezza a favore dello speculatore stesso ai danni di chi si trova a essere sua controparte. In pratica, un'operazione speculativa di successo genererebbe una sorta di "arricchimento senza causa" dal punto di vista del benessere collettivo.

6.2. La speculazione nei mercati finanziari; esiste una "speculazione buona" e una "speculazione cattiva"?

A fronte di tali considerazioni largamente diffuse, la teoria economica classica ha dei punti di vista chiaramente definiti, secondo i quali sui mercati finanziari esiste una "speculazione buona" e una "speculazione cattiva".

La "speculazione buona" è quella di coloro che operano sul mercato rispettandone le regole, cioè acquisendo informazione legittimamente e affinando i suoi modelli interpretativi, i quali sono in grado di percepire quando un'attività finanziaria è sopravvalutata o sottovalutata. Comprando attività sottovalutate, o vendendo attività sopravvalutate, contribuiscono a fare scendere i prezzi delle prime e a salire i prezzi delle seconde. In questo modo, sono operatori che producono un servizio indispensabile, affinché i mercati finanziari allochino efficientemente i fondi che in essi si riversano,

poiché a tal fine è necessario che il prezzo delle attività finanziarie corrisponda il più possibile al loro effettivo valore. In tale visione, gli speculatori sono soggetti che hanno dei costi di produzione e si assumono dei rischi, e ottengono un ritorno equo sul loro investimento, che può essere particolarmente elevato quando comporta la remunerazione di capacità individuali rare ed assolutamente eccellenti, analogamente a quanto accade in molti altri campi professionali diversi dalla finanza.

La “speculazione cattiva” è invece quella di coloro che non rispettano le regole del mercato, come le regole sull’uso dell’informazione e contro la manipolazione del mercato. La più classica violazione delle regole informative è l’*insider trading*, cioè l’uso abusivo di informazioni privilegiate, che finché non vengono rese pubbliche non possono essere utilizzate per comprare o vendere attività finanziarie. Altre regole contro la manipolazione del mercato sono quelle che impediscono compravendite fittizie volte a provocare esclusivamente un aumento artificioso dei prezzi. In questo tipo di speculazione, l’arricchimento dello speculatore è reso possibile dalla violazione delle norme consentono un corretto funzionamento del mercato, e per questo non v’è dubbio che vada repressa.

Si sente spesso poi parlare di “speculazione destabilizzante”. Con tale espressione gli economisti intendono affermare che può talvolta accadere che movimenti di prezzi originati inizialmente da adeguamenti giustificati rispetto a precedenti sottovalutazioni (la “speculazione destabilizzante” ha infatti ad oggetto tipicamente incrementi di prezzo che sfociano nelle cosiddette bolle speculative) richiamino sempre nuovi soggetti, soprattutto investitori non professionali, che acquistano solo perché vedono che certi prezzi salgono, e si diffonde per fenomeni di psicologia collettiva la convinzione che i prezzi continueranno a salire. La corsa dei prezzi al rialzo si autoalimenta fino a sorpassare in modo evidente il livello a cui il prezzo del bene è giustificato da ragioni economiche e può pro-

seguire per una durata imprevedibile fino a quando qualche elemento casuale vi pone fine. Una volta che la crescita cessa di autoalimentarsi, il castello di carte inevitabilmente crolla, lasciando però dietro a sé macerie vere. Può essere interpretato entro questo schema quello che secondo molti è stato il già citato fattore scatenante della crisi iniziata nel 2008, e cioè la crescita dei prezzi degli immobili negli Stati Uniti, che ha spinto fasce crescenti di persone a pensare di arricchirsi comprando immobili grazie ai mezzi ottenuti indebitandosi.

Il problema della “speculazione destabilizzante” non è però a ben vedere un problema che trae la sua origine dall’operato degli “speculatori professionali” operanti sui mercati finanziari, ma da fenomeni di psicologia collettiva che non nascono da una regia occulta quanto piuttosto dal determinarsi di circostanze favorevoli (ad esempio politica monetaria accomodante, eventi oggettivi che originariamente determinano aumenti rilevanti di prezzo giustificati, congiuntura economica positiva), anche se *ex-post* risulterà facile indicare chi si è arricchito nella situazione pur avendone consapevolezza, come molte categorie di intermediari che durante la “bolla” hanno guadagnato commissioni favolose sull’accresciuto numero di operazioni. Ma, se un agente immobiliare che si comporta eticamente dovrebbe sconsigliare l’acquisto di un certa casa, qualora sia possibile trovare oggi una casa di altrettanto pregio a prezzo minore: dovrebbe forse sconsigliare la casa prezzata correttamente dato il livello generale dei prezzi di oggi, e avvertire il cliente che forse tra cinque anni, a suo parere, il prezzo sarà inferiore?

Tornando al punto della speculazione “buona” e “cattiva” riferita a chi opera di professione nel mercato, bisogna dire che la distinzione, se è chiara da un punto di vista teorico, non è sempre così chiara nella pratica. Proprio perché ottenere risultati positivi speculando lecitamente nei mercati finanziari non risulta affatto facile, è sempre forte per un operatore la tentazione di ricorrere a mezzi illeciti, o per lo meno di camminare sul crinale tra il lecito e

l'illecito. La natura umana stessa deve quindi rendere scettici verso un'immagine dei mercati finanziari dove le forze del mercato, lasciate a se stesse senza alcuna regolamentazione, riescono da sole a trovare gli assetti ottimali. L'esperienza dimostra che anche i migliori atleti non rinunciano a migliorare ulteriormente la loro prestazione con il ricorso a sostanze illecite, se non vi è un'elevata probabilità di essere controllati e scoperti da chi organizza il gioco.

6.3. Gli strumenti derivati: pure scommesse?

Si è già osservato come una delle caratteristiche, che più facilmente è possibile notare nella realtà della finanza di oggi, è l'utilizzo pervasivo degli strumenti derivati.

Cosa si intende con il termine di "strumenti derivati"? L'accezione più vasta comprende tutti i contratti finanziari che non nascono da un finanziamento a un determinato soggetto, ma che sono, in definitiva, una "scommessa" sul valore di uno strumento finanziario sottostante rappresentativo di un finanziamento.

Per esempio, un'opzione *call* su un titolo azionario permette a chi la compra di guadagnare se a una determinata data futura il titolo azionario avrà superato un certo livello di prezzo, mentre perderà tutto quanto pagato inizialmente (il "premio" dell'opzione) se il titolo azionario non avrà superato tale livello. È chiaro che l'esistenza del titolo azionario presuppone che sia stato effettuato un finanziamento a un'impresa quando è stato emesso il titolo azionario, la quale impresa con i fondi ricavati avrà effettuato investimenti per la propria attività produttiva. Non è così per la sottoscrizione dell'opzione sul titolo azionario, che è semplicemente un contratto tra chi in un certo momento possiede l'azione, e chi sottoscrive l'opzione; se la scommessa viene vinta da chi ha comprato l'opzione, quello che questi guadagna è perso da chi possiede l'azione, e viceversa.

Una prima accusa che viene rivolta agli strumenti derivati è

quindi che sarebbero una forma di attività finanziaria fine a se stessa, che non serve a fare crescere l'economia reale, a differenza degli strumenti finanziari originari, che servono a finanziare l'acquisto di beni reali.

6.4. Gli strumenti derivati: le loro finalità lecite

Questa accusa non è però nella generalità dei casi pertinente. Per spiegare perché, bisogna spendere qualche parola in più in merito ai vari tipi di strumenti derivati.

Ai nostri fini è utile suddividere i derivati in due categorie, che possiamo definire gli strumenti derivati “di base” e le “cartolarizzazioni”.

Come strumenti “di base” si vuole in questa sede denotare i contratti riferiti a *futures* e *forward*, opzioni, e *swap*, su azioni, tassi d'interesse, valute, rischio di credito e merci.

Questi strumenti possono essere utilizzati sostanzialmente per due tipologie di attività, e cioè per coprirsi da rischi relativi alle attività sottostanti gli strumenti, oppure per prendere posizioni al rialzo o al ribasso sull'attività sottostante.

Quanto all'attività di copertura dai rischi, prendiamo il caso di un'impresa che si sia finanziata con prestiti a tasso variabile, e sia preoccupata per il fatto che in futuro, se aumenteranno i tassi d'interesse di mercato, sarà costretta a pagare interessi passivi molto onerosi. Può a questo punto entrare in un contratto di *swap* di tasso d'interesse, con il quale otterrà che la controparte la rimborsi per i maggiori interessi passivi che deriveranno in futuro da eventuali aumenti dei tassi d'interesse, mentre sarà l'impresa a dover pagare alla controparte delle somme se i tassi d'interesse in futuro scenderanno. In questo modo l'impresa evita il rischio di pagare in futuro interessi troppo onerosi, rinunciando in cambio al beneficio di risparmiare se i tassi scenderanno; in pratica, ha trasformato il tasso d'interesse variabile in un tasso fisso.

Un altro caso di copertura dal rischio è quello di una banca che, avendo fatto un prestito a un'impresa, entri in un contratto di *credit default swap* (CDS) con un terzo, per effetto del quale il terzo rimborserà alla banca l'eventuale perdita che questa sopporterà se l'impresa diverrà insolvente.

In entrambi questi casi, è evidente che il soggetto che acquista il derivato lo fa per coprirsi da rischi sull'attività sottostante, e grazie al derivato ottiene effettivamente la copertura richiesta. Per questa ragione, l'esistenza degli strumenti derivati non dà luogo in via diretta a finanziamenti all'attività reale, però facilita la stipulazione di tali finanziamenti: l'impresa cui venga offerto un prestito a tasso variabile assumerà tale prestito grazie anche al fatto che può coprirsi dal rischio che il tasso d'interesse salga, e la banca concederà il prestito con maggiore facilità se ha la possibilità di assicurarsi contro le perdite per l'insolvenza del prenditore. In questo senso, quindi, non è corretto affermare che gli strumenti derivati siano sinonimo di attività finanziaria autoreferenziale e senza connessione con l'economia reale.

Certamente, i derivati possono poi essere utilizzati, oltre che per coprirsi da un rischio, semplicemente per operazioni di negoziazione. Si può acquistare un'opzione su un titolo azionario, ad esempio, perché si è fortemente convinti che quel titolo avrà un forte apprezzamento, che consentirà di guadagnare a chi ha comprato l'opzione.

Anche l'utilizzo dei derivati per la negoziazione non va visto come qualcosa di negativo, in quanto permette di ampliare le strategie di *trading* degli operatori, e quindi di incrementare la liquidità dell'attività finanziaria sottostante ai derivati. Ciò ha in ultima analisi effetti benefici, *ex-ante*, sulla possibilità di emettere tale attività, e quindi sul finanziamento all'economia reale; è infatti evidente che qualunque operazione di finanziamento incorporata in un titolo azionario o obbligazionario ha tanto maggiori possibilità di essere effettuata quanto più chi acquista il titolo è confidente di

poterlo rivendere con facilità, nel caso che questo si renda un domani necessario.

Vi sono poi le “cartolarizzazioni”, solitamente realizzate sotto forma tecnica di *Special Purpose Vehicle*, SPV e *Structured Investment Vehicle*, SIV, di cui si è ampiamente trattato quando si è parlato del sistema finanziario “ombra”, e in particolare delle cartolarizzazioni dei mutui *subprime*. Sono strumenti che svolgono un ruolo molto diverso da quelli cui si è fatto cenno in precedenza, anzi possono essere inseriti nella categoria “derivati” solo se quest’ultima è utilizzata in un’accezione relativamente ampia. Mentre opzioni, *futures*, *swap* sono contratti che danno particolari risultati a seconda dell’andamento dell’attività sottostante e hanno in un certo senso una funzione complementare all’attività sottostante, le cartolarizzazioni servono a offrire una modalità di investimento nel sottostante, permettono di investire in portafogli di attività sottostanti – che non sono solo mutui, possono essere anche crediti al consumo e a imprese – che altrimenti non sarebbero accessibili a un ampio pubblico di investitori.

In precedenza si sono sottolineate le gravi conseguenze della cattiva gestione delle cartolarizzazioni di mutui *subprime* che vennero costruite negli Stati Uniti fino al 2007. Anche di questi strumenti bisogna però dire che si tratta di strutture contrattuali che, se ben gestite, sono dotate di una precisa *ratio* di tipo economico, e in grado di svolgere un ruolo assai importante per il buon funzionamento dei mercati finanziari. Le cartolarizzazioni sono infatti in grado di aumentare la “massa di fuoco” di capitali disposti a convergere su un certo comparto dell’economia reale. Per esempio, negli Stati Uniti sono state fondamentali nel rendere ampiamente disponibile il finanziamento dell’acquisto della casa da parte degli individui di ogni ceto sociale (probabilmente, il problema è che lo sono state anche troppo!), cosa che di per sé non può certo essere valutata negativamente. Oggi si assiste all’auspicio da parte di voci qualificate, ivi compresi i *regulators*, a che rivivano e moltiplichino

la propria attività le cartolarizzazioni di prestiti a piccole e medie imprese (PMI), viste come uno strumento necessario per riattivare il credito alle imprese, dato che le banche sono impedita da una serie di vincoli stringenti a estendere nuovi prestiti da mantenere nel proprio bilancio.

6.5. Le aree di problematicità riguardo agli strumenti finanziari derivati

Tutto bene quindi, e nulla di negativo da segnalare in merito alla “finanza derivata”? Non proprio. Gli eventi degli ultimi anni hanno segnalato aree di problematicità, in parte riconducibili a fenomeni di inefficienza, in parte con risvolti che chiamano in causa il nesso tra etica e agire economico.

Gli eventi del 2008, innanzitutto, hanno evidenziato che il grande incremento di strumenti derivati “di base” non negoziati su mercati regolamentati, ma bensì *over the counter*, aveva introdotto nel sistema dosi massicce di un rischio ingiustificatamente sottovalutato, cioè il rischio “di controparte”; termine utilizzato per un concetto molto semplice, e cioè che, essendo molti derivati dei contratti “a termine”, ovvero in cui i pagamenti vengono regolati a data futura, la parte che deve ricevere il pagamento in futuro è sottoposta al rischio che la controparte non sia in quel momento in condizione di pagare. Tale tipo di problema è praticamente eliminato nelle negoziazioni effettuate su una borsa valori regolamentata, in quanto la borsa richiede, se non si tratta di operazioni regolate per contanti, il deposito di titoli o di cassa a garanzia degli impegni assunti, in modo tale da isolare l'ordinato svolgimento del mercato dalle insolvenze dei singoli operatori. L'insussistenza di un meccanismo simile per i derivati negoziati *over the counter* aveva generato nel corso del 2008 momenti di panico in merito all'affidabilità della massa di derivati in circolazione, e portato a un brusco e drastico calo dei nuovi contratti. La situazione era resa ancora più grave

dal fatto che mancava un punto centralizzato di informazione che censisce con precisione i contratti in essere e quali fossero i soggetti con le maggiori esposizioni a rischio. La prevenzione del ripetersi di una situazione analoga è stata negli ultimi anni tra le priorità dei *regulators* del sistema finanziario, e sta determinando l'emanazione di nuove regolamentazioni volte a incentivare l'incremento degli scambi di derivati nelle borse valori, e a permettere ai partecipanti ai mercati di disporre di adeguata informazione sull'ammontare delle negoziazioni concluse e dei contratti aperti.

Un secondo ordine di problemi è riconducibile al fatto che l'accelerazione nella creazione di sempre nuovi strumenti derivati è stata più rapida della capacità della gran parte degli operatori, anche professionali, di comprendere il loro effettivo contenuto e le loro caratteristiche economiche. Il caso tipico è appunto quello delle cartolarizzazioni, strutture complesse delle quali spesso non è semplice quantificare correttamente il grado di rischio, e in primo luogo le cartolarizzazioni dei mutui *subprime* statunitensi, le cui obbligazioni furono vendute e comprate in tutto il mondo (ad esempio ne comprarono in grande quantità le banche regionali pubbliche tedesche) nell'assunzione, poi rivelatasi del tutto errata, che fossero strumenti pressoché privi di rischio; vicenda in cui si inserisce il noto fatto per cui le società di *rating* avevano un importante incentivo economico a sottostimare i rischi, ed in effetti commisero l'errore di sottostimarli.

Vi è qui chiaramente un problema con risvolti etici, e cioè quanto sia ammissibile la commercializzazione di massa di strumenti finanziari altamente complessi ad acquirenti che palesemente non sono in grado di dominarne la complessità. Se il problema ha riguardato investitori professionali nel caso dei mutui *subprime*, su scala più piccola ha riguardato, anche nel nostro Paese, molti investitori non professionali, con riguardo a derivati semplici per degli esperti di finanza, ma che semplici non sono per investitori inesperti. La stampa finanziaria del nostro Paese è piena di esempi di

derivati su tassi d'interesse offerti a piccole imprese o a enti locali che hanno successivamente dato luogo a contenziosi giudiziari, in cui i compratori lamentavano di essere stati indotti dalle banche ad acquistare nonostante non fossero in grado di determinare costi e rischi dei prodotti offerti; e situazioni analoghe si sono determinate per molti prodotti del risparmio gestito che includevano strutture derivate, venduti a singoli risparmiatori che non potevano afferrarne i risvolti.

Il caso peggiore è però certamente quello della costruzione di strutture derivate volutamente oscure e complesse per motivi che potremmo definire “non finanziari”, cioè diversi dalla finalità di copertura dal rischio o di voluta strategia di trading su un rischio sottostante, motivi spesso non leciti o ai limiti della illiceità. Due categorie generali entro le quali possono essere collocati diversi casi manifestatisi con una certa frequenza anche nel nostro Paese sono: i derivati costruiti per aggirare le normative contabili e nascondere i problemi di un bilancio, solitamente di una banca; i derivati costruiti per i cosiddetti arbitraggi fiscali da un Paese all'altro, cioè per diminuire la tassazione di alcune operazioni (solitamente poste in essere, ancora una volta, da una banca) avvantaggiandosi del diverso regime di tassazione di tali operazioni, se domiciliate in diversi Paesi.

In entrambi i casi, la cui analisi risulta troppo complessa nella presente sede, ciò che viene attuato è costruire strutture contrattuali così complesse da sfuggire – negli auspici di chi le progetta – alla comprensione delle autorità contabili e fiscali, per perseguire fini illeciti o ai limiti dell'illiceità. E tali operazioni risultano spesso essere state costruite su suggerimento e spesso con la fattiva collaborazione di banche di consolidata reputazione, e non di operatori oscuri e di modeste dimensioni.

6.6. Due tipologie di intermediari non bancari: gli *hedge funds*...

Più volte, in questo scritto, si è richiamato come la realtà odierna del sistema finanziario sia caratterizzata dalla presenza, accanto alle banche, di una pluralità di altri intermediari finanziari, che spesso vengono collettivamente considerati con il termine di “sistema bancario ombra”. Su alcuni di questi – gli SPV o SIV che sono stati utilizzati per le cartolarizzazioni – ci si è già intrattenuti a sufficienza. Si vuole ora trattare di due altre tipologie di intermediari finanziari non-bancari, cioè gli *hedge funds* e i fondi di *private equity*, sui cui effetti per il buon funzionamento del sistema vi è stata in passato non poca discussione.

Gli *hedge funds* sono fondi d’investimento, le cui quote non sono offerte a piccoli risparmiatori, ma solo a investitori di maggiori dimensioni. Per questa ragione non sono sottoposti a una regolamentazione così stringente come i normali fondi comuni d’investimento, il che permette loro di darsi una struttura di funzionamento che consente di porre in atto particolari strategie operative.

Gli ordinari fondi comuni d’investimento gestiscono infatti patrimoni che restano investiti in specifiche categorie di *assets*, tipicamente azioni quotate in borsa e titoli a reddito fisso, per generare agli investitori che detengono le quote un rendimento proporzionale a quello mediamente ottenibile, nel tempo, detenendo ampi portafogli in tali strumenti. Le quote di tali fondi devono essere prontamente liquidabili.

Gli *hedge funds* seguono diverse tipi di strategie, che cercano di fornire non già il rendimento mediamente offerto nel tempo da azioni o obbligazioni, ma i profitti di particolari operazioni di negoziazione. Per tentare di sintetizzare ciò che accomuna i diversi tipi di strategie degli *hedge funds* si può affermare che essi tentano di avvantaggiarsi dell’individuazione di temporanei squilibri che riescono a rilevare nei mercati; quindi comprano ciò che ritengono oggi sottovalutato, e vendono ciò che ritengono sopravvaluta-

to; sono cioè fondi che si dedicano alla speculazione come definita al paragrafo 6.1. e pongono in atto a tale fine una massa elevata di negoziazioni nell'unità di tempo. In un certo senso si può dire che gli *hedge funds* offrono ai propri sottoscrittori i guadagni del *trader*, cioè di colui che è continuamente intento a comprare e rivendere, mentre gli ordinari fondi comuni i guadagni del "cassettista", cioè di colui che compra titoli per detenerli a lunga scadenza, confidando sulla distribuzione di dividendi o interessi e sull'apprezzamento nel lungo periodo (nel caso delle azioni).

Giusto per dare un'idea di cosa facciano gli *hedge funds*, si possono citare alcune delle strategie più diffuse: i fondi *global macro* investono sulla base di previsioni di tipo macroeconomico e, ad esempio, possono in un certo momento avere una posizione che si basa sulla previsione dell'apprezzamento della valuta di un certo Paese e sul deprezzamento della valuta di un altro, guadagnando se la loro previsione si avvera; i fondi *equity market neutral* investono in azioni, ma comprando titoli che ritengono sottovalutati e vendendo (quasi) per lo stesso ammontare titoli sottovalutati, e in questo modo il loro rendimento è indipendente dall'andamento dell'indice di borsa, ma dipende invece dalla corretta capacità di individuare le sopra- e sotto-valutazioni; i fondi *event driven* puntano a investire in azioni di imprese che si troveranno nel breve termine in speciali situazioni a cui è solitamente associato un incremento di prezzo, ad esempio imprese che probabilmente saranno oggetto di un tentativo di acquisizione.

Gli *hedge funds* sono una categoria di intermediari ormai da molti anni presente sui mercati. Chi investe in tali fondi, a differenza di quanto si potrebbe pensare, non sono singoli speculatori, ma soprattutto investitori istituzionali come fondi pensione, compagnie di assicurazione e fondi di dotazione di fondazioni, che hanno da lungo tempo sperimentato come l'allocazione di parte dei loro patrimoni negli *hedge funds* offra importanti benefici di diversificazione rispetto al mantenere l'intero patrimonio vincolato a strate-

gie di gestione “tradizionali” come quelle degli ordinari fondi comuni d’investimento.

Ciò non di meno, non mancano correnti d’opinione sfavorevoli verso l’operato di tali intermediari, sulla base di varie considerazioni.

Una prima considerazione è che questi fondi sono certamente “speculativi”. Una posizione aprioristicamente sfavorevole alla speculazione non può quindi che vedere con sfavore il loro operato.

Una seconda considerazione è che questi fondi spesso, si usa dire, si trovano a beneficiare sulle disgrazie altrui. Ad esempio, quando un fondo macro guadagna perché si ha una forte svalutazione di una determinata moneta, i sottoscrittori del fondo “saranno contenti” proprio nel momento in cui la popolazione del Paese che ha subito la svalutazione va incontro a gravi problemi. Tuttavia è da considerare che le svalutazioni sono determinate da obiettivi sbilanci macroeconomici, non da complotti degli investitori, quindi non sono gli *hedge funds* a determinare i problemi delle nazioni che si trovano in difficoltà. Accusare gli *hedge funds* di tenere comportamenti non etici per questa ragione è per certi versi come accusare una compagnia assicurativa perché “è contenta” per il decesso di una persona che ha sottoscritto con la compagnia una polizza vitalizia. E d’altra parte non è pensabile l’esistenza di un mercato finanziario che formuli prezzi corretti quando questo determina solo conseguenze positive sulle persone che vengono toccate dagli aggiustamenti dei prezzi, e vi rinunci quando gli aggiustamenti porterebbero conseguenze negative.

Un terzo aspetto, spesso sottolineato, è che oltre la metà degli *hedge funds* sono giuridicamente domiciliati in centri *offshore* pur avendo un’operatività effettivamente basata nelle principali piazze finanziarie. Ciò porta naturalmente a pensare che pongano in essere strategie di evasione fiscale. Tuttavia, diversi approfondimenti svolti su questo punto ha portato a escludere che ciò sia vero.

Chi compra le quote degli *hedge funds* sono investitori istituzionali che non possono sottrarre al fisco del Paese in cui risiedono gli utili che ottengono, indipendentemente dalla domiciliazione del fondo; è invece vero che la scelta della domiciliazione in centri *offshore* permette ai fondi di rivolgersi a una platea internazionale di investitori istituzionali garantendo loro di non subire una doppia tassazione, una prima volta nel loro Paese di residenza e una seconda volta nel Paese dove i fondi sono domiciliati.

Il motivo di preoccupazione più dibattuto riguardo a questa categoria di intermediari è piuttosto relativo al fatto che gli *hedge funds* non sono soggetti alla regolamentazione prudenziale cui sono soggette le banche, e tuttavia non si può escludere che la crisi di uno o più *hedge funds* possa creare problemi di natura sistemica simili a quelli generati dalla crisi di una grande banca. Si cita spesso il caso della crisi dell'*hedge funds* LTCM del 1998, che portò al suo salvataggio da parte di un consorzio di banche proprio perché si temeva che un fallimento disordinato avrebbe avuto pesanti conseguenze avverse per i mercati. Quanto è accaduto a partire dal 2008 sembra però smentire tali preoccupazioni; molti *hedge funds* sono falliti senza avverse conseguenze di portata sistemica e, nel complesso il settore, oltre a non avere avuto un ruolo nell'insorgere della crisi, ha dimostrato una notevole capacità di gestione degli accresciuti rischi. Si tratta comunque di una questione tuttora aperta e vi è per lo meno un forte consenso sul fatto che sia opportuna una migliore informazione sull'operato di questa categoria di investitori.

6.7. Due tipologie di intermediari non bancari: ...e i fondi di *private equity*

I fondi di *private equity* hanno in comune con gli *hedge funds* il fatto di essere fondi d'investimento, le cui quote non sono offerte a piccoli risparmiatori, ma solo a investitori di maggiori dimensioni. La loro operatività è nel campo dell'acquisizione di imprese, o

quote di capitale d'impresa, che non sono negoziate in borsa, con l'intento di partecipare alla loro gestione per un limitato numero di anni, valorizzarle e rivenderle a un prezzo più elevato. Anche in questo caso, sussistono varie tipologie. I fondi di *venture capital* investono in imprese nascenti che operano sulla base di progetti che possono offrire prospettive di sviluppo. Altre tipologie (a volte denominate *private equity* in senso stretto) riguardano: le operazioni di *buy-out*, nelle quali viene acquisita dal fondo la maggioranza del capitale di un'impresa in funzionamento; di *growth capital*, nelle quali viene acquisita una quota di minoranza; *distressed investment*, che riguarda l'investimento in società in crisi finanziaria; *mezzanine finance*, che riguarda l'investimento, anziché in capitale azionario, in prestiti a lunga scadenza e subordinati rispetto all'indebitamento ordinario.

Con riguardo ai fondi di *private equity* può essere affermato tranquillamente che, se c'è una "novità" del sistema finanziario degli ultimi decenni che non è indiziata di avere avuto un ruolo nell'insorgere e nel consolidarsi della crisi post 2008, questa sono proprio loro. Non che la loro operatività non sia stata soggetta a critiche anche importanti. In particolare, mentre i fondi di *venture capital* hanno sempre goduto di un generale riconoscimento come nuovi intermediari "socialmente utili", in quanto incubatori di nuova imprenditorialità che difficilmente poteva trovare finanziamenti alternativi al *venture capital* presso intermediari tradizionali, si sono levate, soprattutto in passato, voci critiche specialmente nei confronti dei fondi di *buy-out*. In effetti in una certa fase storica le operazioni di *buy-out* erano sinonimo di operazioni realizzate con un elevato indebitamento (da ciò proviene il termine *leveraged buy-out*), che poteva generare importanti difficoltà anche a un'azienda sana se le performance erano inferiori alle attese. Di qui l'accusa mossa ai fondi di *private equity* di "spolpare" le imprese in cui investivano per ottenere ritorni finanziari a breve.

In realtà, tuttavia, anche se certamente non sono mancati ecces-

si, viene oggi riconosciuto che, nel complesso, l'operato dei fondi di *private equity* contribuisce allo sviluppo delle imprese in cui esse investono, le quali hanno performance mediamente positive non solo in termini finanziari, ma anche in termini di livelli occupazionali, negli anni in cui l'impresa è controllata o partecipata dal fondo. Nel nostro Paese, in particolare, si riconosce che, data la difficoltà di molte imprese di piccola o media dimensione a quotarsi in borsa, il *private equity* è una preziosa fonte di capitale azionario che consente la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa quando la base azionaria familiare diventa insufficiente o intende ritirarsi dalla gestione; tanto che gli indirizzi dei governi degli ultimi anni sono stati concordi nel promuovere, anche stanziando fondi pubblici, tale tipologia d'investimento.

In conclusione, merita un cenno la presenza nei mercati finanziari, sempre più quantitativamente evidente nel corso dell'ultimo ventennio, dei *sovereign wealth funds* ("fondi sovrani"). Si tratta di fondi gestiti da enti autonomi ma che rispondono direttamente a stati sovrani che li finanziano, e sono diretti all'investimento in ambito internazionale. L'origine dei fondi è solitamente di due tipi; o surplus fiscali provenienti, solitamente, dall'industria petrolifera; o riserve delle banche centrali di Paesi con bilance dei pagamenti in forte attivo (primo di tutti la Cina). Si tratta di fondi che, con diversi mix a seconda dei casi, adottano in parte politiche gestionali da ordinari fondi comuni d'investimento, in parte da *hedge funds*, in parte da fondi di *private equity*. In quest'ultima veste, possono permettersi una visione di più lungo periodo rispetto ai normali fondi di *private equity*, e quindi investire anche, ad esempio, in progetti infrastrutturali come strade, dighe, ecc. Il problema che spesso viene posto è quello del condizionamento politico che può essere esercitato dal Paese investitore sul Paese in cui gli investimenti sono effettuati, in particolare nel caso degli investimenti cinesi, anche se fino ad oggi questo tipo di preoccupazione non ha dato luogo ad eventi critici di particolare rilevanza.

6.8. Le criticità del processo di innovazione finanziaria

Il processo di innovazione in campo finanziario ha accompagnato l'enorme ampliamento della scala di operatività globale dei mercati finanziari verificatosi negli ultimi decenni. Come in altri campi, le accresciute opportunità offerte dalle tecnologie hanno portato a un ampliamento delle possibilità di utilizzo positivo, ma anche a un ampliamento delle problematiche.

La rassegna svolta sulle innovazioni nei prodotti, negli intermediari e nell'organizzazione dei mercati ha evidenziato che non ci sono motivi per ritenere in sé non-etici i nuovi strumenti messi a disposizione dal processo di innovazione finanziaria. Tuttavia non ci si può nascondere che l'evidenza fattuale suggerisce l'esistenza di profili di criticità sotto due profili: in primo luogo, la possibilità che l'inventiva degli operatori si prodighi nell'escogitare fonti di profitto che si collocano al limite della legalità, se non oltre; in secondo luogo che, anche in assenza di violazioni della legalità, gli effetti aggregati sui comportamenti di mercato delle nuove possibilità offerte dall'innovazione siano non controllabili e producano effetti indesiderati.

Per quanto riguarda il primo profilo di criticità citato, bisogna sottolineare che già alcuni "padri" della scienza economica – in primo luogo Schumpeter – hanno sottolineato come l'innovazione possa assumere diverse caratteristiche: può trattarsi di nuovi mercati, nuovi prodotti, nuove modalità di commercializzazione di prodotti esistenti, ma anche innovazione finanziaria, sia nei processi sia nei prodotti sia nelle modalità distributive. L'innovazione ha sua caratteristica costitutiva nell'impiego di modalità operative nuove, non prima sperimentate e pertanto non pienamente "ortodosse" (il c.d. *pushing the envelope*). Un prodotto o una tecnica finanziaria può quindi essere utilizzato per fini diversi da quelli per i quali era stato sviluppato e fino a quel momento impiegato, su segmenti di clientela diversi rispetto a quelli per i quali era stato intro-

dotto e così via. Basti qui pensare al confine non tracciabile tra copertura, “copertura anticipata” e speculazione che caratterizza il dibattito sugli strumenti derivati.

Alcuni di questi nuovi impieghi possono essere particolarmente poco ortodossi, in alcuni casi innovazione si identifica con devianza e quindi i nuovi strumenti e le nuove tecniche sono ad assumere i caratteri dell’illegalità o quanto meno dell’opportunità.

6.9. Alcuni esempi significativi di comportamenti contrari all’etica e alla legalità

Molti sono i casi che nei periodi recenti hanno portato all’emanazione di condotte non ortodosse e a volte illegali; basti citare qui i casi della manipolazione del LIBOR da parte della banca inglese Barclays assieme ad altre, o la vicenda del riciclaggio di denaro sporco derivante dal traffico di sostanze stupefacenti nel quale è stata coinvolta la banca HSBC.

Il caso LIBOR può essere così riassunto. Nel giugno del 2012 la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) statunitense condannava la banca inglese Barclays a pagare duecento milioni di dollari di multa per avere manipolato e erroneamente segnalato sia il tasso LIBOR sia il tasso EURIBOR. Le ragioni per il comportamento della banca consistevano nel migliorare i propri profitti sulle posizioni in strumenti derivati (molte delle quali hanno proprio i menzionati tassi come tassi *benchmark*) sia per rappresentare uno stato di salute migliore per sé medesima (infatti tassi più bassi pagati significano maggior fiducia da parte del mercato nel soggetto che riceve il denaro).

Per comprendere come possa avvenire la manipolazione di un tasso d’interesse che costituisce la base di un’amplissima mole di contratti finanziari, è opportuno prendere in considerazione come tale tasso venga rilevato e calcolato. Il tasso LIBOR è un tasso variabile e viene determinato come media dei tassi di interesse do-

mandati sul mercato bancario all'ingrosso di Londra per effettuare depositi tra istituzioni finanziarie. I tassi sono rilevati dalla *British Bankers Association* presso le maggiori banche operanti sul mercato interbancario londinese e hanno come riferimento le principali divise mondiali e una serie di scadenze, da un giorno a 12 mesi. Il tasso EURIBOR è determinato in maniera del tutto analoga.

Ovviamente, ognuno riterrebbe che le banche, operando secondo correttezza e buona fede, indichino i tassi effettivamente ricevuti e pagati. Il 27 luglio del 2012 il «Financial Times» pubblica un articolo a firma di un ex *trader*, il quale sosteneva che il tasso LIBOR era normalmente manipolato da parte delle maggiori banche fin dal 1991. È altrettanto ovvio che, trattandosi di un tasso così ampiamente utilizzato, la sua manipolazione influenza i profili di guadagno/perdita di una moltitudine di soggetti, limitando profitti di chi deve ricevere tasso variabile (per esempio un investitore) o amplificando le perdite, sempre rispetto alla situazione di equilibrio del mercato che si sarebbe realizzata in assenza di manipolazione, per chi si trovi a pagare il tasso LIBOR oppure EURIBOR.

Oltre alla banca Barclays, cospicue multe per l'attività di manipolazione sono state irrogate a UBS, Royal Bank of Scotland, Citigroup, JP Morgan, Deutsche Bank, Société Générale, in sostanza le principali banche di internazionali.

Per quanto riguarda la vicenda del riciclaggio di denaro sporco, si può richiamare come l'11 dicembre 2012 sia stata data la notizia che la banca internazionale HSBC (la più grande banca britannica) aveva concordato con il governo degli Stati Uniti un patteggiamento per 1,9 miliardi di dollari per risolvere un caso che la vedeva implicata in accuse di riciclaggio nei confronti dei cartelli della droga latinoamericani. La banca, inoltre, si impegnava a investire 290 milioni di dollari in sistemi di procedure organizzative idonee a prevenire il ripetersi di eventi analoghi. La banca era accusata di avere omesso di mettere in pratica le misure organizzative preventive e di vigilanza circa il trasferimento di denaro da parte della sua filiale

messicana, in questo modo consentendo un enorme volume di riciclaggio di denaro sporco.

Come si può vedere dalla sintesi dei due esempi citati, soggetti finanziari di rilievo primario svolgevano attività illegali.

A questi esempi, nei quali è assolutamente palese come si sia varcato il confine della legalità, se ne possono aggiungere altri in cui ci si trova piuttosto in un'area grigia, ma non per questo sono meno insidiosi. Un caso tipico è l'utilizzo non appropriato degli strumenti derivati; si è troppo spesso osservato un loro utilizzo motivato proprio dalla loro complessità, al fine di produrre strumenti finanziari dalle caratteristiche opache, da collocare alle fasce di clientela meno capace di difendersi di fronte a comportamenti di vendita aggressivi, solo perché in tale opacità si determinava la possibilità di alti margini di guadagno a fronte della difficoltà della controparte a quantificare correttamente i costi. Ancor peggio, si è anche osservato che la complessità degli strumenti derivati, o meglio la complessità di strutture contrattuali appositamente costruite con ampio utilizzo di combinazioni di strumenti derivati, è stata impiegata da parte di alcune banche per costruire schemi volti ad "autoriduzioni" indebite dei carichi fiscali o a nascondere perdite di bilancio eludendo l'applicazione di corretti principi contabili.

I comportamenti ora citati sono altamente dannosi per l'efficienza del sistema, perché minano la fiducia reciproca tra gli attori, danno luogo a comprensibili reazioni di rigetto che portano al rischio di "fare di ogni erba un fascio", e quindi in definitiva ritardano il diffondersi degli effetti benefici dell'innovazione. Si tratta di un tema che porta alla ribalta l'esigenza della adesione non formale da parte degli operatori a una deontologia professionale basata su principi. Di qui il rilievo che continua ad avere l'etica individuale, che occupa un posto che non potrà mai essere reso inutile dalla produzione di normative e regolamentazioni. E non si può non notare con un certo stupore come, dopo molti anni di vicende giudiziarie relative al cattivo uso, vero o presunto, di sistemi derivati,

il mondo degli operatori non si sia dato un codice di condotta che statuisca con chiarezza tali principi deontologici.

6.10. I possibili effetti negativi “di sistema” dell’innovazione finanziaria e il loro contrasto tramite la regolamentazione

Alle criticità dell’innovazione finanziaria fin qui richiamate, che derivano da un’assenza di eticità dei comportamenti singoli, si aggiungono quelle che, come si è anticipato, sono riconducibili agli effetti indesiderabili sui comportamenti di mercato, anche in assenza di violazioni della legalità da parte dei singoli.

La storia, anche non recente, mostra che con riguardo al sistema finanziario c’è l’esigenza di trovare una sintesi tra due istanze che possono in alcuni frangenti trovarsi contrapposte. Da un lato abbiamo l’esigenza, per l’efficienza del sistema, di un’ampia libertà dei partecipanti al mercato nell’allocare i fondi dove e come possono ottenere i migliori rendimenti; e non vi è dubbio che l’innovazione finanziaria porti ad un ampliamento di tale libertà. Dall’altra parte abbiamo l’evidenza del periodico, anche se imprevedibile, manifestarsi di crisi finanziarie caratterizzate dal ciclo euforia/crescita dei prezzi/iperattività finanziaria/crollo dei prezzi/blocco dell’attività finanziaria/depressione; e vi è evidenza come determinate innovazioni finanziarie contribuiscano a tale ciclicità, forse non essendone la causa, ma certamente facilitandone il dispiegarsi: il caso dei mutui *subprime* nel manifestarsi dell’ultima crisi ne è un esempio da manuale. Essendo ormai ben note e sperimentate le tipicità negative di tali crisi finanziarie, l’interesse collettivo esprime l’esigenza di un’azione pubblica che *ex ante* preveda strumenti atti a strutturare gli intermediari e i mercati in modo che eventuali crisi non li travolgano; ed *ex post* sia in grado di offrire strumenti che consentano il recupero della fiducia nella funzionalità del sistema, messa in dubbio nelle crisi più severe. Le due esigenze possono trovarsi in contrapposizione quando gli strumenti di cui si deve dotare

l'azione pubblica limitano la libertà ritenuta desiderabile dagli operatori di mercato.

Se quindi la velocità del processo di innovazione porta – o anche solo si ha il dubbio che porti – all'assunzione di rischi sistemici che vengono giudicati troppo elevati, gli operatori devono accettare i “freni” che la collettività decidesse di imporre senza tentativi di svuotamento e di aggiramento. Ciò porta a sottolineare due aspetti di attualità.

Il primo è l'importanza delle iniziative di regolamentazione nel campo dei derivati. Gli strumenti non sono in sé negativi. Il fatto che la crisi si sia originata nel 2008 nel comparto dei mutui *sub-prime* cartolarizzati deve sì far riflettere sulle caratteristiche intrinseche delle cartolarizzazioni e su quanto appena affermato sulla opportunità di “freni” imposti al mercato in presenza di sintomi di surriscaldamento; tuttavia buona parte delle bolle finanziarie nella storia hanno avuto il loro punto focale nel mercato immobiliare, anche quando non esistevano le cartolarizzazioni. Piuttosto quindi che demonizzare singoli strumenti, bisogna sottolineare che in prospettiva l'aspetto più rilevante è quello riguardante la regolamentazione volta a prevenire i rischi di instabilità del sistema finanziario dovuti alla struttura “anarchica” del mercato dei derivati, e quindi alla difficile controllabilità del rischio di controparte; anche se questo può rendere meno liquido il mercato, più costose le negoziazioni e minore la crescita degli scambi. La scelta del giusto mix tra efficienza e stabilità è di natura politica, e non spetta agli operatori.

Un secondo punto riguarda il grado di informazione disponibile ai vari attori del mercato, e quindi anche ai *regulators*, in merito alle caratteristiche e alle attività relative ai nuovi prodotti, e ai nuovi intermediari non bancari (come ad esempio gli *hedge funds*). Anche se non tutti gli aspetti dei processi di innovazione finanziaria recenti possono essere collegati alla crisi finanziaria – ad esempio non sembra che abbiano contribuito a determinarla intermediari come gli *hedge funds* o i fondi di *private equity* – la conoscenza dif-

fusa dei lineamenti e dei caratteri dei processi innovativi appare essere un'esigenza prioritaria, affinché questi possano essere incanalati verso il bene comune. Come si usa dire, la luce del sole è il migliore disinfettante.



TERZA PARTE

La dimensione etica della finanza

7. *C'è bisogno di più etica nella finanza?*

7.1. Una puntualizzazione preliminare

La richiesta di “più etica” e “più regolamentazione”, così da mettere limiti a una finanza altrimenti incontrollata, è una caratteristica ricorrente dei periodi di crisi come quello che stiamo vivendo. Più o meno marcate a seconda del momento, non mancano, nel contempo, le annesse repliche di chi mette in guardia dai possibili effetti collaterali di una sovrabbondanza normativa o di un moralismo di ritorno.

Formulato in questi termini, tuttavia, il discorso risulta ampiamente insoddisfacente. La considerazione della dimensione etica come limite – o, addirittura, come antagonista – della finanza appare, infatti, assai riduttiva. Prescrizioni e divieti appartengono certamente alla dimensione etica, ma non ne sono affatto la parte più importante. Prescrizioni e divieti fanno emergere, in modo diretto

o per contrasto, l'insieme di valori che un sistema morale intende affermare. Sono, pertanto, tali valori il tratto caratterizzante di ogni concezione etica. Di qui l'insufficienza di una evocazione di "più etica" e, per converso, la necessità di precisare i valori ai quali si intende fare riferimento: pena il rischio – come acutamente rileva il n. 45 della *Caritas in veritate* – di un «certo abuso dell'aggettivo 'etico' che, adoperato in modo generico, si presta a designare contenuti anche molto diversi, al punto da far passare sotto la sua copertura decisioni e scelte contrarie alla giustizia e al vero bene dell'uomo».

7.2. Esiste una "buona finanza"?

Qual è, dunque, il valore che può fondare un'etica della finanza? O, in termini ancora più immediati, quando è possibile parlare di una "buona finanza"?

La storia ci consegna molteplici risposte alla domanda sul bene e sul denaro, secondo un arco capace di comprendere la povertà di San Francesco di Assisi e, all'estremo opposto, l'apologia di «*greed is good*» proclamata dal protagonista di un famoso film sul capitalismo statunitense. Senza entrare in una discussione di dettaglio, ciascuna risposta presenta sempre una duplice caratteristica: realizza un certo equilibrio nel rapporto tra le parti coinvolte e comporta una determinata distribuzione delle risorse disponibili. Quando, quindi, l'equilibrio nel rapporto tra le parti e la distribuzione delle risorse possono dirsi buone?

Una lunga tradizione, che risale all'*Ethica Nicomachea* di Aristotele, ricorre, per rispondere, alla parola giustizia. Il rapporto tra le parti è giusto quando è proporzionato: in uno scambio giusto, esiste una proporzione tra quel che si dà e quel che si riceve (c.d. giustizia commutativa). Ma la giustizia riguarda anche la distribuzione delle risorse: una distribuzione è giusta quando a ciascuno è riconosciuto ciò che gli spetta, secondo il merito, la dignità o altro criterio che si ritenga ragionevole utilizzare (c.d. giustizia distributiva).

7.3. Finanza e giustizia

In questa prospettiva, una buona finanza si misura con l'urgenza di una proporzione negli scambi e di una ragionevole distribuzione delle risorse.

Nella prospettiva della giustizia commutativa, quindi, una buona finanza non ricorre alla truffa e – nella sua forma evoluta – predispone scambi equilibrati, limitando le forme con le quali si può approfittare delle asimmetrie di informazione e di potere tra le parti. In una logica di giustizia distributiva, parimenti, una buona finanza pone condizioni che contribuiscono a una giusta distribuzione della ricchezza, favorendo un'allocazione delle risorse capace di contribuire allo sviluppo del maggior numero di persone possibili.

In entrambi i casi, una buona finanza si allontana da un approccio che enfatizza unicamente l'utilità particolare del singolo, per valorizzare la sua dimensione relazionale e sociale. Al rilievo di un economista, pur controverso, come Larry Summers – per il quale «l'ironia del sistema di mercato sta nel fatto che, mentre il suo successo dipende dalla capacità di imbrigliare il potere dell'interesse egoistico, la sua sostenibilità dipende dalla disponibilità delle persone a porre in essere comportamenti che non sono egoistici» – corrisponde, in questo senso, l'osservazione del n. 35 della *Caritas in veritate*: «lasciato al solo principio di equivalenza di valore dei beni scambiati, il mercato non riesce a produrre quella coesione sociale di cui pure ha bisogno per poter funzionare».

7.4. Finanza, economia reale e lavoro

In termini ancor più concreti, una buona finanza assume un ruolo strumentale allo sviluppo dell'economia reale, riconoscendo e servendo la priorità del lavoro.

Secondo un principio che «appartiene al patrimonio stabile della dottrina della Chiesa», se lavoro e capitale sono tra loro com-

plementari e reciprocamente compenetrati, nel contempo «il lavoro ha una priorità intrinseca rispetto al capitale» (*Compendio della dottrina sociale della Chiesa*, 277). Connotato essenziale della dignità umana, fattore dotato di un'intrinseca dimensione sociale e causa efficiente primaria del processo economico, il lavoro è, infatti, l'elemento cruciale di uno sviluppo sociale ragionevole e sostenibile. Del tutto adeguato, quindi, che la finanza mantenga il suo ruolo strumentale, guardandosi dal rischio di scivolare in una logica autoreferenziale. Un utilizzo autoreferenziale della finanza, scollegato dall'impiego produttivo e dalla creazione di lavoro (il "denaro che crea denaro"), per le ragioni appena dette, rappresenta una sorta di autogol: sia per le singole persone coinvolte, sia per il sistema sociale ed economico nel suo complesso.

7.5. Per realizzare una "buona finanza" bastano i mercati?

La risposta, in breve, è sostanzialmente "no"; ma è una risposta basata sulla "ragion pratica" e non su aprioristiche posizioni contro l'interesse individuale o contro il sistema degli scambi di mercato. Anzi, lo spazio dell'azione individuale e le possibilità di incontro e di scambio che il mercato consente rimangono molto importanti per realizzare intrapresa e innovazione.

Ma occorre chiedersi: è sufficiente affidare al libero gioco degli interessi individuali, che il mercato provvederà a coordinare, per raggiungere gli obiettivi di una finanza giusta, rispettosa della priorità del lavoro? Per rispondere, cominciamo con l'escludere il ricorso a dogmatismi di vario tenore: sono certamente inadeguati e spesso ideologici, o, più semplicemente, rappresentano forme mascherate di esercizio del potere in vista dei propri interessi.

Senza demonizzare il mercato, si tratta di capire come funziona concretamente quando esso ha per oggetto il risparmio e l'investimento – ossia decisioni che per loro natura avvengono nel tempo e nell'incertezza. Il mercato finanziario è in grado di coordina-

re le decisioni individuali, permettendo alla collettività e ai suoi membri di raggiungere gli obiettivi prefissati? Non sempre. Esiste la possibilità concreta che i comportamenti individuali, una volta aggregati, producano un esito diverso da quelli che i singoli si sarebbero aspettati. Si può fare riferimento ad esempio al “paradosso del risparmio” (*paradox of thrift*) che già Keynes aveva evidenziato: un aumento generalizzato della proporzione dei risparmi individuali rispetto al reddito potrebbe non portare a un aumento dei risparmi, quando il consumare meno riduce la domanda aggregata al punto tale da ridurre lo stesso reddito. Così, la percezione individuale che risparmiando di più si possa contribuire ad aumentare il risparmio aggregato si rivela a posteriori errata: un aumento del risparmio individuale non comporta un aumento del risparmio aggregato.

7.6. La natura della finanza e dei mercati finanziari

Non solo la prospettiva “macro”, anche la prospettiva “micro” ci porta a riconoscere l’importanza del mercato, senza aspettarsi che il concreto funzionamento del mercato finanziario conduca automaticamente al raggiungimento degli obiettivi di risparmio e di investimento della collettività. Dare e prendere a prestito è infatti una forma molto particolare di scambio; anche nel caso del semplice accordo diretto fra due agenti, la natura dello scambio è molto complessa. Esso avviene sulla base di percezioni soggettive e di informazioni private, a volte gelosamente custodite e a volte artatamente diffuse, nell’incertezza comune su quel che il futuro riserba. Lo scambio avviene in condizioni di asimmetria informativa: ciascuna parte possiede informazioni che l’altra non ha e che desidererebbe possedere; poiché trasmettere le proprie informazioni all’altra parte non conviene, entrambi sanno che l’altro dispone di qualche informazione che non ha interesse a rivelare correttamente.

Nonostante incertezza e asimmetrie informative, però, lo scam-

bio finanziario è potenzialmente utile ad entrambe le parti: come in ogni compravendita, interesse alla cooperazione e conflitto sono strettamente intrecciati. Così, il mercato allarga lo spazio delle interazioni potenzialmente vantaggiose. Tuttavia, la concentrazione asimmetrica delle informazioni e del potere tende a produrre mercati in cui le economie di scala e di scopo, da un lato, rafforzano il potere dei soggetti forti, dall'altro concentrano l'attività finanziaria su piazze/intermediari specializzati che, insieme al potere economico, acquisiscono la capacità politica di incidere significativamente sul sistema della regolamentazione che li riguarda. L'altra faccia della concentrazione del potere è la marginalizzazione o addirittura l'esclusione dei soggetti finanziariamente "deboli" – ma anche in questo caso si tratta spesso di un autogol per la società.

Quindi, è del tutto fuorviante raffigurarsi il "mercato" finanziario come un ipotetico spazio concorrenziale dove domanda e offerta s'incontrano e determinano un prezzo che tende, sia pure in via approssimata, a un livello di "equilibrio". Interazione strategica fra istituzioni finanziarie, dentro i Paesi e fra i Paesi, fra istituzioni private e regolatori, persino fra regolatori di Paesi diversi: questo è una rappresentazione realistica di cosa sia il mercato finanziario.

7.7. Per una "buona finanza" bastano regolamentazione e politiche?

Senza dogmatismi, si diceva. Anche qui, la risposta è "no" – ribadendo l'importanza di buone regole e di buone politiche. Come il puro mercato concentra il potere e, usandolo secondo i suoi scopi, dà una forma non sempre desiderabile al sistema finanziario, allo stesso modo il controllo amministrativo rigoroso sulle decisioni finanziarie (quello, per intenderci, dove tutto quello che non è autorizzato è per definizione proibito) configura quella che viene chiamata una condizione di "repressione finanziaria" che spesso continua ad avvantaggiare chi ha più potere. Come tutta l'economia e tutta la finanza sono chiamate a rispettare un'etica realmente «ami-

ca della persona» (CV, 45), lo stesso si può dire delle politiche e delle regole. Si suggeriranno più avanti alcune considerazioni pratiche in merito alla regolamentazione finanziaria nel mondo globale; per ora, si vuole solo ribadire che il criterio secondo cui giudicare la “bontà” di ciascuna sfera di azione umana (economia, finanza, politiche) è il rispetto della sua natura e del suo scopo – in estrema sintesi, le esigenze del lavoro e dello sviluppo.

7.8. La natura della finanza e l’ineludibile questione della fiducia

Chi prende decisioni finanziarie non può fare a meno di porsi la domanda: posso fidarmi della mia controparte? La finanza è sempre una questione di fiducia; non a caso, “fare credito” a qualcuno significa sia prestargli denaro, sia credere alla sua parola. Man mano che i mercati finanziari si sono consolidati, articolati e specializzati nel processo di “finanziarizzazione” degli ultimi decenni, è diventato via via più consueto il ricorso a comportamenti routinari, meccanicistici, spersonalizzati, esorcizzando così il problema dell’esigenza di rapporti fiduciari personalizzati con la controparte. La distanza – geografica, ma soprattutto relazionale – tra chi presta e chi dà a prestito si è molto allungata; i contratti sono diventati sempre più complessi e scarsamente rinegoziabili. Una causa non marginale della crisi finanziaria e dei suoi successivi “traboccamenti” da un Paese all’altro e da un comparto all’altro del mercato finanziario è stata proprio la distanza relazionale fra gli attori – i quali si erano sostanzialmente interfacciati come interlocutori anonimi, accomunati solo dalla scelta temporanea e reversibile di partecipare allo stesso mercato.

Così, la natura intrinsecamente fiduciaria della finanza ha finito per dissolversi (non solo nella crisi più recente) in una massa enorme di contratti finanziari sostanzialmente anonimi, in cui i singoli prestatori – che normalmente non hanno modo di rintracciare quale uso specifico si è fatto delle loro risorse – finiscono per pensare

di essere irrilevanti e quindi ultimamente non-responsabili. I singoli risparmiatori finiscono per focalizzarsi solo su rischi e rendimenti, e tentano di proteggersi dall'incertezza grazie alla possibilità di rivendere sul mercato, in qualunque momento, i titoli finanziari che detengono. Si diffonde un sentimento di sostanziale irresponsabilità dei singoli rispetto all'esito aggregato, fino al fatto che non si pone più nemmeno la domanda sullo scopo della finanza: i risparmi globali stanno davvero sostenendo gli investimenti, il lavoro e lo sviluppo?

7.9. Quando la finanza, invece di servire, si “snatura”

C'è un ambito nel quale la “finanziarizzazione” degli ultimi anni ha portato pesanti conseguenze negative: si tratta dei mercati mondiali dei prodotti agricoli, dove i rialzi repentini e l'instabilità dei prezzi hanno seriamente pregiudicato la sicurezza alimentare e lo sviluppo, specialmente (e paradossalmente) nelle aree rurali. Un rialzo, anche temporaneo, dei prezzi agricoli è infatti associato all'immediata riduzione dei consumi; in particolare, le famiglie rurali si possono trovare nella necessità di vendere fattori produttivi (sementi, animali) pregiudicando il proprio futuro. Il ribasso dei prezzi induce, invece, all'abbandono delle terre, che è un processo costosissimo da invertire – specie nei Paesi tropicali, dove le terre abbandonate diventano rapidamente improduttive.

I prezzi agricoli mondiali sono strutturalmente più instabili di quelli dei manufatti, soprattutto per la variabilità delle condizioni di offerta (ad esempio, per l'alternarsi di condizioni climatiche favorevoli e avverse). Le cause di carattere “reale”, tuttavia, non bastano a spiegare la variabilità dei prezzi agricoli nel periodo dal 2007 in poi, caratterizzato da una correlazione fortissima fra l'andamento dei principali indicatori finanziari e l'andamento dei prezzi agricoli.

La finanziarizzazione dei prezzi agricoli non riflette tanto la cre-

azione di prodotti finanziari specifici per il settore agricolo, che esistono da molto tempo e che possono servire a tutelare sia produttori, sia utilizzatori dei prodotti agricoli. Riflette piuttosto il massiccio ingresso su questi mercati di operatori finanziari puri, senza nessi con il settore agroalimentare, che vedevano nei derivati agricoli uno strumento per diversificare il loro portafoglio e perseguire elevati rendimenti. La preponderanza di questi operatori ha di fatto snaturato anche i mercati dei derivati agricoli (com'era successo precedentemente ai derivati sui metalli preziosi e sul petrolio): non più mercati finanziari al servizio di investimenti, lavoro e sviluppo agroalimentare, ma mercati finanziari come tutti gli altri.

Snaturare i mercati finanziari non resta impunito: per diversificare i loro portafogli, gli operatori finanziari "puri" finiscono per uniformare i mercati: non solo procurando grave danno ai più poveri, ma erodendo i loro stessi spazi di profittabilità.

7.10. L'interdipendenza dei mercati finanziari e la virtù

La crisi ha smascherato la grande finzione: la gestione "tecnica" del rischio, anche quando sembrerebbe appropriata a livello dei singoli operatori, non elimina – anzi moltiplica – l'incertezza di un sistema interdipendente, nel quale i rischi sono correlati, ma i singoli operatori non sono in grado di percepire adeguatamente l'interdipendenza. Infatti, le transazioni finanziarie sottoscritte con l'obiettivo di riallocare i singoli rischi non sono sufficientemente robuste da difendere gli operatori dalla incertezza sistemica. La partecipazione anonima e sempre reversibile alle operazioni di compravendita di prodotti finanziari sul mercato finanziario solo in apparenza ammette "vie di fuga" dal mercato nei momenti di incertezza; in realtà, le vie di fuga diventano immediatamente impraticabili esattamente nel momento in cui tutti gli operatori vorrebbero percorrerle.

La finanza è una trama di relazioni (alcune scelte, molte subite,

moltissime del tutto ignorate) che formano una fitta rete di interdipendenza. La rete dei rapporti oggettivi di debito e di credito è spesso costruita in modo anonimo, con la disconnessione relazionale eretta a sistema grazie al ricorso a forme surrogate di fiducia: ciò accade, ad esempio, quando i singoli operatori prendono per oro colato le valutazioni delle agenzie di *rating*. In questo modo, però, il sistema finanziario diventa una rete terribilmente fragile. La grande distanza fra il punto di origine di un rapporto finanziario e i detentori finali degli oneri e dei benefici (entrambi incerti) che si ricollegano ad esso può dare l'illusione della indipendenza da quell'origine; ma si tratta esattamente di illusione. Anche il detentore cinese di CDO, alla fin fine, dipende dalla capacità dei lavoratori non qualificati di una grande città americana di rimborsare la rata del loro mutuo *subprime*. La distanza comporta una perdita di informazioni per il mercato stesso, una sua maggiore fragilità e anche una più vasta capacità di manipolazione delle informazioni e delle comunicazioni, che vengono piegate a interessi localizzati e spesso di breve respiro.

L'alternarsi di euforia e crisi documenta chiaramente il fatto dell'interdipendenza: tutto va magnificamente bene, finché va; quando si percepisce il pericolo, tutti tentano di uscire contemporaneamente da una porta troppo stretta. Quando la crisi diventa inevitabile, il bagno di realtà ha le fattezze di una doccia fredda che risveglia dal lungo, piacevole torpore di quando tutto andava bene senza fatica. La crisi "sveglia" la consapevolezza che la qualità dell'intero sistema finanziario dipende dalla qualità delle singole relazioni che lo abitano; la crisi svela la fragilità di un sistema di relazioni "sottili" che ha scelto di ignorare l'interdipendenza nell'anonimato dei mercati e nel ricorso a surrogati della fiducia; svela la fragilità di un mondo senza virtù. Dalla consapevolezza della interdipendenza, infatti, discende la virtù della solidarietà (*Sollicitudo rei socialis*, 38); nel caso della finanza, discende un sistema "solido".

Censurare il problema sostanziale delle virtù e ridurre l'etica

della finanza al rispetto di procedure (il rispetto formale di regolamentazioni prudenziali e di codici etici, la fissazione di tetti massimi alle remunerazioni dei manager, la destinazione dei una quota dei profitti ad iniziative benefiche, altre forme di responsabilità sociale delle imprese finanziarie...) non basta. La consapevolezza dell'interdipendenza tra gli agenti economici è invece un buon punto di partenza per provare a "ricucire" interesse individuale e bene comune.

Nessuna decisione finanziaria si esaurisce in una questione pratico-procedurale: decidere in condizioni di interdipendenza, sulla base di valutazioni fiduciarie, richiede l'impegno della ragione tutta intera e della libertà di aderire al bene

7.11. Nel tempo e nella incertezza

La finanza è un patto intertemporale, per sua natura incerto. Tempo e incertezza: due fatti (talvolta scomodi) della vita. La finanza può servire a gettare ponti attraverso il tempo, rendendo possibile l'investimento; può servire a ridurre il peso dell'incertezza sul futuro delle famiglie e delle imprese. Ma, al contempo, rimane la tentazione di usare la finanza per "liberarsi" del tempo, appiattendo il futuro su un orizzonte di breve periodo – fidandosi di come gli operatori finanziari di maggior peso rappresentano il futuro; e rimane la tentazione di "liberarsi" dell'incertezza, sfruttando ogni margine di gestione del rischio – di nuovo, fidandosi di chi in via di principio "ne sa" più di noi. Tuttavia, il futuro non sarà necessariamente simile a quel che prevede la maggioranza degli operatori finanziari; e l'incertezza implica la possibilità che si materializzino scenari che non si è neppure in grado di immaginare. Questa profonda incertezza non può essere eliminata e certamente crea disagi e difficoltà, ma può essere vissuta positivamente, nella disponibilità a costruire legami; la qualità di questi legami sostiene tutte le società, dalla più piccola – la famiglia – alle più complesse.

Molti comportamenti finanziari che hanno portato alla crisi si possono ricondurre al tentativo di disfarsi del tempo e dell'incertezza per via anonima, evitando accuratamente di costruire legami e illudendosi di agire in modo individualmente indipendente; ma questa linea d'azione ha finito per incidere negativamente sulle realtà umane del lavoro e dello sviluppo, che per loro natura sono fatte di legami. Va sottolineato che le conseguenze negative delle decisioni finanziarie su lavoro e sviluppo si fanno sentire nelle fasi di crisi, ma le loro radici si trovano nelle fasi di boom: per esempio, è nelle fasi euforiche che le imprese produttive cedono alla tentazione di concentrarsi sull'ottenimento di profitti dalla gestione finanziaria di breve o brevissimo termine, finiscono per mettere a repentaglio la loro stessa autonoma sopravvivenza.

7.12. Il respiro "largo" della ragione umana

La prima sfida etica per una buona finanza è che la "ragion pratica" prenda le distanze dalle sue forme mutilate, ristrette, banalizzate, dominate da tecniche e procedure. Occorre recuperare l'orizzonte pieno della "ragione economica" fatta di intelligente passione per la realtà; occorre altrettanto recuperare il respiro pieno della "ragione politica", che rischia altrimenti di appiattire i suoi interventi nel gioco gretto della realpolitik di brevissimo periodo, riducendo a una questione giuridico-procedurale la gestione della crisi finanziaria.

La consapevolezza dell'interdipendenza si accompagna alla capacità di riconoscere la propria ignoranza e la condizione di incertezza in cui si versa. Quale scelta si qualifica come ragionevole in questo caso? Senza approfondire, vale la pena di accennare che gli standard di ragionevolezza delle decisioni in condizioni di incertezza "forte", nella ricerca economica più approfondita, si caratterizzano per la loro natura relazionale. La condizione minima esige che le convinzioni in base alle quali si agisce non siano in contrasto con

le informazioni disponibili e col ragionamento logico; ma un livello di ragionevolezza più sofisticato richiede anche che le proprie convinzioni possano essere persuasivamente comunicate ad altri. La ragione, in fondo, è relazione.

8. *Finanza e società*

8.1. Finanza e potere

La crisi finanziaria del 2008 ha dimostrato – con grande drammaticità – rischi e possibili esiti di una finanza autoreferenziale che diventa criterio a sé stessa. Nel contempo, le evoluzioni della regolamentazione precedente la crisi e il diffuso consenso diretto a giustificarle lasciano bene intendere la rilevante interazione tra dinamiche economico-finanziarie, politica e cultura.

All'origine di molti provvedimenti di *deregulation* che hanno contraddistinto il periodo precedente la crisi finanziaria si collocano, nel contempo, due fattori: una massiccia azione di gruppi di interesse e un paradigma culturale per il quale l'impresa e il mercato sono identificati come il luogo dell'interazione tra soggetti operanti al solo scopo di massimizzare il proprio benessere individuale, secondo una dinamica di concorrenza capace di realizzare l'ottimale equilibrio tra utilità individuale e *welfare* collettivo, nella quale le norme giuridiche si giustificano esclusivamente per la loro capacità di realizzare soluzioni efficienti. *Shareholder value*, efficienza dei mercati e trasparenza sono alcune tra le “parole chiave” più frequentemente richiamate dal discorso culturale e politico per limitare od orientare le scelte normative del diritto positivo.

La possibile corrispondenza tra una simile impostazione e gli interessi particolari dell'industria finanziaria, nonché la considerazione del ruolo preminente di quest'ultima nell'economia nazionale e nelle dinamiche di finanziamento alla politica di Stati Uniti

e Regno Unito, contribuiscono a spiegare, almeno in parte, molte delle opzioni regolamentari che hanno preceduto la crisi.

8.2. Finanza e diritto

In questa prospettiva, il diritto costituisce il terreno sul quale si gioca gran parte della partita per un ripensamento del modello. Più precisamente, il diritto è chiamato a dare forma e limite all'inevitabile decisione in ordine all'allocazione del potere in ambito economico, secondo scelte politiche, a loro volta suggerite da opzioni etiche – quale che ne sia il contenuto – e ragionevoli esigenze di realistico compromesso.

Molti interventi successivi alla crisi finanziaria si sono mossi in una direzione condivisibile. Il rafforzamento della regolamentazione prudenziale – per esempio: i vincoli patrimoniali e la speciale vigilanza, anche *cross-border*, sugli intermediari di importanza sistemica; la disciplina per il contenimento dei rischi nel mercato dei derivati *over the counter*; la limitazione del *proprietary trading*, nonché, quantomeno negli auspici, la separazione tra banca commerciale e banca di investimento – risponde, all'evidenza, alla ragionevole esigenza di contenere le esternalità negative generate da un incontrollato esercizio della libertà di impresa e il pregiudizio che ne consegue per il sistema economico e sociale nel suo complesso. Certo, introdurre dei limiti comporta sempre il costo connesso a una riduzione delle opportunità e quello necessario per conformarsi alle prescrizioni normative.

Un giudizio passionato e leale per decidere se il gioco valga la candela è, quindi, il passo successivo che, a livello culturale e sul versante politico, rimane da compiere.

In questa prospettiva, ci si può anche domandare se siano giustificate ulteriori forme di intervento, capaci di correlare posizioni di potere con vincoli di responsabilità. Che a un grande potere corrispondano grandi responsabilità è ben noto alla filosofia mora-

le, a numerose dottrine giuridiche e perfino ai supereroi dei fumetti. Altrettanto evidenti, tuttavia, sono i tentativi, in alcun casi anche molto sofisticati, posti in essere per eludere questa indicazione elementare. Le recenti censure avanzate negli Stati Uniti contro le realtà economico-finanziarie considerate impuniti (*too big to jail*) esprimono, pur con un eccesso di semplificazione, l'urgenza di misurarsi con il problema. Un approccio più moderato potrebbe non limitarsi ai casi estremi, per i quali occorre il diritto penale, e porre la questione sulla disciplina da applicare all'attività normale: può considerarsi inevitabile che nelle dinamiche finanziarie valga il solo criterio del *caveat emptor*? Si può accettare come giuridicamente scontato che – per dirla con le parole di una recente sentenza inglese - «a person who is imprudent or foolish or who miscalculates in any market will be ruthlessly exploited by those who understand the market»? Non potrebbe essere socialmente più desiderabile il ritorno alla tradizione della correttezza nei rapporti commerciali e a un uso ragionevole degli strumenti giuridici per la correzione degli abusi di potere economico?

Per quanto il tema sia delicato per il carattere esplicito delle scelte politiche che propone e per il rischio di comportamenti opportunistici, rimane, infine, da domandarsi se norme di regolamentazione promozionale – dirette a favorire con agevolazioni fiscali specifici comportamenti ritenuti meritevoli – debba necessariamente considerarsi estranea all'ambito della finanza. Soprattutto in tempi di crisi dell'economia reale e di indebolimento del *Welfare State*, un intervento normativo che persegua la priorità del trasferimento di risorse monetarie per lo sviluppo economico, disincentivando, di contro, la finanza autoreferenziale esclusivamente orientata all'allocazione dei rischi, potrebbe, infatti, rappresentare, nel contempo, un modello efficiente e un veicolo per la comunicazione di valori socialmente desiderabili.

8.3. Strutture, libertà umana e *public reason*

Una regolamentazione adeguata – fondata su equilibrio negli scambi e ragionevoli soluzioni di giustizia distributiva – appare, quindi, indispensabile per una buona finanza e per una buona società. Nel contempo, l'intervento normativo è segnato dal limite dei suoi attori ed è, quindi, alieno, per sua natura, da ogni forma di determinismo. Il diritto aiuta, vincola, traccia l'alveo, ma non assicura un determinato esito in modo meccanico. È nell'esercizio della libertà responsabile – o, nelle parole di San Tommaso, della prudenza come «retta norma dell'azione» – che la possibile distanza tra l'indicazione regolamentare e l'agire concreto viene colmata.

In una recente formulazione del Magistero, all'insegnamento tradizionale viene aggiunto un momento relazionale, comunitario, così da collocarlo nel più recente dibattito sulla necessità di fondare le scelte normative su argomenti condivisibili in un contesto pubblico caratterizzato dal pluralismo degli orientamenti culturali:

«il retto stato delle cose umane, il benessere morale del mondo non può mai essere garantito semplicemente mediante strutture, per quanto valide esse siano. Tali strutture sono non solo importanti, ma necessarie; esse tuttavia non possono e non devono mettere fuori gioco la libertà dell'uomo. Anche le strutture migliori funzionano soltanto se in una comunità sono vive delle convinzioni che siano in grado di motivare gli uomini ad una libera adesione all'ordinamento comunitario. La libertà necessita di una convinzione; una convinzione non esiste da sé, ma deve essere sempre di nuovo riconquistata comunitariamente» (*Spe salvi*, 24).

9. Regolamentare la finanza globale

9.1. Potere finanziario transnazionale, frammentazione della regolamentazione

Le riforme post-crisi si sono mosse nella direzione auspicabile del rafforzamento della regolamentazione prudenziale, ma occorre completare la transizione verso un sistema regolamentare appropriato alla situazione di forte integrazione dei mercati finanziari. È particolarmente urgente rafforzare le iniziative che riguardano le istituzioni finanziarie che rivestono importanza sistemica (SIFI), favorendo l'accesso alle informazioni rilevanti che li riguardano e aumentando la loro *accountability*. Inoltre, un altro obiettivo fondamentale su cui intensificare gli sforzi potrebbe essere espresso così: attivare un processo che rafforzi la cooperazione fra regolamentatori, contrapposta alla competizione fra ordinamenti che ancora costituisce un elemento tipico del sistema finanziario dei Paesi di antica industrializzazione.

Altri profili rimangono, invece, da chiarire: posto che il potere finanziario è transnazionale, mentre la regolamentazione rimane prevalentemente nazionale o al più macro-regionale, come evitare gli arbitraggi regolamentari e il ricorso a centri finanziari *offshore*? Potrebbe essere realistico un approccio caratterizzato da un certo grado di tolleranza, o è preferibile una scelta di *zero-tolerance*? Come considerare le asimmetrie strutturali del mercato finanziario (fra debitori e creditori), specie nei meccanismi di risoluzione delle crisi?

A queste domande, già molto impegnative, si aggiunge di necessità di considerare il contraccolpo globale dei cambiamenti, talvolta repentini e radicali, che si sono osservati sia nel peso e nel ruolo di taluni Paesi "emergenti", sia nelle dimensioni e negli orizzonti d'azione di talune istituzioni finanziarie di tali Paesi.

9.2. La sfida del rischio sistemico: è possibile una resilienza sistemica?

La crisi finanziaria contemporanea ha portato in primo piano l'idea di "rischio sistemico", che deriva dalla impossibilità pratica di prevedere i contraccolpi di uno *shock* su un sistema complesso, dove molteplici livelli di interdipendenza si intersecano. Così, uno *shock* localizzato e di dimensioni relativamente modeste può mettere in ginocchio un intero sistema – come è successo con la crisi Lehman Brothers e, in Europa, con la crisi del debito sovrano greco. Se la coerenza interna di un sottosistema scende sotto una soglia critica, tutto il sistema è in pericolo. Dove si materializzano i detonatori delle crisi sistemiche? Negli spazi di vuoto organizzativo, politico o istituzionale; e anche negli spazi dove si riscontrano azzardo morale, comportamenti fraudolenti, o semplicemente comportamenti malaccorti e imprudenti.

La crisi contemporanea non fa eccezione: a livello macro, troviamo la mancanza di diagnosi appropriate e delle conseguenti risposte di tipo regolamentare; a livello micro, le già ricordate condizioni di eccessivo "appetito" per il rischio, conseguenza del tentativo di sfuggire ai legami del tempo e della incertezza. Così ci si è ritrovati con banche più deboli e più indebitate di quel che si pensasse; modelli di gestione del rischio più miopi, mercati non regolati (come il LIBOR) meno perfetti e più "truccati", i mercati finanziari "ombra" pervasi da conflitti di interesse, i regolatori facilmente preda dei soggetti che avrebbero dovuto essere regolati. Non che fossero mancati segnali sparsi di questi fenomeni; era mancata la sintesi – la capacità di vedere le connessioni sistemiche, che è una capacità culturale prima ancora che tecnica.

Rafforzare la resilienza del sistema finanziario, ossia la sua capacità di assorbire gli *shock*, esige dunque sia un intervento "esterno" di disciplina giuridica e di disciplina di mercato, sia un intervento "interno" di responsabilità degli operatori e di azione consapevo-

le dell'interdipendenza. Come diceva Perroux, il capitalismo si alimenta di risorse culturali che non è in grado di produrre; si avvantaggia dallo spezzare le comunità naturali e i gruppi intermedi, ma nessuna organizzazione può essere creata o sostenuta senza di essi.

9.3. Interessi nazionali e sovranità europea

La manifestazione della crisi finanziaria globale in Europa, specie nella sua forma di crisi del debito sovrano di taluni paesi, ha contribuito a esacerbare le divergenze fra i Paesi dell'Unione. La convergenza "reale", in effetti, non è un esito automatico della moneta unica; in generale, i processi di integrazione – specie in presenza di economie di scala e di scopo – tendono a produrre effetti asimmetrici, rafforzando i fattori produttivi, i settori e le aree geografiche più forti e rendendo sempre più problematica la situazione delle periferie. Una unione monetaria aggiunge alle asimmetrie da integrazione "reale" un altro effetto che tende ad auto-alimentarsi: la divergenza nei livelli di competitività fra Paesi, dovuta alla presenza di diversi tassi di inflazione nazionali che – in presenza di un'unica moneta – determinano tassi di cambio "reali" divergenti. Infatti, le dinamiche locali della produttività e dei costi – diretti e indiretti – del lavoro non hanno modo di essere neutralizzate da variazioni nei tassi di cambio, data la moneta unica; così la competitività cresce nei Paesi che presentano una dinamica della produttività più marcata della dinamica dei costi del lavoro. Le divergenze nella competitività creano inevitabilmente tensioni fra i membri dell'Unione, rendendo necessarie sia l'adozione di politiche di riforma strutturale a livello nazionale, sia politiche di coesione a livello comunitario. Non dimentichiamo che il processo di integrazione europea è stato ripetutamente caratterizzato dalla introduzione di nuovi, significativi stanziamenti di bilancio per sostenere, con fondi strutturali o di coesione, le periferie economiche (regioni o settori) che avrebbero maggiormente sofferto dell'approfondimento o dell'ampliamento

to dell'integrazione europea. Così accadde con la creazione dello SME, con gli allargamenti successivi, con il processo coraggioso di inclusione dei Paesi ex socialisti dopo lo sfaldamento del COMECON, la rete regionale dei Paesi del socialismo reale.

Naturalmente, ogni politica strutturale e di coesione ridistribuisce costi e benefici, quindi a sua volta porta con sé controversie e tensioni politiche, da considerarsi in un certo senso fisiologiche. Chi decide, o ha deciso, di percorrere la strada dell'integrazione sa e deve ricordare che, dopo una fase iniziale di buon funzionamento in cui tutto fila liscio (*honeymoon*, nel gergo), gli effetti asimmetrici dell'integrazione si manifestano e, per mantenere in vita il processo, esigono di ripensare il quadro istituzionale, le politiche comuni, le proprie politiche nazionali – specie se esse producono effetti esterni che possono compromettere il percorso comune. Se si rifiuta tale ripensamento, è ragionevole mettere in conto momenti di crisi fino al potenziale collasso dell'intera costruzione istituzionale; se si tergiversa, crescerà a dismisura l'impegno che sarà necessario sostenere nel momento in cui, finalmente, si deciderà di sostenere i costi necessari alla sopravvivenza del processo di integrazione. Si pensi, a questo proposito, al costo ingente che è stato sostenuto per far fronte (in ritardo!) alle crisi finanziarie anche di Paesi molto piccoli rispetto all'economia europea.

9.4. Si può parlare di solidarietà europea?

Essere disposti a rinegoziare, a sostenere dei costi immediati in vista di benefici futuri ragionevolmente attesi, ma pur sempre incerti: questo atteggiamento si confà alla scelta, eminentemente politica, di formare o mantenere un'unione fra Paesi che rimangono sovrani. Molte delle riforme attuate dal 2010 in poi nell'ambito della vigilanza bancaria europea e della predisposizione di strumenti di intervento sui mercati dei titoli di stato dei Paesi membri mostrano che, sia pure con difficoltà e ritardi, esiste la disponibilità a rinego-

ziare l'architettura della politica finanziaria. Forse è possibile chiamare "solidarietà" questo atteggiamento. Secondo la dottrina sociale della Chiesa, la solidarietà non è un vago sentimento di benevolenza. È la virtù di chi, essendo pienamente consapevole dell'interdipendenza che lo lega agli altri, se ne fa responsabilmente carico: così, quando prende le sue decisioni "interne", si cura giustamente delle ripercussioni che queste avranno sui suoi partner; e quando si tratterà di ridiscutere le regole comuni, saprà mettersi nei panni degli altri e intravedere la possibilità di un compromesso "alto". Questa solidarietà, come si vede dalla sua definizione, è fatta di consapevolezza dell'interdipendenza (e qui, il compito degli studiosi non può essere sottostimato) e di retto giudizio sul come preservare il buon funzionamento dell'unione. Questa solidarietà è per sua natura amica del cambiamento e dei vantaggi dinamici di far parte di una unione, mentre l'ostinata conservazione delle forme del passato e l'attenersi alla lettera dei Trattati possono esser controproducenti nel medio periodo, anche se appaiono convenienti in una prospettiva di breve orizzonte. Se si può fare un parallelo, un trattato internazionale che istituisce una unione di Stati sovrani dovrebbe somigliare di più a un contratto "incompleto" – come sono di norma i contratti che regolano rapporti personalizzati e tendenzialmente durevoli, quali i contratti di lavoro – piuttosto che a una Carta che contenga ogni dettaglio di una struttura istituzionale ritenuta ottimale, "perfetta". Così perfetta che non fa una grinza... anche se nel frattempo il mondo cambia e sarebbe necessario modificare ben più di una grinza.

Si può dunque convenire sul fatto che, per dare continuità all'esperienza politica di integrazione ordinata fra Paesi sovrani, sia preferibile adottare una architettura istituzionale "incompleta", che includa un accordo sulle linee fondamentali della convivenza e la disponibilità a priori a rivedere forma e contenuto delle istituzioni che la regolano, per gestire gli effetti sia del cambiamento strutturale interno, sia delle trasformazioni geopolitiche globali. Occor-

re soprattutto capire se ci sono, e quali sono, le buone ragioni per continuare il processo di integrazione. Dopo anni in cui “europeo” era un aggettivo che piaceva, oggi la disaffezione alle cose europee sta crescendo, non solo nel nostro Paese. Quali sono dunque le buone ragioni per rilanciare un’Europa davvero “vicina ai cittadini”, come recita l’incipit del suo trattato istitutivo?

Guardando indietro, non si può non riconoscere che la storia dell’integrazione europea è una storia di successi (talvolta inattesi) nel campo economico e nel campo politico – tra cui la pacifica ricomposizione dei due “polmoni” dell’Europa, occidentale e orientale, che ha trasformato il mondo alla fine del XX secolo. Ma la decisione di osare un patto (incompleto) per rilanciare l’integrazione europea non può guardare all’indietro, rimirando quel che di buono i padri fondatori hanno fatto. Occorrono buone ragioni nel presente, occorre una consapevolezza dell’identità europea in quanto tale – tema che non possiamo qui affrontare.

9.5. Verso una “buona” finanza globale

Molti sforzi iniziali di ripensare le regole per la finanza, che hanno goduto di forte sostegno nella fase immediatamente successiva alla crisi, sembrano aver subito rallentamenti e talora battute di arresto. Questi sforzi iniziali si sono infatti scontrati talvolta con il prevalere di interessi nazionali, talaltra con tentativi di “cattura” da parte di gruppi di pressione interessati a mantenere una vasta libertà di azione.

Complessivamente, si devono valutare positivamente gli sforzi che hanno portato a diverse iniziative di riforma in materia di regolamentazione prudenziale e di adeguatezza patrimoniale, di forme rafforzate di vigilanza e di intervento coordinato nei momenti di crisi. Ma molto resta ancora da fare per disegnare regole efficaci e giuste, non solo dentro i Paesi o le macro-aree regionali (come la UE), ma anche a livello globale. Questo obiettivo richiede il corag-

gio di saper guardare oltre gli interessi immediati di carattere nazionale o settoriale per identificare e approfondire ogni spazio di cooperazione possibile.

Si diceva che un “buon” funzionamento del mercato finanziario richiede una comunità animata da convinzioni capaci di motivare le persone che operano nei mercati e nelle istituzioni ad aderire con libertà alle regole comuni (*Spe salvi*, 24). Senza farsi illusioni, è giusto però ricordare che il tentativo di raggiungere una regolamentazione finanziaria semplice e condivisa è l’unica strada per contribuire a rafforzare una vera comunità di operatori finanziari, consapevoli dei loro interessi particolari e allo stesso tempo anche capaci di guardare, con occhi realistici, all’interesse comune – che consiste anche nel preservare la possibilità della loro esistenza e della loro interazione.

Tocca agli operatori finanziari, specie a coloro che portano le maggiori responsabilità associate al loro maggiore potere, rafforzare un senso del comune interesse a realizzare uno spazio finanziario stabile, nel quale si possano svolgere le funzioni proprie della finanza in modo efficace, e specialmente provvedere attraverso la intermediazione, affinché la capacità di risparmi sia convogliata ad iniziative produttive, capaci di generare occasioni reali di lavoro. Questa finanza potrebbe a tutti gli effetti essere un importante “mattoncino” per la realizzazione del bene comune.

10. *Scelte normative e comportamento microeconomico*

10.1. La necessaria intermediazione

Nel contesto di buona finanza sino a ora discusso, un ruolo decisivo rivestono gli intermediari finanziari. In ragione delle asimmetrie informative e dei costi transattivi che sono propri della relazione tra unità in deficit e unità in surplus, un rapporto finanziario non

intermediato appare confinato nell'ambito dell'eccezione. La regola vede, piuttosto, gli intermediari come ineliminabili protagonisti. Semplificando, non c'è finanza senza intermediari.

In questa prospettiva, a livello microeconomico il tema della buona finanza tende a sovrapporsi a quello del buon intermediario. Quale criterio può, quindi, rilevare per valutare l'azione degli intermediari?

10.2. Solo una questione di trasparenza?

Nel rapporto tra intermediario finanziario e investitore la risposta tradizionale al problema risulta incentrata sulla duplice idea di trasparenza e di consapevole decisione di investimento. Non è compito delle norme – etiche o giuridiche che siano – intervenire nel merito dell'investimento; piuttosto, si tratta di assicurare le condizioni perché l'investitore possa fare consapevolmente il proprio gioco, imponendo all'intermediario – che, evidentemente, ne sa di più – di trasmettere al proprio cliente le informazioni necessarie per una consapevole decisione di investimento. Nelle parole di un famoso aforisma, «la luce del sole è il miglior disinfettante; la luce elettrica è il poliziotto più efficiente».

A fronte di quanto accaduto nell'ultimo decennio, una simile risposta non riesce, però, a convincere. Certo, la trasparenza è meglio dell'opacità; così come, altrettanto ovviamente, una consapevole decisione di investimento è preferibile a scelte imposte dall'esterno. Perché la trasparenza funzioni, tuttavia, occorre ipotizzare un soggetto che capisca le informazioni ricevute, abbia le capacità di elaborarle, sia nelle condizioni di pervenire a un giudizio sintetico e agisca, infine, in modo coerente con le conclusioni raggiunte. Un soggetto, quindi, assai difficile da reperire nella realtà, che conosce, piuttosto, piccoli investitori che firmano contratti senza averli mai letti, scelte di investimento fatte più “di pancia” che “di testa”, clienti che chiedono consiglio, anziché procedere di

propria iniziativa, imprese assai capaci nel loro ambito, ma del tutto digiune di finanza. Né mancano esempi di investitori istituzionali ben lontani dall'algido modello dell'agente economico razionale: come è apparso evidente nella crisi finanziaria del 2008, le dinamiche interne proprie delle organizzazioni complesse o gli incentivi distorti generati da un eccesso di pressione competitiva possono fare emergere, anche in operatori qualificati, quelle deviazioni dal comportamento "razionale" che sono normalmente riferite agli investitori al dettaglio.

Per altro verso, l'enfasi sull'asimmetria di informazione ha come conseguenza la mancata considerazione di un'altra asimmetria che caratterizza il rapporto tra l'intermediario e il proprio cliente, sia questo un investitore o un'impresa. Per rendersene conto basta ricordare come nella stragrande maggioranza dei casi, l'investitore non cerchi nell'intermediario un *provider* di informazioni; ciò che gli interessa è, di contro, un interlocutore di cui potersi fidare per una decisione di investimento che non è in grado di gestire da solo. Come sempre accade nei rapporti fiduciari, una simile dinamica – del tutto normale e assolutamente necessaria in un contesto complesso come quello finanziario – porta, tuttavia, con sé la vulnerabilità del cliente rispetto all'intermediario del quale decide di fidarsi. Chi si fida si rende vulnerabile, con la conseguenza che il destinatario della fiducia diventa titolare di un potere nei suoi confronti. A fronte di questa asimmetria di potere tra intermediario e cliente, la trasparenza serve davvero a poco, rischiando, anzi, di costituire una sorta di diversivo rispetto al problema reale. Nelle acute parole di un autore statunitense, «for a Government to try to design high quality information is much cheaper than its trying to design high quality goods, and much better than to design high quality people».

10.3. Dalla trasparenza alla tutela della fiducia

Proprio la consapevolezza delle asimmetrie di potere conseguenti alle dinamiche fiduciarie può costituire un buon punto di partenza per una possibile evoluzione del modello tradizionale. La correlazione tra potere e responsabilità è già stata discussa in precedenza. Non si tratta, quindi, di rimuovere l'asimmetria di potere o di limitarsi a incidere sull'asimmetria di informazione che pur contribuisce a fondare il potere dell'intermediario sull'investitore; occorre, invece, che venga tutelata la possibile vulnerabilità dell'investitore, per esempio imponendo all'intermediario la valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto alle caratteristiche del suo cliente, ovvero un obbligo di astensione dal perseguimento di interessi diversi da quello – del tutto legittimo – di conseguire un corrispettivo per la prestazione della propria attività professionale a beneficio del cliente. A fronte della fiducia riposta dall'investitore, l'intermediario è chiamato ad assumersi le conseguenti responsabilità, secondo un criterio che può fondare *ex ante* le sue scelte in ordine agli assetti organizzativi ed *ex post* il criterio per la valutazione del suo operato.

L'enfasi sulla responsabilità dell'intermediario non è, ovviamente, priva di costi, tutti destinati a essere scaricati sul cliente sotto forma di un aumento delle commissioni. Organizzarsi adeguatamente per rispettare le norme comporta, infatti, investimenti importanti; come pure c'è sempre la possibilità che qualche investitore faccia il furbo, invocando la responsabilità della banca per scelte di investimento che sono, invece, tutta farina del suo sacco. La presenza di tali costi è reale, ma non pare sufficiente per consigliare un ritorno al modello della trasparenza. Se, da una parte, non mancano strumenti giuridici per contenere i comportamenti opportunistici del soggetto protetto, per altro verso proprio il meccanismo della scarico dei costi sulle commissioni praticate dall'intermediario può, a ben vedere, determinare un vantaggio competitivo per

il soggetto più “virtuoso”. Poiché un’adeguata assunzione di responsabilità diminuisce il rischio di controversie, a parità di condizioni il prezzo offerto sul mercato può, infatti, risultare più ridotto e, quindi, maggiormente competitivo. Come dire che la giustizia – contrariamente a un diffuso convincimento – può essere un’interessante fonte di soluzioni efficienti.

11. *A mo’ di conclusione: prendersi cura di una “buona” finanza*

Papa Francesco ci ha sorpresi e colpiti con la sua espressione: «il tempo è superiore allo spazio» (cfr. *Evangelii gaudium*, 222-225). Riassume efficacemente quello che, cercando di entrare nel dettaglio, abbiamo presentato nelle pagine precedenti: prendersi cura di una “buona finanza” è un compito quotidiano, mai finito, che coinvolge persone, imprese, istituzioni finanziarie, organismi di vigilanza nazionali e sovranazionali, *policy-makers* e responsabili politici delle nazioni, istituzioni internazionali: ciascuno secondo la sua specifica vocazione, ognuno teso a guardare alla realtà della finanza nella sua complessità, senza appiattire il suo spessore che riflette la profondità del tempo e dell’incertezza, la complessità della interdipendenza, l’inevitabile sfida della virtù. Più importante del tentativo di presidiare gli “spazi” del potere è l’impegno di ragione e cuore nel “tempo” dei processi.

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

CENTRO DI ATENEIO
PER LA DOTTRINA SOCIALE DELLA CHIESA
(direttore: prof. Evandro Botto)

Gruppo di ricerca su "Etica e finanza"

MARIO ANOLLI – Ordinario di Economia degli intermediari finanziari, Facoltà di Scienze bancarie.

ELENA BECCALLI – Ordinario di Economia degli intermediari finanziari, Facoltà di Scienze bancarie.

SIMONA BERETTA – Ordinario di Politica economica, Facoltà di Scienze politiche; Direttore del Master in *International Cooperation and Development*, ASERI.

LORENZO CAPRIO – Ordinario di Finanza aziendale, Facoltà di Economia.

FERDINANDO CITTERIO – Docente di Etica sociale, Facoltà di Economia.

DOMENICO DELLI GATTI – Ordinario di Economia politica, Facoltà di Economia.

MARCO LOSSANI – Ordinario di Economia politica, Facoltà di Economia; Direttore del Laboratorio di Analisi Monetaria (LAM).

MARCO ORIANI – Ordinario di economia degli intermediari finanziari, Facoltà di Economia; Direttore del Dipartimento di Scienze dell'Economia e della Gestione Aziendale.

ANDREA PERRONE – Ordinario di Diritto commerciale, Facoltà di Scienze bancarie.

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

CENTRO DI ATENEIO
PER LA DOTTRINA SOCIALE DELLA CHIESA
(direttore: prof. Evandro Botto)

Collana "Contributi"

1. ANGELO SCOLA, *La dottrina sociale della Chiesa: risorsa per una società plurale*, Vita e Pensiero, Milano 2007
2. GIANNI AMBROSIO, SIMONA BERETTA, GIUSEPPE BERTONI, *Sviluppo dei popoli, sviluppo della persona. A quarant'anni dalla Populorum progressio e a venti dalla Sollicitudo rei socialis*, Vita e Pensiero, Milano 2008
3. *La priorità del lavoro, oggi*, Vita e Pensiero, Milano 2009
4. ALESSANDRA GEROLIN, *Oltre l'idea moderna di lavoro. Suggestioni filosofiche e teologiche dal pensiero anglosassone*, introduzione di E. Botto, Vita e Pensiero, Milano 2011
5. LUIGI L. PASINETTI, *Dottrina sociale della Chiesa e teoria economica*, Vita e Pensiero, Milano 2012
6. *Spalancare la ragione, rinnovare l'impegno nella vita pubblica. Materiali dal Corso di Alta Formazione sulla Dottrina sociale della Chiesa (marzo-maggio 2012)*, Vita e Pensiero, Milano 2013
7. *Sistema economico e famiglia. Atti della giornata di studio, 16 aprile 2012*, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, a cura di Lorenzo Caprio, Vita e Pensiero, Milano 2013
8. *Una finanza per lo sviluppo. Quello che la crisi ci ha insegnato*, Vita e Pensiero, Milano 2014

Finito di stampare
nel mese di novembre 2014
da LegoDigit S.r.l.
Lavis (TN)