

## **Cominciamo a parlare della prossima crisi**

MARIO TONVERONACHI\*

### **1. Introduzione**

La spinta verso riforme incisive della regolamentazione finanziaria si sta indebolendo man mano che il comparto finanziario sembra riacquisire profili di maggiore solidità e migliori performance. Le proposte che oggi appaiono possedere maggiori probabilità di attuazione lasciano sostanzialmente inalterate la struttura finanziaria e la sua regolamentazione. I responsabili di politica economica sembrano più sensibili verso misure che calmino la reazione popolare che non a ripensare radicalmente il cammino percorso negli ultimi trenta anni.

Nel Comunicato finale del G20 di Pittsburgh si legge: “Ci siamo accordati ... per assicurare che il sistema di regolamentazione su banche ed altre imprese finanziarie rimetta al passo gli eccessi che hanno condotto alla crisi. Laddove comportamenti spericolati e mancanza di responsabilità abbiano condotto a situazioni di crisi, non permetteremo un ritorno alle pratiche bancarie usuali” (G20, 2009).

Si tratta quindi di eccessi e di comportamenti spericolati e irresponsabili. Il sistema è fundamentalmente sano, non occorre mettere in discussione le scelte sulla morfologia dei sistemi finanziari e, più in generale, il ruolo della finanza. La crisi attuale ha quindi caratteri specifici per cui si prosegue nella direzione già tracciata nei decenni passati, introducendo correttivi.

Un’attenta analisi delle numerose crisi sistemiche, o potenzialmente tali, che hanno interessato paesi ad ogni livello di sviluppo a partire dagli anni ‘70 suggerisce, al contrario, che la crisi attuale è solo l’ultima manifestazione di una evoluzione che ha prodotto una crescente fragilità

---

\* Università degli Studi di Siena. Dipartimento di Economia politica, e-mail: tonveronachi@unisi.it. Versione rivista della comunicazione fatta alla Riunione Annuale della Società Italiana degli Economisti, ottobre 2009.

in campo finanziario. In queste crisi si rinvengono cause comuni, quali liberalizzazione internazionale, affrettate de-regolamentazioni, debole supervisione, eccessi concorrenziali e innovazioni finanziarie. Le crisi sistemiche condividono anche tratti comuni, quali eccessi nell'erogazione dei prestiti, livelli di indebitamento non sostenibili, bolle speculative nei mercati dei capitali e nel comparto immobiliare (Montanaro e Tonveronachi 2009b). Deve anche far riflettere che la severità delle crisi in termini di perdita di PIL è stata complessivamente maggiore nei paesi sviluppati (Allen e Gale 2003). Considerare la crisi attuale come dovuta a fattori specifici e non come l'ultima manifestazione dell'evoluzione finanziaria degli ultimi decenni conduce a riproporre assetti regolamentari inefficaci e a spianare la strada per una sua ripetizione.

## **2. L'evoluzione dei sistemi finanziari degli ultimi decenni**

Soffermiamoci brevemente sulla logica che ha permeato l'evoluzione della morfologia finanziaria a partire dagli anni '70.

L'abbandono degli accordi di Bretton Woods ha di fatto significato affidare sempre di più alla finanza privata la gestione degli squilibri internazionali, con la necessità di promuovere crescenti liberalizzazioni dei movimenti di capitale. Squilibri non transitori delle partite correnti sono stati finanziati con fondi ad elevata mobilità che ne hanno reso difficoltoso il riassorbimento tramite variazioni dei cambi e politiche economiche tradizionali. In termini minskyani si sono prodotte posizioni speculative e Ponzi, di sovente associate a bolle speculative mobiliari e immobiliari, che hanno fortemente accresciuto la fragilità globale. La dimensione sistemica di molte imprese finanziarie, di cui oggi si discute, deve molto al loro ruolo internazionale.

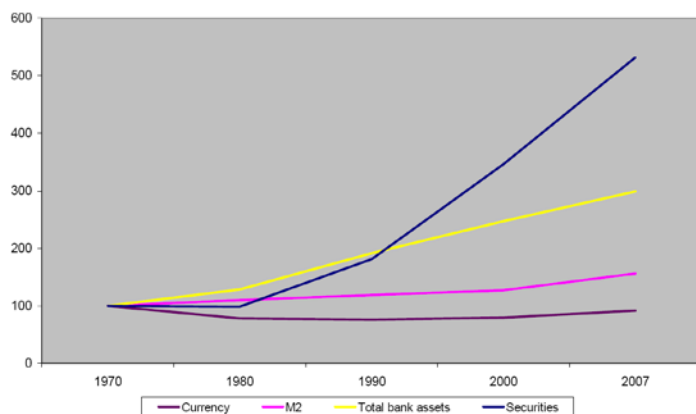
La libertà di arbitraggio lasciata ai mercati non si è limitata al contesto internazionale. L'idea che un sistema è tanto più efficiente quando più è interconnesso al suo interno ha condotto a de-regolamentare anche i mercati interni, eliminando in molti casi barriere legali e amministrative volte a segmentarli. A questo fine si è adottata una impostazione tesa a lasciar libere le imprese finanziarie di assumere le

tipologie e quantità di rischi da loro ritenute ottimali.

L'impostazione che si è voluto seguire è quella di sistemi finanziari fondati sui mercati, con l'idea che le interconnessioni sarebbero così aumentate ed i rischi si sarebbero dispersi. Il risultato è stato esplosivo. Mentre negli ultimi trent'anni i rapporti tra liquidità primaria e secondaria con il PIL si sono mantenuti pressoché costanti, il rapporto tra titoli e PIL quintuplicava (fig. 1); nello stesso periodo il valore nominale dei contratti derivati cresceva a ritmo esponenziale.<sup>1</sup>

Figura 1 – *Crescita di aggregati monetari e finanziari in relazione al PIL, 1970-2007 (1970=100)*

*Media per Canada, Giappone, UK, USA, Germania, Italia e Paesi Bassi*



Fonte: 1970-2000, G. Schinasi (2007); 2001-07, R. Traficante (2009)

Si discute spesso dei problemi legati all'elevato livello di leva finanziaria assunto da molti intermediari. A livello globale ciò che doveva preoccupare era la leva sistemica, ovvero l'enorme piramide di strumenti finanziari la cui liquidità risulta funzione non della solidità dello stato e di quella del sistema bancario nel suo complesso, ma dalle molto più incerte e instabili previsioni sui flussi di pagamento derivanti

<sup>1</sup> Per analisi quantitative e qualitative dell'evoluzione dei sistemi finanziari si vedano Schinasi 2007; Borio 2007; Beck, Demirgüç-Kunt, Levine 2009.

da attivi di mercato, in molti casi garantiti da collaterali che o sono illiquidi (come nel caso delle abitazioni) e/o il cui valore può divenire fortemente correlato al valore degli attivi stessi. Non doveva indurre in inganno la presenza di un'altra piramide, quella composta da contratti di copertura scambiatisi tra gli stessi agenti. È principio inossidabile che per auto-assicurarsi occorre mettere a riserva fondi sufficienti per coprire le perdite derivanti dall'evento. Anche sfruttando carenze regolamentari, nel suo complesso il sistema finanziario si è auto-assicurato diminuendo la copertura di capitale. Ciò ha anche favorito la concentrazione e non la disseminazione dei rischi. Nel mentre, per trascuratezza o disegno, si è lasciato che il sistema bancario si allontanasse da forme tradizionali e più sicure di riserve di liquidità. Nella sostanza la liquidità dell'intero sistema è venuta man mano a dipendere in ultima istanza da una frazione sempre più insignificante di liquidità primaria e secondaria.

Un sistema fondato sui mercati è un sistema ritenuto efficiente anche perché in grado di scomporre e ricomporre i rischi a misura dell'investitore e del debitore. La moltiplicazione del volume degli strumenti finanziari ha riguardato non solo i contratti complessi sui quali si tende a concentrare l'attenzione, ma in specie quelli all'apparenza semplici, ad esempio volti alla copertura del rischio d'interesse o di cambio. Il fatto è che si tratta in molti casi di dare un prezzo futuro a variabili che Keynes giustamente considerava ad alto grado di incertezza (Kregel 2009). La crisi corrente ha amplificato la coscienza dei gravi limiti delle metodologie utilizzate per la valutazione dei rischi, in particolare le difficoltà di valutarne i profili sistemici. Di fatto, guardando al sistema nel suo insieme, quei contratti equivalgono a poco meno di una scommessa ed implicano la presenza di controparti in posizione altamente speculativa. A ciò si aggiunge la convergenza verso omogenee metodologie di misura dei rischi che riduce l'eterogeneità delle posizioni in ogni mercato, amplificandone la volatilità e capaci di creare "buchi neri" di liquidità (Persaud 2002).

A seri problemi di stima dei rischi si aggiungono quelli relativi al loro volume, concentrazione e copertura fisica. Se l'ammontare di questi contratti restasse limitato e se fossero disseminati in molti portafogli la fragilità sistemica non ne sarebbe sostanzialmente influenzata. Se al

contrario, come è avvenuto, questi contratti crescono a dismisura e per di più si concentrano in poche controparti, la fragilità sistemica esplose.

Sappiamo che le condizioni di efficienza dell'allocazione dei rischi sono legate a due dimensioni: oltre alla proliferazione di strumenti di mitigazione e copertura capaci di allocare i rischi in unità che siano disposte ad assumerli occorre che queste unità siano anche resilienti, ovvero in grado di sostenere eventuali perdite senza generare esternalità negative sistemiche. Nella terminologia di Minsky occorre che i loro margini di sicurezza siano elevati, in misura tanto maggiore quanto minore è la fiducia che si dovrebbe riporre nelle metodologie di misura dei rischi. L'innovazione finanziaria garantisce la prima condizione, ma i mercati, da soli, non garantiscono la seconda condizione, che è connessa al volume dei rischi, alla loro concentrazione e a sufficienti forme fisiche (non finanziarie) di copertura. Le innovazioni finanziarie calate sui mercati hanno allentato i vincoli di liquidità allungando la distanza di braccio rispetto al debitore di origine, seguendo una nuova fisiologia dettata da strumenti di copertura non soggetti a limiti quantitativi e accessibili a chiunque.

Negli anni '80 Tobin (1984) ci ricordava un risultato tipico della teoria del *second best*: in presenza di imperfezioni nelle condizioni necessarie per l'equilibrio ottimale, il miglioramento di una tra esse (efficienza informativa) poteva condurre a risultati complessivamente peggiori, nell'esempio specifico a causa dell'esistenza di imperfezioni nella valutazione dei fondamentali. La scomposizione, ricomposizione e disseminazione dei rischi costituisce un ulteriore esempio di un processo che ha condotto ad un peggioramento della sub-ottimalità nei risultati. Invece che interrogarsi sull'esistenza di un'autodisciplina sul volume di quei contratti e sulla minimizzazione del loro valore netto, si è al contrario affermato che elevati volumi sono necessari per conferire liquidità ai mercati (scordandoci peraltro della mole degli OTC). L'esperienza passata e presente si incarica di ricordarci quanto ciò sia illusorio in tempi nei quali quella liquidità è veramente necessaria.

In sintesi, l'evoluzione della finanza si è spinta su sentieri di micro-inefficienza ai quali si affianca un sostanziale aumento delle fragilità sistemiche. Al fondo troviamo una struttura che coniuga valori

predeterminati di debito con attivi di complessa valutazione e volatili, con una crescente mole di operatori che sono vincolati da leve fisse o pro-cicliche a seguire andamenti di breve periodo dei valori di mercato. Le maggiori interconnessioni, dentro e fuori del sistema finanziario, rendono più rapidi e potenti i meccanismi di trasmissione e di amplificazione delle crisi. La diffusione dei rischi si accompagna ad una loro forte crescita, che rende problematica la diversificazione prudenziale dei portafogli, ammesso che una tale tendenza sia presente. Assieme all'aumento dei rischi sistemici, l'accresciuta complessità della finanza rende ancor più difficile valutarli *ex ante*. La maggiore distanza tra i rischi sistemici ed i rischi valutabili dagli operatori conduce a diminuire, in termini minskyani, i livelli effettivi dei margini di sicurezza sistemici.

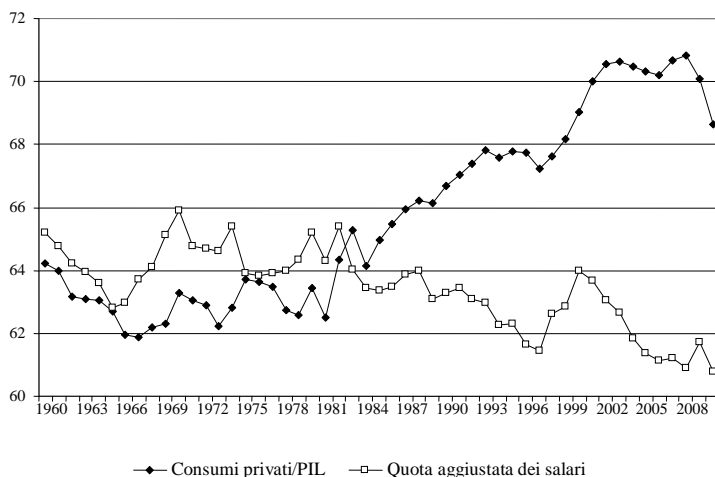
La libertà di assumere rischi finanziari e l'accresciuta interconnessione non hanno riguardato solo il sistema finanziario perché la finanza non è limitata entro i confini dell'industria finanziaria.

La maggiore incertezza sistemica derivata dall'abbandono degli Accordi di Bretton Woods ha portato prepotentemente la nuova finanza dentro il settore reale. As esempio, gli anni '80 e '90 hanno visto il fiorire di sale di trading dentro imprese non finanziarie, prima perseguendo strategie di copertura ma ben presto prendendo posizioni nettamente speculative. Che queste postazioni si siano man mano spostate all'esterno non ne cambia il rilievo e la natura. Inoltre una parte non trascurabile del cosiddetto *shadow banking* fa capo a conglomerati con netta prevalenza commerciale. La finanziarizzazione del sistema reale è ben mostrata dal fatto che prima della crisi corrente una quota consistente dei profitti delle imprese non finanziarie quotate a Wall Street derivava da rendimenti finanziari. In altri termini, il settore meno regolamentato della finanza può divenire, se già non lo è, quello delle imprese cosiddette non finanziarie.

Occorre inoltre non perdere di vista dinamiche di tipo reale che trovano sponda nella finanza. Già nel 2003 Sylos Labini aveva messo in guardia sugli squilibri dell'economia statunitense derivanti, tra l'altro, da una caduta della quota dei salari. La figura 2 mostra come a partire dalla metà degli anni '80 il gap tra quota dei salari e quota del consumo si sia

negli USA prima invertito di segno e poi enormemente accresciuto.<sup>2</sup>

Figura 2 – USA: quote dei consumi privati e dei salari sul PIL



Fonte: European Commission, Ameco database.

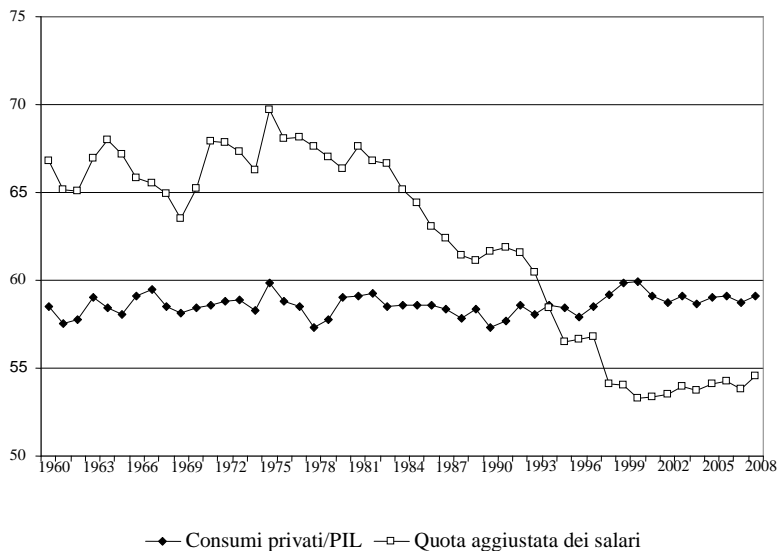
Gli stessi andamenti, seppur con una minore dinamica dei consumi, la ritroviamo nella maggior parte dei paesi sviluppati. In Italia è stata particolarmente severa la caduta della quota salariale (figura 3).

Andamenti di quel tipo hanno effetto sulla propensione al risparmio e sulla dinamica del debito delle famiglie. Quest'ultimo è divenuto di fatto il miglior business del settore finanziario.

Quindi squilibri reali stanno sovente alla radice di squilibri finanziari. Allentando i vincoli di liquidità, la finanza ha comunque il dubbio merito di coprirli per un lasso di tempo, aiutarli a ingrossarsi e infine, con la crisi, obbligare il sistema reale, e se stessa, a pronti e violenti aggiustamenti.

<sup>2</sup> Ringrazio Jan Kregel per aver attirato la mia attenzione sul lavoro di Sornette e Woodard (2009) dal quale sono tratti i riferimenti ai dati sui quali sono stati costruiti i grafici che seguono.

Figura 3 – Italia: quote dei consumi privati e dei salari sul PIL



Fonte: European Commission, Ameco database.

### 3. Da Basilea 2 a Basilea 2.5

L'evoluzione fin qui sinteticamente tratteggiata conduce a individuare non solo aumenti di fragilità, ma anche forme di fragilità diverse rispetto al passato. Occorre chiederci se la regolamentazione corrente e le recenti proposte di modifica colgano le fragilità sistemiche che si sono aiutate a creare.

È ben comprensibile che nel nuovo contesto le autorità di regolamentazione abbiano messo in primo piano la gestione dei rischi. La cosiddetta ri-regolamentazione non è stata però costruita in coerenza con la libertà nell'assunzione dei rischi e con l'accresciuta interconnessione tra intermediari e tra sistemi finanziari.

Le istituzioni che si sono assunte il compito di promuovere standard regolamentari a livello internazionale, come il Comitato di Basilea,



IOSCO, IASB e IAIS, pur seguendo tutte la nuova impostazione di *laissez faire*, hanno risposto a tematiche e problemi settoriali con forme di coordinamento che non hanno capovolto l'impostazione da settoriale a sistemica. In più, anche a livello settoriale è prevalsa un'impostazione micro-prudenziale proprio nel momento in cui si allargavano le interconnessioni e quindi i rischi sistemici.

Le difese sistemiche erano volutamente delegate a prerequisiti istituzionali e di politica economica (BCBS 1997 e 2006), fors'anche nella convinzione che l'Era della Grande Moderazione non fosse solo uno spot pubblicitario. Quelle difese avrebbero dovuto mantenere le instabilità sistemiche entro gli stretti limiti necessari per rendere efficace una regolamentazione di tipo micro-prudenziale. Quando si è dovuto constatare che quelle precondizioni possono al massimo essere post-condizioni utili per attutire i riverberi delle crisi finanziarie si è ritenuto necessario correggere il tiro, proponendo di sovrapporre alle micro-regole altre di natura macro-prudenziale.

Gli arbitraggi e i 'buchi neri' regolamentari che oggi si vorrebbero combattere sono stati la diretta conseguenza di quell'impostazione. Così, mentre si imponeva alle banche di coprire alcuni dei rischi liberamente assunti per mezzo di requisiti minimi di capitale, si lasciava spazio per la crescita di sistemi ombra non regolamentati. Il caso statunitense ne è una illustrazione da manuale, con la frammentazione e la insufficienza degli organi di vigilanza che hanno lasciato vuoti paurosi per i SIV, le banche d'investimento, i broker immobiliari e finanziari, le società di assicurazione, ecc. Ma il fenomeno nella sua essenza non riguarda solo gli USA, essendo connesso alla difficoltà di combinare l'anarchia sui rischi con l'ordine complessivo. Che le autorità abbiano potuto affermare a crisi iniziata che non avevano idea di dove i rischi erano andati a finire e come si fossero concentrati non è segno della loro inettitudine, o come alcuni hanno affermato del lungo sonno che le ha colte, ma di difficoltà oggettive connaturate al sistema che si è voluto creare.

La crisi ha riportato in primo piano le banche. Ma quali banche? Non tanto quelle rimaste ancorate ai vecchi schemi di banca commerciale,

quanto quelle espressione del nuovo modello.<sup>3</sup> Di fatto, quale dovrebbe essere la fisiologia delle banche all'interno del nuovo sistema? Per decenni economisti ed esperti di finanza ci hanno spiegato le molte inferiorità connesse a sistemi basati sulle banche, intese nelle loro configurazioni tradizionali. Si va dalle dottrine che ne spiegavano l'esistenza solo perché protette dai sistemi legali, alle teorie sulla superiorità dei mercati nel prezzare le attività (*efficient market hypothesis*). Anche il revival tentato con la teoria dei costi di transazione e delle asimmetrie informative finiva con l'aver poco respiro a fronte di mercati capaci di organizzarsi in modo da fornire ridotti costi di accesso e una crescente mole di dati e di analisi. Il fatto che Basilea II obblighi le banche a riferirsi a valutazioni esterne di rischio per i metodi di stima più semplici, mentre i metodi più sofisticati trascendono da valutazioni qualitative, è un chiaro segno di quanto le stesse autorità tenessero in poco conto il patrimonio di informazioni private delle banche. In un lavoro del 1998 Allen e Santomero spiegano come le innovazioni finanziarie, specie nel campo dei derivati, e i concomitanti sviluppi dei mercati facciano venir meno i vantaggi tradizionalmente attribuiti agli intermediari (costi di transazione e asimmetrie informative) e li spingano a trovare maggior spazio nella gestione dei rischi, in particolare riducendo i costi di partecipazione ai mercati finanziari per la clientela non informata.

In questo nuovo contesto le banche dovrebbero porsi come originatori, impacchettatori, passapacchi e speculatori. Se i mercati sono il fulcro del sistema finanziario, ad essi devono arrivare per via diretta o indiretta tutte le transazioni. Le cartolarizzazioni sono il processo tramite il quale transazioni che prima si fermavano nel sistema bancario ora devono giungere ai mercati. Le 'riserve indiane' bancarie, costituite dalle famiglie e dalle piccole imprese, devono sparire o per quella via o tramite il rilassamento delle condizioni richieste alle imprese per l'accesso ai mercati. Allo stesso tempo, i mercati permettono alle banche di superare i limiti di *funding* posti da risparmiatori sempre più attratti da impieghi

---

<sup>3</sup> In una ricerca ancora in fase di completamento (Montanaro e Tonveronachi 2009b) si mostra che in ambito europeo i sistemi bancari più fragili e più duramente colpiti dalla crisi in corso sono quelli che maggiormente aderiscono al nuovo modello di banca.

alternativi. Ciò avviene anche per mezzo di fondi a breve che sono coerenti con questa funzione di ‘magazzino’, versione pericolosamente rivista della vecchia *real bill doctrine*. A questa attività si associa e si somma quella della gestione dei rischi, in proprio e per una clientela anche interna al settore finanziario. Gli incentivi impliciti negli Accordi di Basilea sono coerenti con questa visione. Tra questi incentivi si ricordano i bassi requisiti di capitale per il *trading book* e il favore riservato alla maggiore dimensione bancaria, quindi a relazioni di clientela a distanza di braccio. Non casualmente i metodi semplificati previsti in Basilea II per tener conto delle banche di minore dimensione sono non solo meno favorevoli, ma sono considerati dal Comitato come transitori, in vista cioè di un’adozione generalizzata dei metodi ‘sofisticati’ e costosi che la sola maggiore dimensione è in grado di adottare.

La crisi ha colto i sistemi finanziari ancora in mezzo al guado di una traversata che doveva essere necessariamente lunga. Il punto è se la crisi abbia indotto ripensamenti sulla struttura che si è inteso fin qui dare ai sistemi finanziari.

Nel Comunicato del G20 di Pittsburgh (G20, 2009) e nei *background papers* preparati dal Financial Stability Board (2009) per quella riunione, così come negli altri numerosi documenti ufficiali fin qui prodotti, si propone un’ampia e variegata serie di interventi.

Si parla di creare osservatori nazionali, regionali e internazionali per suonare l’allarme quando le fragilità sistemiche divengono pericolose, anche se non ci è dato di sapere con quali nuovi e affidabili strumenti d’analisi rispetto ad un passato non certamente esaltante.

Si propone di affidare al FMI il ruolo di gendarme sugli squilibri internazionali, ma senza specificare con quali nuovi ed effettivi poteri d’intervento contro i paesi potenti: una storia tristemente già nota.

Si afferma che molti intermediari sono troppo grandi e interconnessi. Per essi si propongono maggiori poteri discrezionali da parte della vigilanza, la quale per ragioni intimamente legate alla logica della regolamentazione esistente si attiva però, al pari delle società di rating, quando i danni sono già fatti (Montanaro e Tonveronachi 2009a). Si studiano per quegli intermediari anche obblighi di stilare esotiche *living*

*wills*, ma non di smembrarsi e disconnettersi.

I processi di cartolarizzazione dovrebbero diventare più trasparenti, quasi una contraddizione in termini se devono assorbire gli attivi bancari.

Si propone in aggiunta di fortificare i mercati, fra l'altro dirottando su di essi una quota della massa degli OTC, e di non ostacolare le innovazioni finanziarie, ovvero ulteriori spostamenti verso strumenti di mercato di difficile valutazione.

Si propone infine di sovrapporre alla regolamentazione basata sulla micro-stabilità correttivi anti-ciclici di tipo macro-prudenziale. L'idea stessa di considerare crisi sistemiche come parte di fenomeni ciclici appare quantomeno discutibile. In ogni caso l'effetto sperato, ma non scontato, sarà di aumentare i requisiti di capitale e di introdurre requisiti sistemici di liquidità, che, se calcolati in modo rigoroso, sarebbero per le banche ben più costosi dei primi.

Il risultato complessivo sarà di mantenere nella sostanza gli attuali confini della regolamentazione, di spingere le banche ancor più verso il ruolo di distributori, di rentier sulle riserve indiane residue e di speculatori part-time sul *trading book* proprietario, allargando così ancor di più la quota di finanza non regolamentata. Quindi nessuna inversione di tendenza. In più, come argomentavo in un precedente scritto commentando il passaggio da Basilea I a Basilea II (Tonveronachi 2001), il sistema di regolamentazione sulle banche ricorda sempre più la crescente complessità che assunse la costruzione tolemaica del sistema solare per far fronte alle discrepanze con le osservazioni della volta celeste.

#### **4. Necessità di un cambiamento radicale dell'impostazione regolamentare**

Le fragilità svelate dalla crisi attuale non dipendono quindi da eccessi ed errori, ovvero da patologie rimediabili per mezzo delle nuove misure sulle quali si sta lavorando. I problemi si radicano più in profondità, nella fisiologia del sistema che le nuove proposte di modifiche regolamentari e di vigilanza non intaccano, ma semmai fortificano.

Al fondo del problema per operatori, regolamentatori e supervisori sta la pretesa di poter misurare finemente rischi specifici e sistemici e quindi di coprirli efficacemente con costi contenuti. L'esplosione dei rischi in un sistema di *laissez faire* nel quale la finanza straborda da tutti i lati non permette di raggiungere quel risultato. In altri termini, in regime di *laissez faire* è impossibile contenere i rischi finanziari entro limiti che permettano di gestirli a livello micro (operatori) e macro (autorità) senza creare forti dinamiche endogene di fragilità. Il tentativo al quale stiamo assistendo di rafforzare la regolamentazione esistente avrà come risultato di far lievitare i costi di copertura senza predisporre difese efficienti contro il ripetersi di crisi sistemiche endogene. Gli ultimi decenni hanno mostrato una crescente capacità della finanza di generare endogenamente crisi sistemiche. Le 'code grasse' nelle funzioni di distribuzione delle perdite non dipendono da rari shock esterni; dipendono invece dal potenziamento delle dinamiche d'instabilità alla Minsky che sono conseguenza dell'anarchia sui rischi.

Si impone un cambiamento radicale di rotta.<sup>4</sup> Dobbiamo abbandonare la pretesa della regolamentazione di misurare e coprire rischi incontrollati e incontrollabili a favore di un loro contenimento *ex ante*, anche ricorrendo a disconnessioni più ampie di quelle limitate al settore finanziario inteso in senso stretto. Invece di inseguire il miraggio di misurare le code grasse occorre dimagrirle. Un contesto di rischi sistemici contenuti deve anche significare che gli intermediari finanziari, liberi di impiegare le modalità di misura dei rischi che ritengono più appropriate, devono poter fallire. La regolamentazione deve assicurare la resilienza sistemica e ristabilire il principio che chi assume rischi deve sopportare in proporzione le eventuali perdite.

A questo fine è necessaria una riflessione su quale dovrebbe essere la fisiologia dei sistemi finanziari.

A livello internazionale quella fisiologia si incentra sul finanziamento del commercio internazionale e degli investimenti esteri diretti. Squilibri non transitori delle partite correnti della

---

<sup>4</sup> Una trattazione più dettagliata di uno schema alternativo di regolamentazione è contenuta in Tonveronachi e Montanaro 2010.

bilancia dei pagamenti vanno affrontati in un'ottica pubblica di medio-lungo termine e con strumenti sovranazionali. Non ci si avvicina alla radice dei problemi se si lascia la loro gestione alla finanza privata che tanta parte ha avuto nella generazione e trasmissione delle crisi. Che ci si riunisca in 20 invece che in 8 non cambia i risultati se non si ricrea qualche forma di ancoraggio sovranazionale. La visione che ha prevalso negli ultimi decenni del *bottom-up* (il mondo è in ordine se ciascun paese è in ordine, non stranamente congrua con quella seguita dalla regolamentazione finanziaria) ha ripetutamente mostrato i suoi limiti sia come impostazione, sia per l'inefficacia di un sistema cooperativo che in quelle condizioni non può che essere limitato a informare ed esortare. In assenza di regole che impongano una impostazione *top-down* (dall'interesse generale a quello particolare) ogni paese membro di un qualsiasi 'G' continuerà a contrattare sulla base di interessi nazionali.<sup>5</sup>

A livello regionale e nazionale la fisiologia dovrebbe essere quella dell'ancella schumpeteriana che favorisce l'innovazione e lo sviluppo del settore reale, non processi di redistribuzione, di redditi e ricchezza, che alla lunga, tenendo anche conto delle ripetute crisi, costituiscono un freno alla crescita reale. Redditività finanziarie che a livello di sistema eccedono quelle reali non sono sostenibili nel tempo.<sup>6</sup> Per riportare la finanza su un cammino di sostenibilità e funzionalità occorre abbandonare completamente gli Accordi di Basilea e l'impostazione di anarchia dei rischi che sta alla base di questo come della maggior parte degli altri standard regolamentari. Rischi che non possono essere gestiti non devono essere creati o si deve comunque impedirne la trasformazione in rischi sistemici. L'insieme degli incentivi deve essere diretto a favorire il finanziamento dell'economia in condizioni di sostenibilità. Se una famiglia non è in grado di acquistare la prima casa occorre promuoverne

---

<sup>5</sup> Si veda l'interessante discussione su questi temi contenuta in Padoa-Schioppa 2009.

<sup>6</sup> Secondo *The Economist* (2009) nel 2007 il settore finanziario statunitense presentava il 40% dei profitti dell'intero settore corporate, il 23% della capitalizzazione di mercato mentre il contributo al PIL era del 14% e quello all'occupazione del settore privato del 5%.

il reddito e non illusorie scorciatoie finanziarie.<sup>7</sup> L'eutanasia dei rentier non si raggiunge alla giapponese (tassi d'interesse nulli, ma speculazione finanziaria e crescita zero), bensì con solidi sistemi produttivi e una meno distorta distribuzione del reddito.

Realisticamente non si può pensare di imprimere una brusca sterzata alla morfologia finanziaria che si è venuta delineando nel corso di diversi decenni. Interventi che riducano gli eccessi denunciati dal G20 di Pittsburgh possono essere utili, ma solo se visti come rimedi di breve termine e non tali da prefigurare la direzione cui tendere nel lungo andare. Segnali di cambiamenti di direzione sono necessari. La crisi attuale ha sostanzialmente dato fondo alle munizioni che le autorità avevano a disposizione per attutirne gli effetti. Interventi tampone hanno in molti casi peggiorato la fragilità intrinseca, aumentando la dimensione sistemica degli operatori, la loro concentrazione e interconnessione, liberalizzato la presenza del capitale commerciale in quello finanziario, aumentato per tutti l'azzardo morale. Nei prossimi dieci-quindici anni una crisi di analogo portata non è affrontabile; ma la probabilità che si verifichi è elevata se la regolamentazione finanziaria non fornisce inequivocabili segnali di cambiamento di rotta e non si abbandona il timore di sovra-regolamentare.

## BIBLIOGRAFIA

- ALLEN F., GALE D. (2003) "Competition and Financial Stability", Wharton Financial Institutions Center, wp 26.
- ALLEN F., SANTOMERO A.M. (1998), "The theory of financial intermediation", *Journal of Banking & Finance*, 21.
- BCBS (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria) (1997), *Core principles for effective banking supervision*, Basilea, settembre.
- BCBS (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria) (2006), *Core principles for effective banking supervision*, Basilea, ottobre.

---

<sup>7</sup> In questo senso si veda il capitolo 13 di Minsky (1986) contenente proposte volte a rendere lo stato il datore di lavoro di ultima istanza. Connotati in parte analoghi aveva la proposta dell'istituzione di un "esercito del lavoro" avanzata da Sylos Labini (1977), riprendendo la tesi avanzata nel 1946 da Ernesto Rossi.

- BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A., LEVINE R. (2009), "Financial institutions and markets across countries and over time", The World Bank, *Policy Research Working Paper* 4943.
- BORIO C. (2007), "Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy", *BIS Working Papers*, no. 237, October.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2009), *Reports Submitted to the G20*, scaricabile da: [http://www.financialstabilityboard.org/press/pr\\_091107.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_091107.pdf).
- G20 (2009), "Final Communiqué", Pittsburgh, settembre.
- KREGEL J. (2009), "Managing the impact of volatility in international capital markets in an uncertain world", The Levy Economics Institute of Bard College *Working Paper* No. 558, April.
- MINSKY H. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press.
- MONTANARO E., TONVERONACHI M. (2009a), "Il secondo pilastro di Basilea 2. Prove di stress per le banche o per la vigilanza?", *Banca Impresa Società*, XXVIII, n.1.
- MONTANARO E., TONVERONACHI M. (2009b), "Systemic fragility in European banking. From past crises to the present one", lavoro presentato al Workshop su *Financial crises and regulation. Experiences and perspectives in Europe and US*, Siena 17-18 settembre.
- PADOA-SCHIOPPA T. (2009), *La veduta corta*, Il Mulino, Bologna.
- PERSAUD A. (2002), "Liquidity black holes", United Nations University, WIDER, Discussion Paper No. 2002/31.
- SCHINASI G. (2007), "Understanding Financial Stability: Towards a Practical Framework", lavoro basato sulla presentazione dell'autore al seminario del FMI su *Law and Financial Stability*, 23 ottobre 2006, Washington, DC: IMF.
- SORNETTE D., WOODARD R. (2009), "Financial bubbles, real estate bubbles, derivative bubbles, and the financial and economic crisis", lavoro presentato alla Applications of Physics in Financial Analysis 7<sup>th</sup> International Conference, Tokyo.
- SYLOS LABINI P. (1977), Introduzione a E. Rossi, *Abolire la miseria*, Laterza, Bari.
- SYLOS LABINI P. (2003), "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, 223, settembre, pp. 267-94.
- THE ECONOMIST (2009), "Fixing finance", 22 gennaio.
- TOBIN J. (1984), "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review*, 153, luglio.
- TRAFICANTE R. (2007), *I cambiamenti imposti dall'evoluzione dei sistemi finanziari al prestatore di ultima istanza*, Tesi di laurea, relatore prof. M. Tonveronachi, Facoltà di Economia, Università degli Studi di Siena.
- TONVERONACHI M. (2001), "Structural biases in prudential regulation of banks", *BNL Quarterly Review*, no. 219, dicembre.
- TONVERONACHI M., MONTANARO E. (2010), "Restructuring the financial system. A synthetic presentation of an alternative approach to financial regulation", lavoro presentato alla conferenza su *Reforming the Financial System: Proposals, Constraints and New Directions*, organizzata da Ideas, gennaio 25-27, Muttukadu, Chennai, India.