

Lorenzo Bini Smaghi

# Le regole per salvare il capitalismo

*La crisi finanziaria è stata definita da molti una crisi del capitalismo. Cosa che non è. Ma bisogna chiedersi se non abbia invece segnalato una crisi latente dei sistemi democratici. Di fatto, vari gruppi sociali hanno tratto beneficio dall'approccio lasco alla vigilanza e alla regolamentazione delle attività finanziarie. Perché il capitalismo sopravviva, va rotta questa spirale. Con nuove regole.*

Da quando è scoppiata la crisi, è cominciata la caccia ai responsabili: i banchieri per aver assunto rischi eccessivi; le autorità di regolamentazione per non aver vigilato sui banchieri; le agenzie di rating per non aver valutato correttamente i rischi; le banche

**Lorenzo Bini Smaghi è membro del comitato esecutivo della Banca centrale europea.**

centrali per aver mantenuto troppo basso il costo del denaro; gli economisti per non aver previsto la crisi; i giornalisti per averla drammatizzata. È giusto che ciascuno renda conto del proprio operato. Consente

di capire cosa non ha funzionato e quali provvedimenti adottare per correggere il sistema. Tuttavia, c'è il rischio di considerare tutti ugualmente colpevoli e, di conseguenza, di assolvere in qualche modo tutti. Non resterebbe allora che puntare il dito sul "sistema": la colpa è del capitalismo. Ma anche questa soluzione semplificatrice comporta un rischio. Dato che difficilmente il sistema capitalistico può essere riformato in modo radicale, non rimane altro che imparare a convivere con la sua inerente instabilità.

In tal senso va la recente osservazione fatta da Alan Greenspan, ex presidente della Federal Reserve degli Stati Uniti, in un'intervista alla BBC: "Le crisi, sebbene tutte diverse, hanno un'unica origine fondamentale: l'inesauribile capacità degli esseri umani di sopporre che i periodi di prosperità si protraggono nel tempo"<sup>1</sup>. In altre parole,

è nella natura umana guidare a rotta di collo, oltre il limite. Perciò gli incidenti sono inevitabili. Si può solo cercare di attenuarne la gravità, aumentando l'efficienza dei freni nelle automobili, oppure dotandole di *airbag* o migliorando le condizioni delle strade. Questa analogia viene spesso usata per sostenere che non si possono scongiurare le crisi finanziarie, ma piuttosto cercare di ridurne l'impatto e rafforzare i meccanismi di difesa con normative più incisive e sistemi di vigilanza più efficienti.

**L'ANALISI DI POSNER.** Nel libro *A failure of capitalism*<sup>2</sup>, Richard Posner – uno tra i maggiori ideologi e fautori del libero mercato – presenta una critica dettagliata del sistema capitalistico, che va però nello stesso senso. A suo parere, l'origine della crisi risiede nella miscela esplosiva prodotta da una politica monetaria espansiva e da un'eccessiva deregolamentazione, combinazione che ha indotto gli operatori finanziari ad assumere rischi di entità superiore a quelli che erano in grado di gestire.

Posner si spinge oltre e afferma che i responsabili degli errori di valutazione (in particolare gli operatori finanziari) sapevano di correre grandi rischi e che le loro operazioni potevano scatenare una crisi, anche se non erano in grado di stimarne la portata. Posner scrive: “Non reputo che la crisi finanziaria sia ascrivibile a stupidità o irrazionalità e neanche a malafede o ignoranza. Anche la maggior parte di coloro che hanno acquistato abitazioni con mutui ipotecari per loro insostenibili sapeva che cosa stava facendo: speculava razionalmente su un protratto incremento dei prezzi delle abitazioni”. Aggiunge poi: “Ritengo che gli alti dirigenti delle principali banche fossero consapevoli dell'eventualità, quanto meno remota, di un fallimento dovuto ai rischi che stavano assumendo”. Alan Greenspan, che doveva conoscere molti di questi alti dirigenti, sembra condividere questa opinione, perché nella stessa intervista alla BBC menzionata sopra asserisce: “I banchieri sapevano che stavano sottovalutando i rischi e che a un certo punto ci sarebbe stata una correzione”.

Tali pareri sembrano trovare conferma nella memorabile dichiarazione di Chuck Prince, ex presidente e amministratore delegato di Citigroup, fatta nell'estate del 2007, solo pochi giorni prima che scoppiasse la crisi: “Finché c'è musica, dobbiamo alzarci e ballare. Stiamo ancora ballando”<sup>3</sup>. Questa affermazione, che è non solo sintomatica della crisi ma anche cruciale per comprenderla, è stata citata spesso ma forse non analizzata con altrettanta attenzione. Sembra suffragare la tesi di Posner secondo cui i dirigenti delle grandi banche sapevano di aver preso rischi importanti ed essersi avventurati in attività simili al gioco delle sedie musicali. Quei banchieri erano perfettamente consapevoli del fatto che, prima o poi, la musica si sarebbe interrotta e che

sarebbe iniziata la corsa alle sedie vuote. Non sapevano quante sedie sarebbero rimaste o a che distanza si sarebbero trovati, ma sapevano che a un certo momento la musica sarebbe finita.

**LA MUSICA È FINITA.** Evidentemente, ciascuno di loro si aspettava, o sperava, di raggiungere una delle sedie prima degli altri. Perché tanta fiducia? Le loro aspettative si basavano sull'ipotesi che le banche più redditizie sarebbero state anche le più capaci a far fronte a una brusca interruzione della "musica". Tale convinzione si



disegno di Carlo Cusatelli

137

basava su un parametro centrale del sistema, in base al quale venivano paragonate le performance delle banche, ossia la redditività. Una banca è più capace di un'altra, e quindi vale di più, se guadagna più di un'altra, non nell'arco di cinque o sei anni bensì in un periodo di tre mesi. Un operatore è più capace di un altro se consente di guadagnare di più alla sua banca e, di conseguenza, a se stesso. Le banche (e i loro dirigenti) che in passato avevano realizzato ingenti profitti si ritenevano legittimate a considerarsi più capaci delle altre e continuavano a reputarsi tali, anche se prevedevano che prima o poi ci sarebbe stata una crisi. Non riflettevano – o non volevano riflettere – sul fatto che i loro utili erano maggiori di quelli delle altre banche perché avevano assunto rischi maggiori, rischi che le avrebbero poi rallentate nella corsa alla sedia vuota, quando la musica si sarebbe interrotta.

Vi è un altro particolare interessante nella chiosa di Chuck Prince: l'impiego del verbo "dovere" ("dobbiamo alzarci e ballare"). Prince pare suggerire l'assenza di alternative, come se una forza esterna costringesse lui e la sua banca ad assumere sempre più rischi. Sembra difficile da credere, ma non poi così tanto. Nel libro *Fool's gold*<sup>4</sup>,

Gillian Tett spiega come il costante raffronto dei risultati, misurati in base agli utili realizzati, abbia spinto le banche e i loro dipendenti ad assumere rischi sempre maggiori. Riportando una discussione interna alla banca d'investimento statunitense JP Morgan Chase, Tett scrive: "Il 2005 era stato un altro anno eccezionale per il settore bancario: nel loro insieme le principali banche di investimento avevano incrementato il fatturato del 31%, a 289 miliardi di dollari. Nello stesso periodo, però, JP Morgan Chase aveva ottenuto un risultato modesto. Che cosa dovevamo fare? Era forse giunto il momento per la banca di riconsiderare la possibilità di entrare nel gioco dei CDO e dei CDS su mutui ipotecari?"<sup>5</sup>. Queste parole sembrano confermare che i banchieri erano pienamente consapevoli del fatto che se volevano aumentare la redditività della loro banca dovevano aumentare il grado di rischio delle operazioni. Dovevano "entrare nel gioco", ossia "scommettere".

**138** I CAPITALISTI E IL MOTORE DEL CAPITALISMO. Si deve evitare l'errore di credere che quel sistema di incentivi perverso fosse limitato al settore bancario. In fin dei conti, erano gli azionisti e i risparmiatori a chiedere rendimenti più elevati sui propri investimenti. Erano i risparmiatori, grandi o piccoli, a chiedere ai loro gestori di fondi – banche, fondi pensione o fondi di investimento – di battere la concorrenza, considerando come parametro il rendimento netto. Se il rendimento ottenuto dai gestori era peggiore di altri, i fondi venivano spostati verso altri gestori, in grado di produrre rendimenti superiori. I gestori di fondi cercavano di evitare tale riallocazione, sostituendo il personale meno efficiente con chi raggiungeva risultati migliori, anche se con rischi maggiori.

La massimizzazione dei profitti da parte degli imprenditori è il motore del capitalismo. È il modo migliore di remunerare gli investimenti e, quindi, di promuovere la crescita economica nel lungo periodo. Questa tesi è alla base dei modelli teorici che usiamo per analizzare lo sviluppo economico. È anche in linea con il tipo di incentivo umano cui facevano riferimento Greenspan e Posner.

La letteratura economica ha analizzato come la concorrenza perfetta nei mercati dei beni e servizi e del lavoro assicuri una distribuzione dei benefici della crescita tra tutti gli operatori di mercato. In un mondo ideale in cui vige una concorrenza perfetta, l'utile sugli investimenti marginali tende a zero, in quanto tutte le risorse sono sfruttate appieno. Sappiamo tuttavia che in realtà non vi sono mercati completamente concorrenziali. Infatti, sono talvolta proprio gli imprenditori a cercare di impedire che i mercati operino in condizioni di concorrenza perfetta.

Nel libro *Salviamo il capitalismo dai capitalisti*<sup>6</sup>, Rajan e Zingales spiegano la contraddizione insita in un'economia di mercato, derivante dal fatto che gli imprenditori possono trarre vantaggio da una regolamentazione che riduce la concorrenza e consente loro di massimizzare le rendite. Gli imprenditori hanno un incentivo a esercitare pressioni sul legislatore affinché esso adotti una regolamentazione che aumenti le barriere all'ingresso. Una tale legislazione tende a ridistribuire reddito dai consumatori ai produttori, riduce la domanda e gli investimenti complessivi e quindi la crescita economica. Una regolamentazione eccessiva, mirata a salvaguardare rendite monopolistiche inefficienti, può causare la stagnazione di un'economia. Ciò induce Rajan e Zingales a sostenere che, per poter produrre i propri benefici, il sistema capitalistico deve contrastare, anche a livello politico, la propensione dei suoi esponenti a regolamentare in maniera eccessiva i mercati. È su questa scia che si è sviluppata l'ondata di deregolamentazione diffusasi nelle economie avanzate ed emergenti a partire dalla metà degli anni Ottanta.

Lo stesso ragionamento è stato applicato alla finanza, forse senza comprendere che i servizi finanziari sono diversi dagli altri beni e servizi. Questa differenza è diventata ancora più ardua da comprendere durante la crisi. Alcuni, come il cancelliere tedesco Angela Merkel, si sono chiesti: "Perché quando acquisto un prodotto so che cosa compero, mentre così non è quando acquisto un prodotto finanziario?"<sup>7</sup>.

La risposta è duplice. Anzitutto, se si acquista un prodotto finanziario, si acquista per definizione del rischio. Se l'obiettivo del risparmiatore è limitato a salvaguardare il valore nominale dei propri risparmi, l'unica soluzione è detenere contanti. Però, il rendimento di un investimento compensa il rischio insito nell'attività finanziaria acquistata. In altre parole, il valore dello strumento finanziario è incerto proprio perché esposto a un rischio. Quanto maggiore è il rischio, tanto più alto dovrebbe essere il rendimento.

**PERCHÉ È DIFFICILE VALUTARE IL RISCHIO.** L'altro elemento della risposta risiede nel fatto che non è sempre facile valutare il rischio. Chiunque effettui un investimento finanziario dovrebbe formulare una propria valutazione. Questa può variare non solo in ragione della probabilità di un evento specifico, come l'inadempienza della controparte, ma anche in ragione della probabilità di eventi che possono incidere sul valore delle altre attività detenute da un risparmiatore. Ancora più importante, tuttavia, è il fatto che l'acquirente e il venditore possono valutare il rischio di un titolo finanziario in maniera diversa, perché potrebbero essere in possesso di in-

formazioni diverse circa il titolo stesso e le sue caratteristiche. In generale, il venditore del titolo (il cedente) tende a disporre di più dati rispetto all'acquirente. Se il venditore riesce a celare in parte le informazioni (soprattutto sul rischio del titolo), può realizzare un prezzo più elevato. In questo caso il rendimento non coprirà il rischio intrinseco del titolo.

Questo è la differenza fondamentale tra prodotti finanziari e altri prodotti. Prima ho ricordato che in un mondo di concorrenza perfetta un settore dovrebbe attrarre investimenti, e quindi crescere, finché i profitti marginali diventano nulli. Ciò presuppone che sia il venditore che il compratore siano in condizione di valutare il prezzo del bene o del servizio scambiato. Tuttavia, se il compratore ritiene che il bene sia di qualità superiore a quanto non lo sia in realtà, ne comprerà una quantità maggiore a un dato prezzo. Le vendite e gli utili dell'istituzione finanziaria che vende quel titolo aumenteranno oltremisura.

In altre parole, se un investitore pensa che un'attività finanziaria sia meno rischiosa di quel che è in effetti, ne acquisterà una quantità maggiore e gli utili del settore finanziario aumenteranno. Ciò significa che quanto più i risparmiatori sottovalutano il rischio, tanto più grandi sono le opportunità di profitto per il settore finanziario e tanto più ampio è il margine di crescita di quest'ultimo, soprattutto attraverso nuovi prodotti innovativi che non tutti sono in grado di capire. Sviluppando ulteriormente il ragionamento, si può dedurre che in un contesto concorrenziale il settore finanziario è incentivato ad aumentare l'asimmetria informativa, poiché così può incrementare i propri ricavi e utili.

**L'ASIMMETRIA INFORMATIVA.** In sintesi, un'economia di mercato mostra una naturale tendenza a produrre e detenere attività finanziarie in modo eccessivo e ciò può destabilizzare l'economia. La differenza fondamentale, anche in questo caso, rispetto agli altri settori, è l'asimmetria informativa intrinseca che sta alla base della relazione fra produttori e acquirenti di strumenti finanziari. La regolamentazione è perciò necessaria per assicurare mercati finanziari stabili. Tuttavia, gli incentivi degli operatori finanziari sono diametralmente opposti a quelli degli imprenditori considerati da Rajan e Zingales.

Per questi ultimi è meglio un mercato il più possibile regolamentato, perché protegge le imprese già presenti sul mercato dalla concorrenza esterna e consente di massimizzare le rendite monopolistiche. Tali imprese sono pronte a esercitare pressioni sulle autorità di regolamentazione e sui legislatori per aumentare le barriere norma-

tive all'entrata, al fine di tutelare le loro rendite. Queste barriere si possono ridurre solo se i concorrenti potenziali e i consumatori riescono a mobilitare risorse e forze sufficienti per contrastare le pressioni dei capitalisti.

Per il settore finanziario vale il contrario. I soggetti esterni, non sottoposti a regolamentazione, possono conseguire una redditività maggiore rispetto ai soggetti regolamentati se riescono a vendere ai risparmiatori attività ad alto rischio con rendimenti che sembrano offrire benefici spropositati. La regolamentazione finanziaria non difende in questo caso gli operatori già presenti nel mercato dalla concorrenza esterna – come in altri comparti – ma piuttosto impedisce loro di operare secondo prassi più libere e più remunerative, e più rischiose, che i soggetti non regolamentati possono invece seguire liberamente.

Non mi soffermerò sul perché il settore finanziario non regolamentato sia diventato più redditizio di quello regolamentato, contrariamente a quanto dovrebbe verificarsi nell'economia reale. Il nocciolo della questione è ancora una volta l'asimmetria informativa. Nell'economia reale, l'inventore di un prodotto può proteggere la proprietà intellettuale e il proprio investimento grazie ai brevetti e ai diritti d'autore. Tali norme consentono di programmare la produzione, la distribuzione e le vendite di un prodotto protetto. Nel sistema finanziario non esistono brevetti, né diritti d'autore. Nessun prodotto può essere protetto, neppure quelli sofisticati come i CDO (*collateralized debt obligations*), i CLO (*collateralized loan obligations*), i CDS (*credit default swaps*), e così via. Per questo motivo, né gli strumenti finanziari né i bilanci delle istituzioni finanziarie possono essere perfettamente trasparenti. Se un gestore di fondi fosse tenuto a rendere nota – senza tralasciare nulla – la propria strategia di investimento, gli altri operatori l'adotterebbero immediatamente, scalzando il gestore dal mercato.

Nel corso degli anni, il sistema finanziario ombra – non regolamentato – si è sviluppato confezionando e vendendo varie tipologie di prodotti che non sono generalmente disponibili sui mercati regolamentati. Questa tendenza è stata tollerata dalle autorità di vigilanza perché tali prodotti finanziari ad alto rischio, e ad alta remunerazione, venivano sviluppati e acquistati da istituzioni finanziarie con ingenti disponibilità e da soggetti che presumibilmente comprendevano il rischio e sapevano come gestirlo. Inoltre, le istituzioni che generavano questi prodotti non erano considerate di importanza sistemica e un loro eventuale fallimento non avrebbe minato la stabilità del sistema finanziario. Per questa ragione, sono rimasti privi di regolamentazione gli *hedge funds*, persino dopo il dissesto del fondo LTCM (*long-term capital management*), un episodio che avrebbe dovuto invece suonare l'allarme.

**IL SISTEMA FINANZIARIO OMBRA.** Il sistema finanziario ombra era relativamente modesto alla fine degli anni Novanta, ma nell'ultimo decennio è cresciuto notevolmente, soprattutto per quanto riguarda gli *hedge funds* e le banche di investimento. Anche l'attività speculativa del tradizionale settore bancario si è ampliata in misura esponenziale. Riporto solo qualche dato: le attività totali delle cinque maggiori banche di investimento statunitensi, in percentuale del PIL, sono aumentate da circa il 13% nel primo trimestre del 1999 al 31% nel primo trimestre del 2008<sup>8</sup>. Quanto al comparto degli *hedge funds*, il capitale gestito è salito da 155 miliardi a 1.500 miliardi di dollari tra il primo trimestre del 1999 e il primo trimestre del 2008, segnando un incremento dell'853%<sup>9</sup>.

La maggiore redditività del settore finanziario non regolamentato, rispetto a quello regolamentato, ha spinto con prepotenza l'uno verso la sfera di attività dell'altro. La citazione tratta dal libro di Gillian Tett è piuttosto eloquente al riguardo. Il settore regolamentato ha cercato di trattare prodotti a rischio più elevato, in particolare attraverso un modello *originate and distribute* che si appoggiava soprattutto a veicoli fuori bilancio. Più aumentava la presenza delle istituzioni regolamentate nel comparto ad

**142** alto rischio, meno remunerativo questo diveniva a causa della maggiore concorrenza. A sua volta ciò ha incentivato il settore non regolamentato a innovare e sviluppare prodotti sempre più sofisticati, spesso troppo sofisticati per altre istituzioni. Come ho ricordato prima, la crescente concorrenza tende a favorire l'assunzione di maggior rischio e quindi generare maggior instabilità potenziale.

La soluzione al problema è – e sarebbe dovuta essere – la regolamentazione. Tuttavia, nei dieci anni precedenti alla crisi, non soltanto il fiorente sistema bancario ombra è rimasto non regolamentato, ma quello tradizionale è stato esso stesso deregolamentato e ha potuto svolgere quelle attività che sarebbero dovute essere riservate al sistema ombra.

Gli Stati Uniti sono il caso più noto di deregolamentazione. L'abrogazione della legge Glass-Steagall Act nel 1999 ha rimosso il confine tra banche commerciali e banche di investimento. Pertanto, queste ultime hanno iniziato a entrare nell'attività bancaria tradizionale – sebbene non fossero soggette alla vigilanza della Fed – in particolare nel settore dei mutui e sviluppando portafogli poi riconfezionati e rivenduti come CDO o altri strumenti. Di conseguenza le banche commerciali, esposte a maggiori pressioni concorrenziali, hanno ritenuto necessario spostarsi verso attività più rischiose.

La carenza di regolamentazione dei diversi comparti del sistema finanziario è stata evidenziata in vari rapporti. Le attività di importanza sistemica non erano, ad esempio,



oggetto di alcuna forma di regolamentazione. I mercati dei derivati *over the counter* non erano sufficientemente trasparenti e gli *hedge funds* non erano sottoposti ad alcuna vigilanza. Inoltre, la portata limitata della regolamentazione sulle banche commerciali tradizionali ha incoraggiato queste ultime a trasferire parte dell'attività fuori bilancio, a soggetti non regolamentati, sfruttando così le lacune del sistema contabile.

**LA GARA AL RIBASSO: FINANZA E POLITICA.** Perché è successo questo? Se si vuole costruire un sistema migliore e non semplicemente rattoppare quello vigente, occorre dare risposta a questo interrogativo fondamentale.

Bisogna chiarire da subito che la decisione di non disciplinare il sistema bancario ombra e di deregolamentare il settore finanziario non è stata casuale; è stata presa di proposito. L'assenza di vincoli era indubbiamente nell'interesse del sistema bancario ombra, così come la deregolamentazione andava a vantaggio di quello tradizionale. La maggiore redditività del settore finanziario – la cui quota sul totale degli utili societari negli Stati Uniti è salita a metà di questo decennio al 40%, oltre il doppio della media dei quarant'anni precedenti – è stata utilizzata per esercitare pressioni sulle autorità politiche e ottenere un abbassamento del livello di vigilanza. Un rapporto pubblicato di recente da due organizzazioni senza fini di lucro, Essential Information e Consumer Education Foundation, stima che le istituzioni finanziarie (tra cui le banche commerciali, le banche di investimento, gli *hedge fund* e le compagnie di assicurazione) hanno speso nel periodo 1998-2008 circa 5 miliardi di dollari in contributi a campagne elettorali e in attività di pressione sul congresso e sull'amministrazione statunitense, allo scopo di abolire gran parte della normativa finanziaria che era stata adottata dai tempi della grande depressione<sup>10</sup>. L'ironia della sorte è che l'eliminazione di quella regolamentazione ha creato le premesse per la più grave crisi economica e finanziaria dalla grande depressione. Il rapporto elenca tutti i disegni di legge volti a far avanzare il processo di deregolamentazione. La concorrenza internazionale nel settore finanziario ha indotto i legislatori di diversi paesi – in particolare quelli europei – a competere per garantire condizioni di parità concorrenziale su livelli normativi sempre più tolleranti, innescando una vera e propria gara al ribasso. Negli ultimi anni i gruppi di pressione si sono persino visti riconoscere una certa dignità: i legislatori hanno infatti preso la consuetudine di consultare gli esponenti del settore finanziario prima di ogni nuova iniziativa di regolamentazione – o dovremmo piuttosto dire di deregolamentazione – per offrire alle parti interessate la possibilità di esprimere il loro punto di vista e influire su quello dei legislatori. Le asimmetrie

di informazione influiscono anche su questo tipo di rapporto. Dato che gli operatori finanziari conoscono i prodotti da disciplinare meglio delle autorità politiche e di regolamentazione, possono valutare e spiegare meglio i motivi di un dato provvedimento (compresi i vantaggi che ne potrebbero ricavare); in tal modo, essi contribuiscono a orientare l'operato delle autorità nel senso più favorevole ai loro interessi. Questa capacità del settore finanziario di influenzare le autorità politiche e di regolamentazione costituisce uno dei principali fattori alla base del processo di deregolamentazione e dei ritardi normativi che si sono venuti a creare negli ultimi anni.

Per riassumere, si è sviluppata nel tempo una spirale negativa: l'aumento della redditività del settore finanziario ha incoraggiato gli operatori a esercitare pressioni per ottenere un maggior grado di deregolamentazione, che a sua volta ha favorito utili ancor più alti, che hanno finanziato un'ancora più intensa attività di lobby a favore della deregolamentazione.

È ragionevole chiedersi perché nessuna forza abbia tentato di contrastare questa spirale. Un motivo risiede nel fatto che la rosa dei beneficiari della deregolamentazione e dello sviluppo del sistema bancario ombra è molto ampia. Gli azionisti delle banche, ad esempio, hanno tratto vantaggio dai rendimenti più elevati e dalla crescita dell'attività in settori maggiormente remunerativi, ancorché più rischiosi. Le aziende hanno beneficiato dello sviluppo di prodotti finanziari complessi che hanno reso possibile la cartolarizzazione dei rischi e la conseguente riduzione dell'onere sul loro debito. Le agenzie di rating hanno approfittato della creazione di nuovi strumenti sofisticati ai quali dovevano attribuire una valutazione sintetica e hanno persino fornito consulenze alle banche sulla creazione di questi strumenti. Le famiglie hanno tratto beneficio dallo sviluppo di prodotti che consentivano loro di indebitarsi a costi contenuti per acquistare beni di consumo o immobili. Risulta difficile immaginare chi ci abbia veramente rimesso in questo contesto fiabesco (il cosiddetto "Goldilocks scenario", ossia "lo scenario da Riccioli d'oro"), se non forse quegli operatori che avevano adottato maggiore cautela. In altri termini, hanno perso quelli che non prendevano parte alle danze.

Il numero elevato di beneficiari si è tradotto in un vantaggio anche per le autorità politiche, che a loro volta hanno favorito la diffusione del sistema, divenendo più compiacenti. Per citare un recente articolo di Simon Johnson: "Poiché tutti si arricchivano, e lo stato di salute dell'economia dipendeva in misura così rilevante dalla crescita del settore immobiliare e di quello finanziario, nessuno a Washington aveva alcun interesse a mettere in discussione quello che stava avvenendo"<sup>11</sup>.

Nessuno ha avuto nulla da obiettare fino al momento in cui qualcosa è andato storto, come era destino che accadesse: il sistema di incentivi ha indotto gli operatori economici a cercare rendimenti sempre maggiori, anche a costo di ridurre il livello di regolamentazione, o a consentire lo svolgimento di attività non regolamentate. Ciò ha reso inevitabile l'emergere – presto o tardi – di condizioni di instabilità.

**IL FATTORE UMANO.** Quanto sopra potrebbe essere considerato un altro modo per descrivere il cosiddetto “fattore umano” cui si riferiva in particolare Greenspan o il comportamento razionale citato da Richard Posner. È la catena di incentivi, da parte degli investitori, delle istituzioni finanziarie, delle autorità di vigilanza e politiche ad aver indotto gli individui – e la società nel suo complesso – ad assumere maggiori rischi. E, come ha sostenuto Alan Greenspan, “a meno che non si riesca a modificare la natura umana, ci saranno altre crisi e nessuna sarà uguale a quella attuale perché non esistono due crisi che abbiano elementi comuni se non la natura umana”. L'avvertimento è chiarissimo. Come reagire, se si vuole evitare di cadere nel fatalismo?

Non voglio dare l'impressione che sia impossibile modificare la natura umana. Mi auguro che questa crisi abbia insegnato qualcosa. Il problema è che, per le sue interconnessioni, la vulnerabilità del sistema finanziario è determinata dai comportamenti dei soggetti meno competenti, ossia quelli che non imparano dall'esperienza passata. Per tornare all'analogia di Chuck Prince, il pericolo non è rappresentato dai “bravi ballerini” perché questi troveranno sempre una sedia, quando la musica si ferma. Il pericolo proviene piuttosto dai “cattivi ballerini” e in particolare da quelli che, pensando di essere bravi come gli altri, si lanciano in piroette e finiscono con l'inciampare e fanno così cadere gli altri, soprattutto nel momento in cui la musica cessa.

Il funzionamento dei mercati è necessariamente esposto agli operatori che si assumono rischi superiori a quelli che sono in grado di gestire. Tali operatori costituiscono un pericolo per il sistema, allo stesso modo in cui un conducente in stato di ebbrezza mette a repentaglio l'incolumità di quanti guidano con prudenza.

È auspicabile che questa crisi abbia fatto capire come sia difficile, se non impossibile, creare un contesto meno rischioso per l'intero sistema finanziario attraverso l'autodisciplina dei singoli operatori. Ancora una volta, un quadro di autoregolamentazione funziona solo quando tutti gli operatori si impegnano a rispettarne le regole. Ma i ballerini meno bravi saranno sempre incentivati a eludere tale impegno e a deviare dal percorso stabilito per cercare di essere all'altezza di quelli più bravi. In tali condizioni, le norme possono essere imposte, a tutti, soltanto da un'autorità esterna ai

mercati finanziari. L'esistenza di un organismo di regolamentazione efficace, "dotato delle competenze e del coraggio necessari a rallentare il ritmo della musica per tutti"<sup>12</sup>, dovrebbe essere nell'interesse degli operatori stessi, oltre che dei contribuenti.

**VECCHIE E NUOVE REGOLE.** Le iniziative messe in atto negli ultimi mesi (in particolare dal G20, dal Financial Stability Board e dall'FMI) sono volte a risolvere i problemi che hanno dato origine alla crisi. Non entrerà nel merito delle singole iniziative, misure e impegni assunti, poiché sono ben noti. Sono tutti importanti e indispensabili. Dobbiamo tuttavia chiederci se siano sufficienti ad affrontare le cause profonde della crisi, come le abbiamo esposte qui sopra. Dobbiamo chiederci in particolare se, nella loro configurazione attuale, le autorità di vigilanza abbiano le competenze necessarie a rallentare la musica, quando ritengono che ciò sia essenziale per salvaguardare la stabilità finanziaria.

Sappiamo che, appena superata la crisi, le spinte verso una maggiore deregolamentazione torneranno a intensificarsi, grazie anche agli utili che il settore finanziario potrà nuovamente generare. Non si tratta di una questione teorica, riguardante un futuro remoto. Sono in atto ingenti forze, che mirano a ridurre al minimo i cambiamenti del quadro regolamentare. Tali forze cresceranno di intensità con il superamento della crisi. Il 3 ottobre del 2009, il *Financial Times* riportava in prima pagina un articolo sull'assemblea annuale dell'Institute of International Finance, intitolato "Top bankers launch fightback against feared regulatory overkill" (I vertici bancari lanciano un'offensiva contro il temuto eccesso di regolamentazione). In una tavola rotonda organizzata in occasione dell'assemblea annuale dell'FMI e della Banca mondiale, tenutasi sempre in ottobre a Istanbul, circolava un commento spesso ripetuto dagli operatori del mercato finanziario: "Di fatto non ci servono nuove regole perché ci sono già, basta semplicemente applicarle".

Se questa affermazione fosse corretta, occorrerebbe interrogarsi sui motivi per i quali le autorità di vigilanza non hanno sfruttato appieno le norme esistenti. La risposta è che le autorità di vigilanza sono state oggetto di pressioni estreme da parte del settore finanziario, degli operatori di mercato e persino delle autorità politiche affinché non si avvalessero dei poteri discrezionali a loro disposizione, per non incidere sugli utili del sistema bancario. Il motivo di tali pressioni è che, in un contesto di mobilità dei capitali su scala internazionale, le società finanziarie tendono ad allontanarsi dai paesi dove la vigilanza è più stringente, spostando fondi e attività verso quelli in cui il controllo è minore.

Come si possono affrontare queste problematiche? Vanno fatti ulteriori progressi in tre ambiti, se vogliamo costruire una struttura di vigilanza più efficiente e proteggere meglio il sistema da future crisi.

Il primo riguarda l'indipendenza degli organismi di vigilanza. La crisi affonda le sue radici nella dipendenza delle autorità di vigilanza dalle autorità politiche e dagli operatori di mercato. Ciò le induce a dare priorità a obiettivi di breve termine rispetto alla stabilità nel medio periodo. Non si tratta certo di una novità, bensì di un comportamento che è stato esaminato dalla letteratura economica, in particolare quella sull'incoerenza temporale della politica ottimale. I sistemi decisionali che presentano stretti collegamenti con le istituzioni politiche tendono ad adottare approcci sbilanciati verso il breve periodo.

È possibile conferire alle autorità di vigilanza lo stesso grado di autonomia delle banche centrali? La crisi ha mostrato che i paesi meno colpiti sono stati quelli dove le autorità di vigilanza erano più indipendenti, si erano prefissate come priorità principale la stabilità e avevano applicato la normativa vigente con la discrezionalità di cui disponevano. Al contrario, dove gli organismi di supervisione hanno preferito un approccio "morbido", a causa delle pressioni politiche o per l'esigenza di promuovere il sistema finanziario nazionale, i contribuenti hanno dovuto pagare un prezzo elevato. La concessione di una piena autonomia agli organismi di vigilanza presenta tuttavia difficoltà maggiori rispetto al caso delle autorità monetarie, poiché l'obiettivo della supervisione non si può trasformare altrettanto facilmente in un parametro di riferimento semplice come il tasso di inflazione<sup>13</sup>. Se la stabilità finanziaria diventasse l'unico scopo dell'azione di vigilanza, ne potrebbe conseguire un eccesso di regolamentazione inteso a evitare che fallisca anche una sola banca.

Il problema non è tuttavia insuperabile. Anche nel caso della politica monetaria l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi può essere affiancato da obiettivi accessori, purché questi ultimi non ne ostacolino il conseguimento. Per le autorità di vigilanza l'obiettivo primario deve essere la stabilità del sistema finanziario su scala nazionale e internazionale, ma sono possibili anche obiettivi secondari, con particolare riferimento all'efficienza.

Un'altra obiezione che viene mossa all'indipendenza delle autorità di vigilanza, spesso richiamata nel dibattito, è costituita dal fatto che le scelte di tali autorità possono avere un impatto sui conti pubblici.

A mio parere, è una tesi errata. Anche le banche centrali indipendenti, nella conduzione della politica monetaria o nell'esercizio delle funzioni di prestatore di ultima

istanza, adottano decisioni che possono incidere sui conti pubblici. Questo impatto può anche essere superiore a quello esercitato dalle scelte delle autorità di vigilanza. Ciò non è stato un motivo per negare tale indipendenza.

Il secondo ambito in cui sono necessari progressi – lo cito soltanto, senza esaminarlo – riguarda la cooperazione internazionale tra autorità di vigilanza. Vi è un ampio consenso a questo riguardo e senza dubbio negli ultimi mesi sono stati compiuti notevoli passi avanti.

Il terzo ambito riguarda la responsabilità degli organismi di vigilanza per il loro operato. Chi vigila su di loro? La responsabilità per il proprio operato è di norma definita a livello nazionale, poiché si afferma spesso che è il contribuente a subirne eventualmente i costi. In altri termini sta alle autorità politiche nazionali, che rappresentano i loro contribuenti, valutare l'operato degli organismi di vigilanza. Tuttavia, come ha mostrato la crisi attuale, in diversi paesi i contribuenti hanno dovuto accollarsi gli oneri relativi alla crisi di istituzioni estere, che operavano nel loro paese ma che in virtù del principio di vigilanza del paese di origine erano vigilate dalle autorità estere. In un sistema finanziario mondiale, le autorità di vigilanza non possono esse-

**148**

re responsabili solo di fronte alle autorità politiche nazionali. In sintesi, le attuali iniziative di rafforzamento dell'assetto regolamentare sono essenziali. Occorre tuttavia consolidare anche il quadro istituzionale che soggiace alle funzioni di vigilanza. Le autorità di supervisione devono essere rese più indipendenti, ossia messe in condizioni migliori per "rallentare il ritmo della musica". Si deve anche raggiungere un maggior grado di cooperazione, poiché non ha senso rallentare la musica in alcune giurisdizioni e non in altre. Serve infine un sistema internazionale che valuti le attività svolte dagli organismi di vigilanza, un sistema che rafforzi sia la cooperazione sia la responsabilità di tali organismi per il loro operato.

La crisi attuale è stata definita da molti una crisi del capitalismo. Bisogna chiedersi se non rappresenti in qualche modo anche una crisi del nostro sistema democratico, della sua capacità – o incapacità – di gestire mercati finanziari complessi e internazionali. Di fatto, nel periodo che ha preceduto la crisi vari gruppi sociali hanno tratto beneficio dall'approccio lasco alla vigilanza e alla regolamentazione delle attività finanziarie. Gli operatori si sono dimostrati miopi, al pari delle istituzioni e delle autorità politiche. Questa crisi può convincerli ad adottare un atteggiamento più lungimirante? Possiamo attenderci che gli interessi di più lungo termine delle società tornino a prevalere sugli incentivi a breve che hanno dato origine all'instabilità?

I segnali che provengono ogni giorno sia dagli operatori sia dalle autorità politiche

non sembrano molto incoraggianti. I primi stanno aspettando che si calmino le acque e che si torni alla “normalità”, per poter riprendere le attività precedenti, allo stesso ritmo se non addirittura maggiore. Le seconde non possono essere più lungimiranti dei soggetti che rappresentano, vale a dire dei loro elettori. Ricorrendo a una famosa espressione inglese, il buon funzionamento del sistema finanziario richiede che qualcuno “tolga la bottiglia di vino proprio quando la festa comincia ad animarsi”; o, in altre parole, qualcuno che abbia l'autorità per rallentare il ritmo della musica. Il compito non è semplice, ma neppure impossibile. Sono stati necessari gli elevati tassi di inflazione degli anni Settanta per convincere le autorità politiche dell'esigenza di affidare la conduzione della politica monetaria a banche centrali indipendenti. Sarebbe meglio non “sprecare” un'altra crisi per giungere alla medesima conclusione riguardo alla stabilità finanziaria.

<sup>1</sup> Intervista alla BBC del 10 settembre 2009.

<sup>2</sup> Richard Posner, *A failure of capitalism*, Harvard University Press, 2009.

<sup>3</sup> Intervista al *Financial Times* del 10 luglio 2007.

<sup>4</sup> Gillian Tett, *Fool's gold*, Little Brown, 2009.

<sup>5</sup> *Ibid.*, pag. 164.

<sup>6</sup> Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales, *Salviamo il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, 2004.

<sup>7</sup> Il 20 settembre 2008 Angela Merkel a Linz ha anche affermato: “I prodotti finanziari devono soddisfare determinati standard ed essere più comprensibili... occorre anche sapere [riguardo a tali prodotti] con che cosa si ha a che fare. Altrimenti accadono eventi che vanno a scapito di noi tutti.”

<sup>8</sup> I dati si riferiscono alle attività totali di Bear Stearns, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch e Lehman Brothers e coprono il periodo fino al primo trimestre del 2008, cioè quando Bear Stearns è stata acquisita da JP Morgan.

<sup>9</sup> Si veda Lipper TASS Hedge Fund Database.

<sup>10</sup> Essential Information e Consumer Education Foundation, *Sold out: how Wall Street and Washington betrayed America*, marzo 2009 ([www.wallstreetwatch.org](http://www.wallstreetwatch.org)).

<sup>11</sup> Simon Johnson, “The quiet coup”, *The Atlantic*, maggio 2009.

<sup>12</sup> Chrystia Freeland, “Investors had little choice but to keep on dancing”, *Financial Times*, 8 ottobre 2009.

<sup>13</sup> Lorenzo Bini Smaghi, *Independence and accountability of supervision in the European financial market*, Università Bocconi, marzo 2006.

Le opinioni riflettono solo quelle dell'autore.