

Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto

TOMMASO PADOA-SCHIOPPA

1. Introduzione

Quando la Banca Nazionale del Lavoro mi ha invitato a questa Conferenza ero un "banchiere centrale" e probabilmente la vera ragione dell'invito è stata il mio ruolo di Direttore del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Da allora ho attraversato la linea di demarcazione tra banca centrale e vigilanza bancaria da un lato e la vigilanza sui mercati e sulle attività finanziarie dall'altro lato, e la IOSCO (International Organization of Securities Commissions) è diventata l'arena dove partecipo al gioco della cooperazione internazionale tra le agenzie di controllo.

Le mie osservazioni, oggi, non si baseranno su riflessioni di carattere teorico, ma piuttosto sull'esperienza pratica di molti aspetti della vigilanza: nazionale e internazionale, sia nell'attività bancaria sia nel mercato dei titoli.

La distinzione tra le due sessioni di questa Conferenza è racchiusa in due espressioni: "politica monetaria" nella prima sessione e "vigilanza" nella seconda. Il denominatore comune è la globalizzazione. E dal momento che il termine "stabilità" appare nel titolo di apertura della Conferenza, ciò che realmente rende differenti le due sessioni è l'angolo visuale rispetto al quale si guarda alla stabilità: se l'approccio è in termini di politica monetaria, ciò che interessa è la stabilità dei prezzi e, più in generale, la stabilità macroeconomica; se si parla di vigilanza, è la stabilità delle istituzioni finanziarie e dei mercati, cioè la stabilità microeconomica.

□ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Roma.

Sappiamo che i livelli macro e micro interagiscono significativamente tra loro. Dall'inizio degli anni Ottanta, quando è scoppiata la crisi del debito dei paesi dell'America Latina, fino a non meno di un mese fa, quando i mercati finanziari dell'Estremo Oriente sono collassati, gli eventi hanno ripetutamente mostrato quanto sia stretta l'interdipendenza dei livelli micro e macroeconomico. Anche per questa ragione il ruolo di sorveglianza del Fondo Monetario Internazionale sulle politiche e sulla situazione economica dei paesi si è allargato dagli aspetti macroeconomici-reali a quelli microeconomici-finanziari.

Il titolo della mia relazione - "Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto" - indica che il linguaggio corre più veloce non solo della realtà, ma anche del pensiero; e il desiderio di Mario Sarcinelli era di avere una relazione che aiutasse a colmare questo ritardo. La questione può essere formulata nella seguente maniera: in un sistema finanziario globale sembra ovvio che la vigilanza debba anch'essa essere globale. Per un certo numero di ragioni, tuttavia, noi non sappiamo che cosa realmente questo significhi nella pratica.

Tenterò di affrontare la questione per gradi. In primo luogo, richiamerò brevemente i vari modi attraverso i quali la finanza sta diventando globale; in secondo luogo, ricorderò la necessità, e i vincoli, di una risposta; in terzo luogo indicherò i modi per rendere efficace la vigilanza in un mondo di finanza globale.

2. I diversi aspetti della globalizzazione

Ovviamente, il sistema finanziario è *globale* perché si estende a tutto il globo con una rete sempre più fitta di transazioni transnazionali. Ma la dimensione geografica è solo un aspetto della finanza globale. Non meno importante è la dimensione funzionale. La natura globale della finanza, inoltre, interessa sia le istituzioni sia i mercati.

Il significato di globalizzazione *geografica* è chiaro e non necessita di spiegazioni. La crescita esponenziale delle operazioni internazionali è stata descritta troppe volte per richiedere ulteriori illustrazioni. Non si deve dimenticare che essa implica la mobilità internazionale di due componenti della bilancia dei pagamenti: capitali e servizi. È la

combinazione di questi due elementi che ha generato un sistema finanziario geograficamente globale.

Le innovazioni tecnologiche nel campo delle comunicazioni e del trattamento dei dati hanno reso impossibile per le autorità e i governi fermare l'internazionalizzazione della finanza. Il fatto che gli strumenti e le transazioni finanziarie siano cresciute, a livello nazionale e internazionale, in modo molto più rapido della produzione e degli scambi si è risolto in un'internazionalizzazione dell'economia trainata dalla finanza.

Per globalizzazione *funzionale* intendo il graduale attenuamento, se non la cancellazione, di un'altra linea di demarcazione: quella tra gli strumenti finanziari e i servizi di diverso tipo.

Il progresso tecnologico e l'innovazione finanziaria hanno creato prodotti che non possono essere classificati in nessuna delle forme tradizionali di contratto. L'innovazione è aumentata in modo impressionante, la personalizzazione del prodotto disegnato per soddisfare determinati bisogni ha permesso la creazione di strumenti complessi, ha reso possibile frazionare il rischio in componenti separate.

La globalizzazione ha anche modificato le caratteristiche dei mercati e delle istituzioni finanziarie e ne ha modificato il ruolo.

I *mercati* sono diventati globali nell'ovvio senso che certi strumenti finanziari (cambi, titoli di stato e un certo numero di obbligazioni e azioni delle imprese) sono scambiati tutto il giorno indipendentemente dal luogo.

Vi sono, tuttavia, altri due sviluppi recenti non meno importanti. In primo luogo, è notevolmente aumentata, sul totale dei flussi finanziari, la proporzione delle attività finanziarie scambiate sui mercati rispetto agli scambi bilaterali personalizzati. Lo spostamento dai prestiti alle obbligazioni stimolato dalla crisi del debito dei paesi dell'America Latina, il processo per cui un portafoglio prestiti è trasformato in titoli negoziabili, e la tecnica insignita del premio Nobel di determinazione del prezzo delle opzioni hanno contribuito all'aumento impressionante di quella che potrebbe essere chiamata la "commerciabilità" della finanza.

In secondo luogo, è cambiata la nozione stessa di che cosa è un mercato, in conseguenza dei cambiamenti della tecnologia, dell'organizzazione e persino delle idee economiche. Il mercato fuori borsa (mercato terziario) ha superato i mercati organizzati. Il mercato globale *per eccellenza*, quello dei cambi, non ha un'organizzazione formale,

uno statuto legale, vincoli sui membri, obblighi di relazioni o controlli. Nello stesso tempo, sono stati privatizzati gli stessi mercati organizzati, sempre più visti come imprese che producono servizi da gestire come imprese e persino da quotare in borsa. Sui mercati si fanno concorrenza non solo i singoli giocatori, ma gli stessi mercati sono giocatori che si fanno concorrenza tra loro.

Le *istituzioni* finanziarie sono diventate globali proprio in conseguenza degli sviluppi geografici e funzionali che ho appena descritto. Esse possono operare in tutto il mondo e in tutti i differenti segmenti della finanza: il settore bancario, le borse e le assicurazioni.

Sebbene le legislazioni nazionali limitino ancora la gamma delle attività delle istituzioni a un solo o a pochi segmenti del totale dei prodotti e dei servizi finanziari, i gruppi finanziari internazionali – composti di varie istituzioni che operano in differenti paesi – hanno creato una situazione nella quale i limiti e i vincoli delle legislazioni nazionali non funzionano più. Da questo punto di vista, infatti, non vi è una differenza significativa tra Merrill Lynch, Deutsche Bank, J.P. Morgan o la Società Bancaria Svizzera.

Le istituzioni finanziarie che sono globali in ogni aspetto, sia geografico sia funzionale, sono molto poche. Tuttavia, esse dominano il sistema della finanza internazionale e realizzano una notevole quota delle transazioni totali.

Sarebbe un errore considerare questo gruppo di attori un mondo a parte, separato dalla popolazione di banche, società di negoziazione dei titoli, investitori istituzionali e aziende industriali più piccole o più locali. Tra gli attori globali, grandi e diversificati, e la più ampia popolazione di istituzioni che possono essere considerate “settoriali” (dal punto di vista geografico e/o funzionale) vi sono molti canali di contagio in caso di crisi. Le istituzioni specializzate sono frequentemente la controparte delle transazioni degli attori globali. Esse possiedono il potere di collocamento su cui contano le istituzioni globali. Queste ultime, in realtà, gestiscono la maggior parte del sistema internazionale dei pagamenti attraverso banche corrispondenti. Insomma, il fatto che vi siano solo poche istituzioni globali non significa che la vigilanza globale sia solo una questione di controllo di pochi grandi attori.

Ho riassunto i quattro aspetti del processo di globalizzazione per indicare lo scenario rispetto al quale si è iniziato a usare il termine “vigilanza globale”, persino prima che esso avesse un significato preci-

so. Per cercare il significato di questo termine, tuttavia, dobbiamo in primo luogo considerare la natura e il ruolo della supervisione.

3. La risposta: bisogni e vincoli

Storicamente, la struttura e l'organizzazione dei sistemi di vigilanza riflettevano la configurazione del sistema finanziario sottostante. Per ciascuna delle tre componenti dell'industria – banche, borse e assicurazioni – vi era un'agenzia di vigilanza. L'agenzia operava esclusivamente a livello nazionale: non vi era bisogno di contatti regolari tra i supervisori di differenti nazioni.

Nel mondo odierno un tale approccio alla vigilanza non riuscirebbe a raggiungere gli obiettivi per i quali è stata creata. A livello dei singoli paesi, l'applicazione di differenti regole a differenti istituzioni che svolgono lo stesso ruolo ha creato (come spesso ancora accade) distorsioni nella concorrenza. Il capitale si sposta naturalmente verso i centri dove minore è il peso dei controlli; la tendenza è di investirlo in attività con rischio e rendimento molto elevati, con il risultato che si creano posizioni che sono molto esposte a improvviso collasso di fiducia. Istituzioni ben organizzate, che diversificano le loro attività geograficamente e funzionalmente, scelgono il sistema più favorevole dal punto di vista del controllo e delle norme, e possono persino modellare la propria organizzazione (come nel caso della BCCI) con il preciso obiettivo di evitare del tutto la vigilanza.

Un sistema di vigilanza che non riuscisse a rispondere alle molte sfaccettature della globalizzazione della finanza non solo non sarebbe in grado di perseguire l'interesse pubblico per il quale è stato creato, ma aggraverebbe anche l'instabilità e l'incertezza e genererebbe distorsioni nell'allocazione del capitale.

Dalla metà degli anni Settanta, quando l'instabilità del sistema bancario e di quello finanziario sono riapparse nel mondo dopo la relativa calma dell'era di Bretton Woods, si è cominciato a cercare una risposta alle nuove sfide di un sistema finanziario globale. La velocità della risposta è stata accelerata da ciascuna delle crisi che si è verificata.

Guardando agli eventi che hanno avuto ripercussioni *internazionali*, si possono indicare alcune date: Herstatt 1974, Ambrosiano 1982, la crisi del debito dell'America Latina 1982, BCCI 1991, Barings 1995, Messico 1995. La cronologia delle risposte è riassunta nell'Appendice.

Anche gli eventi *nazionali* hanno avuto influenza nel ridisegnare il sistema della supervisione. La crescita dei mercati dei derivati a Chicago e in tutto il mondo; la rivoluzione del mercato di Londra; la ristrutturazione delle Agenzie di vigilanza in Svezia, Giappone e Gran Bretagna; la crescita dei mercati dell'Estremo Oriente; le crisi bancarie negli Stati Uniti (S. e L.), Francia, Gran Bretagna, Scandinavia e Giappone e l'ampia e quasi generalizzata deregolamentazione dei mercati finanziari sono solo alcuni degli eventi che segnano l'evoluzione dei sistemi finanziari e della loro vigilanza.

Prima di analizzare le caratteristiche fondamentali che la "vigilanza globale", cioè la risposta adeguata alla finanza globale, dovrebbe avere, è necessario sottolineare i vincoli che non permettono di raggiungere la soluzione ottima. Tali vincoli sono contemporaneamente di natura politica e istituzionale e operano, in vari gradi, a livello sia nazionale sia internazionale.

A livello internazionale, il vincolo ovvio è il fatto che, mentre la componente *privata* della finanza è libera di adottare un approccio totalmente internazionale, per la componente *pubblica* il fatto di rimanere nazionali è una scelta forzata. La legislazione, il sistema giudiziario, la moneta che possono essere necessari in caso di crisi, così come il meccanismo di controllo politico, sono, e probabilmente resteranno per un futuro prevedibile, nazionali, non internazionali. Questa è la ragione per la quale la cooperazione politica internazionale è sempre, fino a un certo punto, un'intesa fragile.

A livello nazionale, il vincolo equivalente è che il sistema di vigilanza, nella sua componente di norme e istituzioni, è definito dalla legge ed è difficile cambiarlo senza un processo lento e incerto di riforma legislativa.

Dal momento che lo scenario finanziario cambia più rapidamente dell'ordine istituzionale nazionale e internazionale, lo *status quo* istituzionale deve essere considerato un doppio vincolo alla ricerca di una risposta efficace.

4. Tre principi

La risposta alla globalizzazione della finanza arriva inevitabilmente in modo frammentario senza un piano predefinito, e spesso sotto la pressione di avvenimenti finanziari ed emotività politiche. Tuttavia si può tentare di trovare una strategia nascosta, implicita nelle misure adottate nel tempo, una strategia che potrebbe dare una razionalità alle azioni passate e costituire una guida per il futuro. Direi che tale strategia può essere formulata nel modo seguente: per rispondere adeguatamente alle sfide della finanza globale, la vigilanza dovrebbe essere sempre più: *i)* favorevole al mercato, *ii)* definita per obiettivi, *iii)* strutturata internazionalmente.

Dire che la vigilanza deve essere favorevole al mercato significa che deve operare, quanto più possibile, *con* piuttosto che *contro* il mercato. Deve essere ideata in modo tale da fornire stimoli positivi, non negativi, al comportamento dei partecipanti al mercato. Deve stimolare la produzione di anticorpi dando maggior peso al controllo manageriale che non a norme repressive.

Tutto ciò è ben accetto oggi, ma venti e persino dieci anni fa non era così. I sistemi di vigilanza ideati nella metà degli anni Trenta dopo la crisi bancaria e finanziaria della Grande Depressione erano piuttosto avversi al mercato; infatti per raggiungere la stabilità finanziaria imponevano limiti alla concorrenza, controllo dei prezzi, specializzazione obbligatoria, proibizioni e ordini.

Il ribaltamento di questo approccio è stato imposto da tre forze: primo, l'onda di innovazioni finanziarie e di cambiamenti tecnologici che hanno reso più semplice evadere le norme; secondo, un cambiamento nel clima intellettuale; e ultimo, ma non per questo meno importante, il processo di internazionalizzazione che ha portato alla concorrenza tra i sistemi di sorveglianza.

Vi è un limite al fatto di essere favorevole al mercato. La vigilanza non può diventare amica del mercato fino ad annullarsi. Non credo che gli argomenti degli economisti classici favorevoli a un certo grado di controllo e vigilanza sulle banche e sul sistema finanziario abbiano perso del tutto valore. La stabilità monetaria e finanziaria e la protezione degli investitori sono beni pubblici che il mercato non produce spontaneamente. Questo significa che anche il sistema di vigilanza più favorevole al mercato comporterà sempre un certo grado di coerci-

zione. Non credo neppure che questo livello minimo di coercizione possa essere prodotto dai privati. La riforma del sistema di sorveglianza inglese può essere interpretato come un riequilibrio in favore del controllo esterno rispetto all'autocontrollo.

Ma allora che cosa significa in realtà essere favorevole al mercato?

Risponderei nel modo seguente. In primo luogo, il supervisore dovrebbe richiedere agli operatori l'osservanza di certi principi e il rispetto di certi standard, ma dovrebbe lasciare a loro la scelta dei mezzi e degli strumenti. In secondo luogo, la vigilanza deve essere ideata in modo da poter erogare il bene pubblico rapidamente alla luce del sole, in modo che sia possibile godere effettivamente dei benefici e che la coercizione non sia percepita come troppo duratura nel tempo.

Nei fori della vigilanza internazionale, quali il Comitato di Basilea e la IOSCO, un approccio favorevole al mercato è un imperativo in tutti i processi di definizione delle norme. La ragione è che le norme accettate a livello internazionale devono oltrepassare la diversità dei sistemi nazionali di regolamentazione e permettere tecniche differenti di attuazione.

Il secondo principio è che la vigilanza deve essere organizzata "per obiettivi" piuttosto che per istituzioni o funzioni. L'approccio tradizionale, ancora prevalente in molti paesi, si affidava ad agenzie di vigilanza specializzate secondo il tipo di istituzione: un supervisore per le banche, un altro per il mercato mobiliare e un altro per le assicurazioni. La dimensione funzionale e istituzionale della globalizzazione finanziaria ha reso questo approccio difficile da applicare e potenzialmente dannoso. Infatti applicare differenti norme allo stesso tipo di attività solo perché è realizzata da una banca, da un operatore indipendente o da un assicuratore accresce i rischi di creare distorsioni.

Organizzare la vigilanza per funzione significa avere un insieme differente di norme per ciascun tipo di attività, indipendentemente dal tipo di istituzione che la sta realizzando. Per molti versi questo è un metodo appropriato che, però, diventa inadeguato quando l'obiettivo principale è la stabilità. L'insolvenza colpisce le istituzioni, non le funzioni; le norme preposte alla stabilità dovrebbero continuare ad applicarsi alle istituzioni o ai gruppi finanziari.

Un sistema di vigilanza organizzato "per obiettivi" è quello in cui vi sono due diversi insiemi di norme (e possibilmente due differen-

ti agenzie di vigilanza) per i due obiettivi perseguiti da qualsiasi sistema di vigilanza: la stabilità e l'equità.

Stabilità ed equità sono entrambe necessarie per tutta la gamma delle attività finanziarie, istituzioni e servizi, sebbene la loro importanza relativa vari. Ciascuna risponde a un aspetto della sicurezza e dell'efficienza della finanza; ciascuna affronta un potenziale fallimento del meccanismo di mercato, e ciascuna con i suoi propri strumenti: tipicamente, l'obbligo di dotarsi di capitale da un lato, e di divulgare le informazioni e di seguire una sana pratica degli affari dall'altro lato.

Nell'odierno mondo finanziario, il sistema di vigilanza guadagnerebbe in coerenza ed efficacia se *tutte* le norme volte alla stabilità fossero emanate da una *sola* agenzia di vigilanza per *tutti* i tipi di istituzioni finanziarie, e tutte le regole volte alla trasparenza (regole di condotta degli affari, obblighi di divulgazione e così via) fossero emanate da un'unica agenzia.

È una questione ancora dibattuta se queste due agenzie debbano coincidere (come in Svezia, Danimarca, Belgio e ora anche nel Regno Unito) o essere distinte (come in Italia, Germania e Francia). Personalmente ho una certa preferenza per l'approccio delle due agenzie e per attribuire alla banca centrale la vigilanza sulla stabilità. La ragione per questa preferenza è che a volte la stabilità e la trasparenza possono essere obiettivi conflittuali. Storicamente, il guardiano della stabilità ha sempre considerato la divulgazione delle informazioni come potenzialmente dannosa per il conseguimento del suo obiettivo. Dare ai depositanti informazioni più dettagliate sulla situazione reale di una banca non sempre è stato visto, dal supervisore, come fattore che contribuisce alla stabilità. L'approccio tradizionale alla vigilanza bancaria era di *proteggere* direttamente il depositante, non di *informare* in modo che lui o lei potesse meglio proteggersi. Una banca in difficoltà veniva recuperata senza clamore prima che la rivelazione completa della situazione potesse ingenerare panico o assalti agli sportelli. Tuttavia non vale la pena di essere dogmatici circa la questione di una o due agenzie, e il renderla una norma costituzionale è un'idea eccentrica.

Il terzo principio è che la vigilanza globale dovrebbe essere strutturata a livello internazionale. Non è necessario spiegare perché, in un mondo di completa mobilità dei capitali e dei servizi finanziari, dove le istituzioni e i mercati operano senza frontiere, la vigilanza dovrebbe operare allo stesso livello. Il problema è come raggiungere questo obiettivo.

Ciò può essere visto guardando ai due esempi di cooperazione internazionale: la vigilanza bancaria e quella sui mercati dei titoli. Senza dubbio, nella situazione attuale, la prima è riuscita a raggiungere, in termini di definizione di norme, migliori risultati della seconda. Questo non è dovuto a una base legale o istituzionale più forte. Al contrario, la IOSCO – l'organizzazione per i mercati dei titoli – ha una base legale molto formale, mentre la vigilanza bancaria non ne ha alcuna.

La differenza dipende da altri fattori, in primo luogo la *leadership*. A livello bancario la cooperazione internazionale è retta dal Comitato di Basilea, Comitato "che legalmente non esiste", composto di pochi paesi (il G-10), con non più di 25 persone attorno al tavolo e dove i paesi chiave sono impegnati in una cooperazione attiva. La disseminazione delle decisioni oltre la cerchia del G-10 per molti anni è avvenuta in modo spontaneo, grazie al riconoscimento dell'intrinseca qualità del lavoro svolto dal Comitato di Basilea e a un desiderio di acquisire credibilità. La IOSCO è un'organizzazione più ampia, più democratica ma meno efficace, con 80 paesi membri, troppo grande per sviluppare uno "spirito di club", e dove la *leadership* è difficile da stabilire.

Il secondo fattore è il ruolo del "centro": la segreteria e la presidenza. Nel sistema bancario la totalità del lavoro tecnico è svolto dalla segreteria situata a Basilea e la presidenza del Comitato è retta dalla stessa persona per periodi relativamente lunghi (11 anni nel caso di Peter Cooke!), che dedica la maggior parte del suo tempo all'incarico e allo sviluppo di una reale strategia. La IOSCO ha un sistema di rotazione della presidenza e la maggior parte del lavoro tecnico delle commissioni è fatto in istituti nazionali dei paesi di provenienza del presidente di turno.

Il terzo fattore sono le risorse. La vigilanza bancaria gode del generoso appoggio di ricche banche centrali e della BRI, mentre la vigilanza sui mercati finanziari lotta per racimolare pochi spiccioli.

Queste differenze nell'organizzazione sono critiche e sono collegate a ragioni funzionali che rendono la cooperazione nei mercati finanziari più difficile da raggiungere rispetto a quella nel settore bancario. Quest'ultima può essere identificata con molta più precisione da molti punti di vista. Ha un unico obiettivo, la stabilità del sistema; si indirizza a istituzioni ben definite, le banche; lascia poco spazio all'autocontrollo. Il mondo del controllo dei mercati finanziari è molto

meno omogeneo e i suoi confini meno definiti. L'industria è composta di molti differenti tipi di istituzioni (banche, operatori indipendenti, banche di investimento, vari tipi di fondi). Il confine tra controllo e autocontrollo varia da paese a paese. L'obiettivo, o gli obiettivi, affidati all'agenzia di vigilanza variano anch'essi da paese a paese.

Così, quella che ho chiamato "la cooperazione strutturata" viene raggiunta molto più lentamente nel mio nuovo lavoro che nel precedente, anche se è altrettanto, o forse più, necessaria.

5. Conclusioni

Un sistema di vigilanza progettato secondo le linee indicate dai tre principi testé descritti riuscirebbe, a mio avviso, ad affrontare efficacemente molti dei problemi della globalizzazione. La difficoltà che si incontra è che ci si deve muovere verso la nuova configurazione partendo da una configurazione iniziale molto differente ed essendo soggetti a vincoli legislativi e istituzionali molto difficili da rimuovere.

Ciò che è necessario fare, in queste circostanze, è procedere con cautela persino maggiore, determinati a non perdere alcuna opportunità di fare passi in avanti, tentando di compensare la ristrettezza dello spazio di manovra con analisi e visioni chiare. Un Convegno come questo è un'opportunità benvenuta di fare il punto su entrambi gli aspetti.

APPENDICE

CRONOLOGIA DELLA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE
NELLA SUPERVISIONE FINANZIARIA

- 1974 Creazione del Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria.
- 1975 Accordo di Basilea sulla vigilanza sulle banche internazionali.
- 1983 Creazione dello IOSCO.
- 1988 Accordo di Basilea sui requisiti di capitalizzazione.
- 1993 Creazione dello IAIS.
- 1995 Dichiarazione di Windsor sulla vigilanza sui mercati internazionali dei futures.
Creazione di un Forum comune sulla vigilanza sulle conglomerate finanziarie.
Comunicato di Halifax.
- 1996 Dichiarazione di Boca Raton sulla cooperazione e vigilanza sui cambi internazionali a termine e sui sistemi di compensazione.
Accordo di Basilea sul rischio di mercato, emendamento dell'Accordo di Basilea sul capitale.
Dichiarazione congiunta Basilea-IOSCO.
- 1997 Principi fondamentali di Basilea.
Comunicato di Tokyo sui mercati secondari delle merci.