

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

MARCO ONADO

“CRISI FINANZIARIA E REGOLE”

Introduzione

GIUSEPPE VIGORELLI

Ciclo di conferenze e seminari

“L’Uomo e il denaro”

Milano 19 ottobre 2009

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: www.assbb.it

Giuseppe VIGORELLI,

Presidente Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Introduzione

*Quando iniziammo questo lungo percorso **dell’Uomo in rapporto al denaro**, ormai quattro anni fa, nelle brevi prefazioni ai nostri quaderni della serie della cosiddetta collana “verde”, dopo avere visitato nella Storia l’esperienza umana anche attraverso i vari Continenti, abbiamo fatto mente locale alle fonti che ci potevano aiutare a leggere i fatti che nel passato hanno interessato e coinvolto appunto l’Uomo.*

*La prima fonte che abbiamo scelto è stata quella delle **Encicliche Sociali dei vari Pontefici** che si occuparono di questi problemi nei due secoli scorsi: da **Leone XIII a Giovanni Paolo II**.*

*Ora attendavamo l’annunciata Enciclica di **Benedetto XVI** che puntualmente licenziò lo scorso 29 giugno nella ricorrenza della festività di S. Pietro e Paolo.*

*Come lo stesso Pontefice ci precisa, essa riprende il testo della **“Populorum Progressio” di Paolo VI**, riconoscendone l’attualità sorprendente e l’importanza “monumentale” che ha caratterizzato l’intero magistero di quel Pontefice.*

*Ancora oggi, rileggendola, ci si rende conto della formidabile potenza profetica di quell’Enciclica, perfettamente interprete del segno dei tempi, di **“quei tempi”**.*

***Infatti Benedetto XVI** ci informa che con la Sua “lettera” indirizzata a tutti i Vescovi, ai fedeli laici e a tutti gli uomini di buona volontà **“Sullo sviluppo umano integrale nella carità e nella verità”**, intende “aggiornare” punto per punto la **Populorum Progressio** ai giorni nostri, alla luce anche di due nuove significative novità: la cosiddetta “globalizzazione” e la crisi mondiale in atto.*

Essa, dopo una lunga introduzione sui precedenti, si articola in ben sei capitoli:

*nel **primo**: il messaggio della Populorum Progressio,*

*nel **secondo**: lo sviluppo umano nel nostro tempo,*

*nel **terzo**: fraternità, sviluppo economico e società civile,*

*nel **quarto**: sviluppo dei popoli, diritti e doveri, ambiente,*

*nel **quinto**: la collaborazione della famiglia umana,*

*nel **sesto**: lo sviluppo dei popoli e la tecnica.*

E infine, la conclusione.

*Come si vede, la corposità del testo si spiega con la **complessità**, la **complementarietà** e la **completezza** dei temi trattati che investono l'intera realtà della vita dell'uomo moderno. Con tali e tanti messaggi pare di capire chiaramente che **Benedetto XVI** ha voluto dare all'uomo d'oggi una risposta attuale e valida **per tutti i tempi presenti e futuri**.*

*E ciò, alla luce di una visione che travalica la corrente vicenda umana, avendo in prospettiva un mondo nuovo e straordinario in cui regni la **verità** nella compresenza della **carità** in un legame interdipendente e indissolubile.*

***Ogni uomo** trova in essa (l'Enciclica) la risposta esaustiva ed impegnativa alla propria esperienza, da qualsiasi punto di vista e da qualsiasi estrazione provenga.*

Infatti, il linguaggio letterario e la forma quasi discorsiva della prosa, la pone alla comprensione di qualsiasi cultura e conoscenza.

***L'opinione pubblica mondiale**, tanto distratta e stordita dalle cronache quotidiane pare ancora non si sia accorta di questo straordinario documento, ma ciò ritengo non debba meravigliare. Possiamo invece già dire che **questa Enciclica** rappresenta un viatico per tutti, semplici e potenti, singoli e popoli che **peserà e parlerà per decenni nella storia dell'umanità**.*

Data la copiosità degli argomenti trattati, ho pensato di limitarmi a prendere in considerazione un capitolo alla volta, e

così per almeno cinque sequenze, utilizzando possibilmente le stesse parole del Pontefice.

Ritengo infatti sia ancora troppo presto per affrontare un commento all'altezza del documento stesso.

In questa nuova Enciclica Benedetto XVI esordisce affermando che il vero manifesto per costruire un mondo diverso c'è già da duemila anni ed è il **Vangelo**.

*L'Enciclica si propone di spiegare che non si tratta di un'utopia, ma mediante analisi serie e buone pratiche si può cambiare il mondo, migliorare la giustizia, per promuovere il bene comune e **dare a ognuno il suo**.*

Nell'introduzione il Papa puntualizza che “la **carità** nella **verità** è la principale forza propulsiva per il vero sviluppo di ogni persona e dell'umanità intera. L'amore, **caritas**, è una forza straordinaria che spinge le persone ad impegnarsi con coraggio e generosità nel campo della **giustizia** e della **fede**. E' una forza che ha la sua origine in Dio, **Amore eterno e Verità assoluta**. Difendere la verità, proporla con umiltà e convinzione e testimoniandola nella vita, sono pertanto forme esigenti e insostituibili di carità. (intr. 1)

La carità, continua il Pontefice, **è la via maestra della dottrina sociale della Chiesa**: è il principio **non solo** delle micro relazioni: rapporti amicali, familiari, di piccolo gruppo, **ma anche** delle macro relazioni: rapporti sociali, economici, politici”.

*Ma per evitare fraintendimenti sul significato della verità, bisogna “coniugare la carità con la verità non solo nella direzione della “**veritas in caritate**”, ma anche quella inversa e complementare della “**caritas in veritate**”, con la conseguenza di illuminare la carità mediante la verità e di “accreditare la verità, mostrandone il potere di autenticazione e di persuasione nel concreto del vivere sociale. Cosa, questa, di non poco conto oggi, in un contesto sociale culturale che **relativizza la verità**, diventando spesso di essa incurante e ad essa restia”. (intr. 2)*

*“Per questo stretto collegamento con la verità, **la carità** può essere riconosciuta come **espressione autentica di umanità** e come elemento di fondamentale importanza per le relazioni umane, anche di natura pubblica.*

*Solo nella verità la carità risplende e può essere autenticamente vissuta. **Senza verità essa scivola nel sentimentalismo”**. (intr. 3)*

*“La verità apre e unisce le intelligenze nel **logos dell’amore**. E’ questo l’annuncio e la testimonianza cristiana della carità. Senza la verità la carità viene relegata in un ambito ristretto e privato di relazioni.*

*E’ esclusa dai progetti e dai processi di costruzione di uno sviluppo umano di portata universale, dal dialogo tra **il sapere e l’operatività”**. (intr.4)*

*E ancora: “**La carità è amore ricevuto e donato**; a questa dinamica di carità ricevuta e donata risponde la dottrina sociale della Chiesa. Essa è “**caritas in veritate in re sociali”**: annuncio della verità dell’amore di Cristo nella società”. (intr.5)*

*Questo principio prende forma operativa in criteri orientati dall’azione morale: in particolare la **giustizia** e il **bene comune**, dettati in speciale modo dall’impegno per lo sviluppo in una società in via di globalizzazione.*

***La giustizia è inseparabile dalla carità**, intrinseca ad essa; è la prima via della carità. La carità esige la giustizia: e cioè il riconoscimento e il rispetto dei legittimi diritti degli individui e dei popoli.*

*Si adopera per la costruzione della “**città dell’uomo**” secondo diritto e giustizia.*

*Ma anche supera la giustizia e la completa nella **logica del dono e del perdono**.*

*“**La città dell’uomo**” non è promossa solo da rapporti di diritti e di doveri, ma ancor prima da relazioni di gratuità, di misericordia e di comunione. (intr.6)*

*“**Il bene comune**, poi, è il bene legato al vivere sociale delle persone. Volere “il bene comune” e adoperarsi per esso è esigenza di giustizia e di carità. **Ogni cristiano** è chiamato in*

questa carità, nel modo della sua vocazione e secondo le sue possibilità di incidenza della **polis**. **L'azione dell'uomo** sulla terra, quando è ispirata e sostenuta dalla carità, contribuisce all'edificazione di quella universale "**città di Dio**" verso cui avanza la Storia della famiglia umana, la comunità dei popoli e delle nazioni. (intr.7)

Ricordando l'Enciclica di Paolo VI, il Pontefice sottolinea che essa "ha illuminato il grande tema dello sviluppo dei popoli con lo splendore della verità e con la luce soave della carità di Cristo", e che egli intende riprendere i Suoi insegnamenti sullo **sviluppo umano integrale, per attualizzarli nell'ora presente**". (intr.8)

E così prosegue: "la condivisione dei beni e delle risorse, da cui proviene l'autentico sviluppo, non è assicurato dal solo progresso tecnico e da mere relazioni di convenienza, ma dal **potenziale di amore che vince il male con il bene** e apre alla reciprocità delle coscienze e delle libertà". E conclude precisando che **la Chiesa non ha** soluzioni tecniche da offrire e **non pretende** minimamente di intromettersi nella politica degli Stati, **ma ha** una missione di verità da compiere, in ogni tempo ed evenienza, per una società a misura dell'uomo, della sua dignità, della sua vocazione. Senza Verità si cade in una visione empiristica e scettica della vita, incapace di coglierne i valori. La missione di verità è per la Chiesa irrinunciabile. La sua dottrina sociale è momento singolare di questo annuncio: **essa è servizio alla verità che libera**. Aperta alla verità, da qualsiasi sapere provenga, la dottrina sociale della Chiesa **l'accoglie e compone** in unità i frammenti in cui spesso la ritrova, e la media nel vissuto sempre nuovo della società degli uomini e dei popoli. (intr.9)

"La rilettura della **Populorum Progressio** a oltre quarant'anni dalla pubblicazione, sollecita e rimane fedele al suo messaggio di carità e di verità". (1°,10).

"Proprio da questa visione **parlava Paolo VI** per comunicarci due grandi verità. **La prima è che** tutta la Chiesa quando opera nella carità, **è tesa a promuovere lo sviluppo integrale**

dell'uomo. **La seconda è che l'autentico sviluppo dell'uomo riguarda unitariamente la totalità della persona** in ogni sua dimensione.

Senza la prospettiva di una vita eterna, il progresso umano in questo mondo rimane privo di respiro. Chiuso dentro la Storia, esso è esposto al rischio di ridursi al solo intervento **del-l'avere**; l'umanità perde così il coraggio di essere disponibile per i beni più alti, per le grandi e disinteressate iniziative sollecitate dalla carità universale. **L'uomo non si sviluppa con le sole proprie forze, né lo sviluppo gli si può essere semplicemente dato dall'esterno.**

Lungo la Storia spesso si è ritenuto che la creazione di Istituzioni fosse sufficiente a garantire all'umanità il soddisfacimento del diritto allo sviluppo. Non è così. **In realtà le Istituzioni da sole non bastano**, perché lo sviluppo umano integrale è anzitutto **vocazione**, e quindi assunzione di responsabilità, e in oltre, richiede una **visione trascendente** della persona, che ha bisogno di Dio, e solo l'incontro con Dio permette di non vedere **nell'altro** sempre soltanto **l'altro**, ma di riconoscere in **lui** l'immagine divina, giungendo così a scoprire veramente **l'altro** e a maturare un amore che diventa **cura dell'altro e per l'altro**". (1°,11)

Quanto al problema sociale nella dottrina della Chiesa, Benedetto XVI precisa che **"non ci sono due tipologie, una pre-conciliare e una postconciliare, diverse tra loro, ma un unico insegnamento, coerente e nello stesso tempo sempre nuovo.**

Coerenza non significa chiusura in un sistema, quanto piuttosto fedeltà dinamica a una luce ricevuta. La dottrina sociale è costruita sopra il fondamento trasmesso **dagli Apostoli ai Padri della Chiesa** e poi accolto e approfondito dai grandi **Dottori cristiani**. In essa si esprime il compito profetico dei **Sommi Pontefici** di guidare apostolicamente la Chiesa di Cristo e di discernere le nuove esigenze dell'evangelizzazione. Per questa ragione la **Populorum Progressio**, inserita nella grande corrente della Tradizione, è in grado di parlare ancora a noi, **oggi**". (1°,12)

*“Paolo VI, continua Benedetto XVI, comprese chiaramente come la questione sociale fosse diventata mondiale e colse il richiamo reciproco tra la spinta **all’unificazione dell’umanità** e l’ideale cristiano di **un’unica famiglia** dei popoli.*

Indicò nello sviluppo, umanamente e cristianamente inteso, il cuore del messaggio sociale cristiano e propose la carità cristiana come principale forza a servizio dello sviluppo” . (1°, 13)

*“Questo nella Populorum Progressio. Nella **“Octogesima Adveniens del ’71, Paolo VI** trattò poi il tema **del senso della politica** e del pericolo costituito da visioni utopistiche e ideologiche che ne pregiudicavano la qualità etica ed umana, come **l’ideologia tecnocratica”**. (1°,14)*

*“L’esortazione apostolica **“Evangelii Nuntiandi”**, ricorda poi il Papa, ha un rapporto molto intenso con lo sviluppo, in quanto l’evangelizzazione non sarebbe completa se non tenesse conto del **reciproco appello che si fanno** continuamente il **Vangelo e la vita concreta, personale e sociale dell’uomo**.*

La testimonianza della carità di Cristo attraverso opere di giustizia, pace e sviluppo fa parte dell’evangelizzazione.

*Su questi importanti insegnamenti si fonda l’aspetto missionario della Dottrina come elemento essenziale di evangelizzazione perché ella è **annuncio e testimonianza di fede**. E’ strumento e luogo imprescindibile di educazione di essa. (1°,15)*

*Secondo l’insegnamento di Paolo VI, **“il progresso è nella sua scaturigine e nella sua essenza una “vocazione”**. E’ proprio questo fatto a legittimare l’intervento della Chiesa nelle problematiche dello sviluppo.*

Se esso riguardasse solo aspetti tecnici** della vita dell’uomo nell’individuazione della meta di tale cammino, **la Chiesa non avrebbe titolo di parlarne**. **E Paolo VI ne era consapevole**. Dire che lo sviluppo è **vocazione** equivale a riconoscere, da una parte che esso nasce da un appello **trascendente**, e dall’altro che è incapace di darsi da sé il proprio significato ultimo. **Questa visione** dello sviluppo è **il cuore della Populorum Progressio**, e motiva tutte le riflessioni di **Paolo VI sulla li-

bertà, sulla verità, sulla carità nello sviluppo. E' la ragione principale per cui quell'Enciclica è ancora attuale ai nostri giorni". (1°,16)

Ma, prosegue **Benedetto XVI** "la **vocazione** è un appello che richiede una risposta libera e responsabile. Lo sviluppo umano integrale suppone la libertà responsabile della persona e dei popoli: **nessuna struttura può garantire tale sviluppo al di fuori e al di sopra della responsabilità umana. I messianismi carichi di promesse, ma fabbricanti di illusioni, fondono sempre le proprie proposte sulla negazione della dimensione trascendente dello sviluppo, nella sicurezza di averlo tutto a propria disposizione.**

Questa falsa sicurezza si tramuta in debolezza perché comporta l'assorbimento dell'**uomo ridotto a mezzo** per lo sviluppo, mentre l'umiltà di chi accoglie una vocazione si trasforma in vera autonomia, perché rende libera la persona, sicché ciascuno rimane, qualunque siano le influenze che si esercitano su di lui, **l'artefice della sua riuscita o del suo fallimento. Questa libertà riguarda lo sviluppo ma anche il sottosviluppo. E' per questo che i popoli della fame interpellano oggi in maniera drammatica i popoli dell'opulenza". (1°,17)**

Oltre a richiedere la libertà, lo sviluppo umano integrale come vocazione, **esige** anche che se ne rispetti la **libertà. L'autentico sviluppo deve essere integrale**, il che vuol dire volto alla promozione di **ogni uomo e di tutto l'uomo. La visione cristiana ha** la peculiarità di affermare e giustificare il valore incondizionato della persona umana e il senso della sua crescita. La verità dello sviluppo consiste nella sua integrità: **se non è di tutto l'uomo e di ogni uomo lo sviluppo non è vero sviluppo. Questo è il messaggio centrale della Populorum Progressio valido oggi e sempre. La vocazione cristiana a tale sviluppo riguarda sia il piano naturale sia quello soprannaturale; motivo per cui quando Dio viene eclissato, la nostra capacità di riconoscere l'ordine naturale, lo scopo e il bene comune comincia a svanire". (1°,18).**

Infine, la visione dello sviluppo come vocazione comporta la centralità in esso della carità. Paolo VI nella Populorum Progressio osservava che le cause del sottosviluppo non sono primariamente di ordine materiale ma nella volontà, che spesso disattende i doveri della solidarietà, e nel pensiero che non sempre sa orientarne convenientemente il volere.

Per questo, nel perseguimento dello sviluppo, servono uomini di pensiero capaci di riflessione profonda, votati alla ricerca di un umanesimo nuovo, che permetta all'uomo moderno di trovare sé stesso. Ma il sottosviluppo ha una causa ancora più importante della mancanza di coerenza di pensiero, è la mancanza di fraternità fra gli uomini e fra i popoli.

La società sempre più globalizzata ci rende vicini, ma non ci rende fratelli. La ragione da sola, è in grado di cogliere l'uguaglianza tra uomini ma non riesce a fondare la fraternità, questa ha origine da una vocazione trascendente di Dio Padre. (1°,19)

Per lo sviluppo dei popoli urgono riforme. L'urgenza è iscritta non solo nelle cose ma anche nell'incalzare degli avvenimenti e nella stessa posta in palio: la realizzazione autentica della fraternità. (1°,20)

Marco LOSSANI

Presentazione

Marco Onado si è laureato in Economia e commercio presso l'Università Bocconi.

E' stato Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari nelle Università di Modena (1972-1984) e di Bologna (1984-2001). E' stato Visiting Professor presso l'University College of North Wales e Brown University. Attualmente insegna – in qualità di Docente per Chiara Fama - presso l'Università Bocconi i corsi di Economia e Diritto dei Mercati Finanziari e Sistemi Finanziari Comparati.

Vanta numerosi incarichi extra-accademici. È stato membro della Commissione Draghi per la preparazione del Testo Unico della Finanza. Dal 1993 al 1998 è stato Commissario CONSOB. E' membro del CNEL, Comitato Nazionale dell'Economia e del Lavoro, in qualità di esperto su nomina del Presidente della Repubblica. E' membro del Comitato Scientifico di Prometeia oltre che di numerose riviste scientifiche.

Inoltre è editorialista del Sole 24 Ore, e collabora con il sito “Lavoce.info” e “VoxEU”.

Le sue aree di interesse scientifico sono la struttura dei sistemi finanziari e i confronti internazionali, la corporate governance delle società quotate, la microeconomia dei mercati finanziari e gli aspetti economici della regolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari.

Il Professor Onado è con noi per discutere di un tema - quello delle regole - che abbiamo già affrontato secondo diverse prospettive in precedenti incontri svoltisi all'interno del ciclo di incontri “Uomo e Denaro”. Questa sera però

abbiamo chiesto al Prof. Onado di approfondire la questione delle regole con riferimento alla crisi finanziaria globale avviatasi nell'ormai lontano Agosto 2007.

Diverse sono state le cause che hanno condotto allo scoppio della crisi. Una politica monetaria - soprattutto negli Stati Uniti - lasca per troppo tempo. Il mancato sviluppo dei mercati finanziari nelle economie emergenti che ha portato il risparmio prodotto in quelle aree a finanziare il disavanzo corrente USA senza determinare tensioni dal lato dei tassi di interesse e/di cambio favorendo il mantenimento in vita di squilibri finanziari insostenibili. L'enorme crescita dei prodotti della finanza strutturata contemporanea a nuovi modelli di business seguiti dagli intermediari bancari e non. Da ultimo ma non per ultimo la definizione di un quadro regolatorio impreciso e incompleto che ha lasciato spazio a numerose operazioni di arbitraggio regolatorio oltre che a operazioni che hanno portato ad un consistente incremento del rischio sistemico, come ad esempio la decisione di non regolare il mercato dei CDS nella convinzione che il mercato sarebbe stato capace di auto-regolarsi in modo assolutamente efficiente.

La questione delle regole è quindi più che mai al centro dell'analisi delle cause determinanti la crisi. Ed è per motivi evidenti al centro del dibattito attuale riguardante l'eventuale ri-regolazione del sistema finanziario per evitare che la crisi possa - in tempi più o meno brevi - riproporsi. Non casualmente nel corso degli ultimi mesi abbiamo assistito ad una vera e propria proliferazione di interventi e rapporti su tale tema. Oltre ai contributi accademici - come quelli pubblicati dal Gruppo di VOXEU di cui lo stesso Prof. Onado fa parte, o redatti da un gruppo di economisti della Stern School of Business di NYU - vi sono stati anche rapporti prodotti da agenzie di supervisione nazionali - come il rapporto Turner da parte della FSA britannica - o sopranazionali - come il contributo presentato non più tardi

del mese scorso al vertice di Pittsburgh - dal Financial Stability Board al gruppo del G-20 - dal titolo (ricco di speranza) Improving Financial Regulation!

Il tema è quindi di estrema attualità ed interesse.

Prof. Marco ONADO

Docente di Economia degli intermediari finanziari nell'Università Bocconi di Milano

“Crisi finanziaria e regole”

1. Premessa

La crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha segnato profondamente tutti i principali paesi e avrà ripercussioni economiche e sociali che possono essere di portata enorme. Vorrei sviluppare il tema di questa conversazione “Crisi e regole”, cercando di capire le cause fondamentali della crisi e in particolare perché la finanza ha potuto crescere fino a trasformarsi nella più grave minaccia alla stabilità dell'intero sistema produttivo mondiale.

La risposta sta nel come si è sviluppata la finanza negli ultimi venti anni, cioè in modo incontrollato e sempre più complesso, ma capace di generare profitti straordinariamente elevati (e compensi altrettanto straordinariamente elevati per i manager). Il punto che vorrei mettere soprattutto in rilievo è che in questo modo la finanza e in particolare le banche si sono allontanate sempre di più dalla loro missione economica fondamentale, che è quello di supporto attraverso il credito all'attività produttiva e di offerta di prodotti di investimento ai risparmiatori. Questa critica, talvolta in forma di accusa dura ed esplicita, è stata formulata sempre più frequentemente negli ultimi mesi da politici e autorità di controllo. Proprio giovedì scorso il presidente della Banca centrale europea Jean-Claude Trichet, ha esplicitamente esortato le banche a “tornare alla loro tradizionale funzione di fornire servizi all'economia reale” e le ha accusate di aver deviato verso la “speculazione senza freni e il gioco d'azzardo finanziario”.

Come è potuto accadere che proprio un banchiere

centrale, il sommo sacerdote della finanza, usi termini così preoccupati e drammatici? Come è possibile che proprio dal vertice indiscusso del sistema bancario parta una denuncia così forte, che richiama termini usati finora solo nelle critiche dall'esterno del mondo finanziario? Questa domanda costituisce al tempo stesso il filo conduttore di questa conversazione e il suo collegamento con le altre di questo ciclo.

2. La via finanziaria all'American Dream

Il problema fondamentale non sono le regole abolite, ma quelle che non sono mai state scritte per adeguare la normativa finanziaria a una realtà che stava cambiando con la velocità della luce.

La crisi è infatti venuta essenzialmente dai prodotti della nuova finanza. Oggi anche le autorità di vigilanza ci dicono che i titoli messi in circolazione sono in gran misura «attività tossiche», che sono trattati in «mercati oscuri», che hanno dato luogo a un «sistema bancario ombra». Ciascuno di questi brucianti giudizi indica un vuoto di regole, ma non si tratta di regole abolite, bensì di regole che gli interessi della finanza hanno impedito di scrivere, con il favore di autorità di vigilanza troppo attente a quegli stessi interessi e non perfettamente consapevoli dei rischi che si stavano creando.

Ma sapevamo che avrebbero dovuto essere scritte perché ce lo dicevano i numerosi episodi di crisi e i gravi scandali societari, tutti con una forte componente finanziaria, che si sono succeduti almeno negli ultimi dieci anni. Il bello è che mai come negli ultimi venti anni vi è stata tanta attenzione ai problemi della stabilità finanziaria. Istituzioni importanti come il Fondo monetario internazionale (Fmi), la Banca dei regolamenti internazionali (Bri), l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo (Ocse) si occupano intensamente dei problemi strutturali del sistema

finanziario mondiale; tutti, insieme alle banche centrali dei principali paesi, studiano il problema della stabilità finanziaria e pubblicano ponderosi rapporti ricchi di dati ed analisi su questo tema, alcuni con periodicità semestrale.

Come i generali francesi nel 1939, le autorità guardavano ad Est al riparo della linea Maginot, cioè alla «vecchia finanza» regolamentata, ma il nemico è spuntato alle loro spalle, sotto forma di «nuova finanza» senza regole. Lo stupore quasi fanciullesco con cui i regolatori hanno visto i soggetti da essi vigilati vacillare, come pugili all'angolo sotto una gragnuola di perdite senza fine, è la dimostrazione più evidente del fatto che le regole proprio non c'erano.

Le autorità non erano più in grado non solo di controllare il sistema finanziario, ma neppure di conoscere la situazione. Generali senza mappe, insomma. Ne è la prova un'agghiacciante dichiarazione della Banca dei regolamenti internazionali del giugno 2007, nel momento in cui la crisi comincia a delinearsi. L'autorevole istituzione di Basilea dichiara candidamente nel suo rapporto annuale di «assumere» che le grandi banche avessero distribuito in modo capillare i rischi, ma di non essere «onestamente» in grado di dire dove questi rischi fossero finiti.

Il fatto è che negli ultimi venti anni la finanza è diventata sempre più grande, sempre più opaca, sempre più incontrollata, perché si è rinunciato a porre regole adeguate ai rischi delle nuove attività: i titoli cosiddetti «strutturati» legati alla *securitisation*, i derivati, le posizioni in titoli molto rischiosi delle principali banche, il grado crescente di indebitamento di tutti gli intermediari.

Quali le cause di questo clamoroso errore strategico? La prima è naturalmente l'eccesso di fiducia nel mercato ed è qui il punto su cui giustamente insiste la critica antimerca-
tistica di oggi.

L'idea fondamentale, supportata dalla teoria economica dominante e avallata dalla politica, era che il mercato è sempre più astuto dei regolatori nel valutare i rischi e nel determinare i prezzi, cioè i due pilastri su cui si regge il funzionamento del sistema finanziario. In esso infatti non si scambiano merci che ognuno può toccare e provare, ma pure promesse di pagamenti futuri, che possono benissimo non essere onorate.

La teoria economica dominante si è tenacemente arroccata intorno all'ipotesi che i mercati finanziari fossero intrinsecamente efficienti e che fosse meglio lasciare che le nuove forme della finanza trovassero autonomamente le regole adeguate.

Anche la riforma del pilastro fondamentale su cui si basa la vigilanza prudenziale delle banche in tutto il mondo (i famosi accordi di Basilea) ha avuto fra le sue idee trainanti quella che le banche, grazie alle loro raffinate tecniche e alla loro conoscenza sul campo delle situazioni concrete, siano in grado di valutare i rischi meglio di quanto possano fare i regolatori a tavolino. È quindi il mercato nella sua infinita saggezza ed efficienza che deve determinare qual è il livello ottimale di capitale necessario a garantire la stabilità delle banche.

Più che liberismo in senso stretto, tutto questo rappresentava un acritico *laissez-faire*, che non casualmente dava disco verde agli interessi della finanza. Come ha scritto Salvatore Rossi, in un bellissimo libro appena uscito, il mercato senza regole semplicemente non è. Un atteggiamento, si badi, largamente condiviso dalla politica, che ha rinunciato a qualsiasi intervento anche quando la situazione cominciava a diventare preoccupante. Ma la finanza era diventata troppo importante ed aveva tracciato quella che può essere definita la via finanziaria all'American Dream.

E' stato infatti il debito il grande pilastro su cui si è retta la crescita della domanda interna americana degli ultimi quindici anni. Grazie al debito (i mutui ipotecari e quelli al consumo), le famiglie americane che non vedevano crescere il loro reddito hanno potuto aumentare continuamente i loro consumi; in questo modo il loro risparmio si è progressivamente ridotto fino a diventare negativo. E fatalmente anche l'America nel suo paese ha finito per consumare più di quanto producesse, accumulando deficit crescenti nei confronti dell'estero, in particolare della Cina e dei paesi produttori di petrolio.

Una volta imboccata quella strada, è diventato molto difficile per la politica imbrigliare l'esuberante espansione delle banche e dei loro prodotti sempre più rischiosi. Distrazione interessata prima e ignavia altrettanto interessata dopo, insomma.

La storia che ha preceduto la crisi può essere letta come una continua tensione fra gli interessi della finanza e la necessità di scrivere regole più efficienti. Questa tensione si è sistematicamente risolta a favore degli interessi della finanza perché i politici hanno preferito prestare orecchio a cattivi maestri e cedere alle fortissime pressioni delle lobby delle banche e degli altri operatori, come società di revisione e agenzie di rating, che partecipavano alla distribuzione della pioggia d'oro che è caduta sui servizi finanziari. Si è preferito ascoltare economisti che sostenevano che fosse iniziata una fase di prosperità duratura o altri come il premio Nobel Robert Lucas dell'Università di Chicago che, come ricorda oggi Paul Krugman, affermava, nel suo solenne discorso presidenziale all'American Economic Association, che lo spettro della depressione era stato sradicato definitivamente. Così come un altro Nobel, Myron Scholes, nel discorso di accettazione del premio a Stoccolma, additava come modello le operazioni su derivati non regolamentati poste in essere da Enron, che di lì a pochi anni si sarebbe rivelata la madre di

tutti gli scandali societari, grazie a schemi truffaldini imperniati sui derivati.

Proprio gli scandali societari come Enron hanno invece dimostrato con quanta facilità si possano aggirare i controlli di ogni tipo ai danni dei risparmiatori e hanno portato al tentativo di stringere le maglie dei controlli societari. Gli Stati Uniti, con ammirevole tempestività, hanno approvato una legge severa conosciuta come Sarbanes-Oxley Act, dal nome dei due deputati che l'hanno proposta e fatta approvare quasi all'unanimità.

Ebbene, appena varata la legge, è iniziato il fuoco di sbarramento contro l'appesantimento di oneri che ne sarebbe derivato per le imprese. Tra il 2006 e il 2007, a crisi ormai imminente o addirittura già emersa, le polemiche sono aumentate di intensità, sostenute da autorevoli economisti della scuola di Chicago e dallo stesso sindaco di New York, Michael Bloomberg, divenuto miliardario grazie ai servizi finanziari. Perbacco. Le nuove norme avrebbero potuto minacciare la competitività della piazza finanziaria americana rispetto a Londra, che da sempre si vantava di adottare un «tocco leggero» in fatto di controlli. Guarda caso, la battaglia riguardava proprio quelli che avremmo scoperto essere i due epicentri della crisi.

L'intensità dell'opposizione alla legge Sarbanes-Oxley è la prova provata della sostanziale insofferenza alle regole sviluppatasi nei templi della finanza internazionale e dell'esito quasi scontato della battaglia fra gli interessi di quest'ultima e i tentativi di migliorare l'assetto delle regole.

Un corpo importante della teoria economica – che va da Keynes a Hyman Minsky per semplificare – ha sempre sostenuto la natura essenzialmente instabile del capitalismo in quanto economia monetaria basata sul credito bancario e su mercati finanziari che operano in un regime d'incertezza.

Se fosse stata tenuta in debito conto la loro lezione si sarebbe dato un giudizio assai più critico sulla politica monetaria americana, si sarebbe guardato all'innovazione finanziaria cercandone gli aspetti pericolosi e non ci si sarebbe limitati alla contemplazione estatica di quelli positivi.

E comunque anche importanti economisti della scuola di Chicago avevano formulato dubbi sulla situazione che si stava creando. Nel 2005 Raghuram Rajan ammoniva: «forse abbiamo accettato senza saperlo uno scambio Faustiano, in cui abbiamo ottenuto un più alto livello di benessere per la maggior parte del tempo, contro una piccola probabilità di un disastro totale».

3. La crescita incontrollata e opaca della finanza

La crescita senza freni dei debiti delle famiglie e quella dei debiti legati a operazioni di acquisizione sono solo due componenti della crescita dei volumi complessivi di debiti creati dal sistema finanziario in quegli anni, che è apparsa sempre più lontana dalla struttura produttiva sottostante, cioè dall'economia «reale».

La finanza può essere considerata come un enorme castello di carta in cui vengono scambiate promesse di pagamento che potranno essere onorate alla scadenza solo se saranno stati prodotti redditi sufficienti. Dunque, il valore di ogni strumento finanziario dipende dall'economia reale sottostante, cioè dalla capacità di produrre beni e servizi in futuro.

Questa verità fondamentale non può venire in alcun modo modificata da qualsiasi innovazione di carattere finanziario e dovrebbe essere in ogni momento una sorta di “prova del nove” di ogni operazione di carattere finanziario, sia di carattere microeconomico sia per il sistema finanziario nel suo complesso.

Una buona misura della relazione fra la struttura produttiva e la sovrastruttura finanziaria è data dal rapporto fra il valore totale degli strumenti finanziari e il prodotto interno lordo, per ciascun paese o per il mondo intero. Il dato più significativo in un sistema finanziario globalizzato è naturalmente quello complessivo ed è stupefacente. Alla fine del 2007, le attività tradizionali (azioni, obbligazioni, attività delle banche) sono più di quattro volte il Pil mondiale (230 trilioni di dollari contro 55).

A questi bisogna aggiungere i derivati finanziari che sono addirittura 600 trilioni di dollari. Il che significa che, fra attività tradizionali e derivati, il castello di carte era cresciuto fino ad essere sedici volte il Pil mondiale, un valore più che doppio rispetto all'inizio del nuovo secolo e soprattutto un valore che indica la totale divaricazione che si è venuta a realizzare fra l'economia reale e quella finanziaria.

Grazie ai bassi tassi di interesse, questa è davvero l'epoca del debito facile e conveniente. Tutti gli operatori sono indotti a sfruttare gli aspetti positivi della leva finanziaria (o *leverage*, come si dice in inglese). Come si è già detto, se il tasso di profitto atteso da una qualsiasi attività supera l'interesse pagato, si aumenta la redditività del capitale impiegato. Più questo diventa piccolo, al limite tende a zero, più aumenta il profitto. Naturalmente, la leva opera nei due sensi e se amplifica i profitti, amplifica anche in modo speculare le perdite. Ma questo sembrava non contare nel momento dell'euforia e delle bolle speculative.

Anche tutto il sistema bancario ha ampliato in modo significativo il suo indebitamento nel corso degli ultimi venti anni. Innanzitutto, le banche hanno aumentato le loro passività (soprattutto quelle diverse dai depositi) rispetto al totale delle attività (e rispetto al patrimonio), sia per sfruttare fino in fondo gli aspetti positivi della leva, sia per puntare

sulle attività che in base all'accordo di Basilea comportavano un basso assorbimento di capitale. In più, si sono sempre più affermati operatori finanziari come gli *hedge funds* o i fondi di private equity (quelli specializzati nelle operazioni di acquisizione), che per definizione ricorrono in larga misura ai debiti per amplificare i profitti.

Come se non bastasse, tutti – a cominciare dalle banche – hanno emesso strumenti sempre più sofisticati come i titoli legati alla *securitisation* che incorporavano elevati gradi di *leverage*.

Insomma, il sistema finanziario è diventato una specie di torta a quattro strati: banche ad alto *leverage* hanno finanziato investitori ad alto *leverage*, i quali a loro volta hanno investito in strumenti ad alto *leverage* (come gli Abs e i Cdo di cui parleremo fra poco) per aumentare in modo significativo il grado di *leverage* del settore famiglie. Sembra uno scioglilingua ed è invece la sintesi della crescita dissennata della finanza. Non c'è da sorprendersi che l'inchiesta dell'«Economist» del 2006 inizi con queste sinistre parole: «Il credito è un'attività sobria punteggiata da momenti di follia».

4. La grande innovazione

Le nuove tecniche ideate e promosse soprattutto dalle grandi banche internazionali, americane in testa, sono una delle cause fondamentali della crescita senza limiti del castello di carte della finanza.

La parola d'ordine della nuova finanza che domina dagli anni Novanta è *securitisation*, cioè trasformazione dei prestiti in titoli che possono essere collocati sul mercato a un'ampia platea di investitori. Data l'importanza del fenomeno, vale la pena di descrivere la tecnica e i suoi passaggi fondamentali.

Il punto di partenza è semplice. I mutui ipotecari sono riconducibili a condizioni standard: il livello medio di reddito del debitore, la composizione della famiglia, il quartiere in cui si trova l'immobile e via elencando. Possono essere quindi trattati secondo tecniche che consentono di calcolarne la rischiosità in termini essenzialmente statistici e assicurativi, che ci dicono qual è la rischiosità media dei prestiti erogata alle famiglie con un certo reddito, di un certo tipo, in una certa contea degli Stati Uniti.

Questo è già un primo vantaggio, perché semplifica le istruttorie, riduce tempi e costi delle indagini e mostra della banca il volto simpatico e meno burocratico. Ma c'è di più: se i mutui possono essere trattati come prodotti fungibili, possono essere «impacchettati» e venduti come un insieme indistinto a un altro soggetto, una società appositamente costituita (*Special Purpose Vehicle* o Spv). Quest'ultima, a fronte dei mutui acquisiti emette un pari importo di *Asset Backed Securities* (Abs), il cui valore dipende dal valore dei mutui, cioè dalla probabilità di rimborso dei mutui sottostanti.

Con questo passaggio si sono già ottenuti alcuni risultati straordinari: la banca si è liberata del rischio di credito, ha incassato una commissione per la cessione del credito e ritrova inalterata la sua capacità di offerta. Il mutuo, un tipico strumento finanziario illiquido è diventato un'obbligazione, dunque uno strumento liquido facilmente negoziabile.

La tecnica è già stata applicata con grande successo a partire dagli anni Ottanta dalle due agenzie governative, dette Fannie Mae e Freddie Mac, che offrivano la garanzia pubblica sui titoli messi in circolazione a fronte dei mutui ipotecari e avevano così determinato una consistente espansione dell'offerta di prestiti edilizi.

A partire dagli anni Novanta, la *securitisation* viene estesa al settore non coperto dalla garanzia pubblica: da quel momento, si emettono titoli il cui valore è garantito solo dal valore dei mutui sottostanti e dalla capacità di rimborso dei debitori.

Vi è poi un secondo importante passaggio: i diritti incorporati nei titoli emessi vengono graduati in varie tranche, in modo che le prime assorbano integralmente l'impatto di eventuali insolvenze e quindi proteggano le successive, riducendone progressivamente il rischio, che grazie alla standardizzazione, può essere valutato quantitativamente con tecniche statistiche molto raffinate. Una banca di investimento si occupa di organizzare l'emissione, di valutare il rischio con i suoi sofisticati modelli e di disegnare le caratteristiche tecniche delle varie categorie di titoli. Un'agenzia di rating formula poi il suo giudizio, che dovrebbe essere indipendente, e identifica la tranche di titoli che si può fregiare del mitico voto di tripla-A. A questo punto il rischio è stato fatto a fettine e trasformato in varie categorie di titoli, con gradi di rischio diversi e ovviamente rendimenti diversi. Un risultato sicuramente migliore, come è meglio vedere sugli scaffali del supermercato più prodotti qualitativamente diversi anziché uno solo. Meglio avere baguette, cracker e grissini anziché solo pane bigio.

Ed ecco il terzo passaggio. I titoli possono essere offerti all'intera platea degli investitori internazionali e dunque la possibilità di espansione del credito si allarga a dismisura. I titoli Abs promettono infatti rendimenti superiori ai titoli pubblici di pari categoria di rating. E nel mondo c'è una grande domanda di titoli di questo tipo: gli investitori dei paesi esteri in surplus, gli investitori istituzionali che per limite statutario devono investire solo in titoli con rating elevati sono tutti in cerca di strumenti che offrano tassi superiori a quelli del debito pubblico.

La domanda crea la sua offerta e induce a replicare all'infinito la magia della *securitisation*. Dagli Abs, più o meno con la stessa tecnica, si generano altri strumenti che vengono definiti Cdo (*Collateralised Debt Obligations*). Questi possono a loro volta generare altri Cdo (detti appunto al quadrato) ed altri ancora (Cdo al cubo). Oppure si può anche fare a meno degli Abs e si costruiscono Cdo che hanno all'attivo derivati sul credito (*Credit Default Swap*, Cds). Si alimenta così una catena infinita che sembra una filastrocca di Branduardi: il subprime genera l'Abs; l'Abs genera il Cdo; il Cdo genera Cds e altri Cdo e via emettendo nuovi titoli. Alla fine, sulla base di un dollaro di mutuo si è creato un valore multiplo di strumenti finanziari.

La crescita senza freni del castello di carte comincia a spiegarsi. Siamo giunti così al quarto passaggio: la possibilità di trovare acquirenti ai titoli emessi spinge ad ampliare l'offerta di mutui, cioè del carburante principale della macchina della *securitisation*.

Il rapporto del Fmi ricorda che l'emissione di titoli strutturati negli Stati Uniti e in Europa era di 500 milioni nel 2000 ed è aumentata fino a 2,6 trilioni nel 2007. Nello stesso periodo, l'emissione di Cdo passa da 150 milioni a 1,2 trilioni. È un autentico diluvio di titoli che si riversa sugli investitori, ai quali la politica monetaria facile continua a fornire la liquidità necessaria e ai quali non sembra vero di poter acquistare titoli con alti rating e rendimenti elevati. Si sta ripetendo il tragico errore delle bolle, in cui non si guarda più ai valori fondamentali.

Questa autentica esplosione dei debiti di ogni tipo è speculare alla crescita continua dell'offerta di mutui, anche di quelli concessi a categorie sempre più rischiose di debitori e, in particolare, alla frangia estrema per rischio, appunto la famosa categoria subprime. In quest'ultima sono incluse operazioni ad alto rischio per la durata (non meno di tren-

t'anni), per l'importo (il 90 per cento del valore della casa, spesso calcolato con molta generosità), per le caratteristiche del debitore, spesso privo di un lavoro stabile, per la documentazione legale, spesso ridotta all'osso.

Anche l'offerta di titoli collegati ai mutui subprime aumenta in maniera inarrestabile. Solo negli anni 2005 e 2006 vengono stipulati 1,2 trilioni di dollari di mutui di questo tipo. Secondo il rapporto del Fmi, circa il 75 per cento viene trasformata in titoli; l'80 per cento di questi si fregiano della mitica tripla-A. Sembrano certe università italiane in cui entrano tanti somari ed escono quasi tutti con il 110 e lode.

Come se non bastasse tutto quello che abbiamo visto finora, governi e autorità di vigilanza hanno permesso che la nuova finanza si sviluppasse in terreni diversi da quelli della regolamentazione tradizionale.

Innanzitutto, non sono mai stati regolamentati i veicoli societari usati per la *securitisation* (Spv, *Special Purpose Vehicles* e Siv, *Special Investment Vehicles*), che hanno occultato di fatto la reale esposizione delle banche. Si tratta di entità che hanno attività complessive dell'ordine di trilioni di dollari e che sopportano rischi finanziari enormi. Emettono titoli a lungo termine e si finanziano a tre mesi e hanno debiti pari a 20 o 30 volte il capitale. Negli Stati Uniti e in altri paesi (la disciplina italiana è stata più rigorosa) si è tollerato che questi veicoli non fossero consolidati nei bilanci delle banche, ricorrendo a cavilli interpretativi delle norme contabili o nascondendosi dietro la foglia di fico che le banche che creavano il veicolo immettevano capitale a titolo di debito (ma con i rischi effettivi del capitale proprio).

Un'omissione tanto più colpevole negli Stati Uniti che avevano già avuto la triste esperienza di Enron, in cui la frode era stata coperta proprio da veicoli societari di questo tipo. È

stato così che, sempre a crisi scoppiata, le autorità hanno dovuto ammettere che si era creato un «sistema bancario ombra» in cui si erano occultati gran parte dei rischi.

Nel mare magnum degli Spv è risultata ancora più critica la posizione dei veicoli di emanazione bancaria che si finanziano emettendo titoli a breve (commercial paper) a fronte dei titoli Abs detenuti. Questi soggetti, che hanno raggiunto prima della crisi un volume di 1,5 trilioni di dollari, emettono titoli a medio termine e si finanziano a breve e dunque devono rifinanziare il passivo almeno 3-4 volte all'anno per più anni. Un rischio di liquidità (o di tasso, se si preferisce) enorme. In più, hanno passività pari ad almeno 20 volte il capitale. Dunque un rischio patrimoniale liquidità altrettanto grande, a carico di soggetti solo formalmente separati dalle banche.

Quanto poi ai titoli della *securitisation*, e ai derivati che da questi traggono origine, sono tutti trattati in mercati esterni alle borse tradizionali (Otc, Over the Counter, come vengono definiti in gergo), organizzati liberamente da intermediari e gruppi di intermediari. In altre parole, tutto il processo di innovazione finanziaria ha scavalcato i luoghi dello scambio tradizionale.

Sono stati creati trilioni di strumenti finanziari, destinati però a mercati esterni ai tradizionali mercati regolamentati delle azioni, delle obbligazioni, di alcune categorie di derivati. Tutti i titoli della *securitisation* (a cominciare da quelli che solo ora vengono definiti «tossici») sono trattati in circuiti elettronici organizzati dagli stessi emittenti (con clamorosi conflitti di interesse su cui torneremo). Insomma, se la suonano e se la cantano. Nove derivati su dieci si trattano oggi in mercati cosiddetti Otc, privi dei meccanismi automatici di gestione di alcuni rischi (in particolare quelli di controparte) dei mercati regolamentati.

La crescita esplosiva di questi strumenti è poi avvenuta in mancanza di informazioni adeguate su prezzi e quantità degli scambi, cioè in condizioni profondamente diverse da quelle dei mercati tradizionali. Ogni manuale di finanza ricorda che i mercati si nutrono di informazioni trasparenti, ma i mercati cui sono destinati i titoli della *securisation* sono ben lungi dal possedere i requisiti elementari previsti dalla teoria e, si badi, enunciati con forza proprio dalle autorità di regolamentazione, a cominciare dalla Securities and Exchange Commission (Sec) americana.

Negli ultimi venti anni, quelle stesse autorità, Sec in testa, permettono che trilioni e trilioni di dollari vengano scambiati in circuiti le cui regole sono fissate dagli stessi organizzatori, senza neppure la traccia di linee-guida dettate dall'alto.

Le autorità continuano ad esercitare i loro poteri su un segmento sempre più limitato del sistema finanziario mondiale e guardano tranquille alla crescita senza freni di mercati alternativi. Un caso clamoroso di schizofrenia regolamentare, che può essere spiegato solo dal clima complessivo del rapporto fra controllati e controllori, su cui torneremo fra poco.

E così, sempre a crisi scoppiata, si scopre che quei mercati sono come i villaggi costruiti per i film western: belle facciate e dietro il deserto.

Come è stato possibile questo sonno della ragione e soprattutto come è stato possibile che le autorità abbiano assistito senza reagire a questo disastro? Alla base – come abbiamo già visto – c'è la convinzione, ribadita con forza dalla teoria economica dominante, che il mercato sia intrinsecamente efficiente e che sia in grado di regolarsi in modo spontaneo.

Il timore di creare costi che potessero nuocere alla competitività dell'industria finanziaria è sempre stato molto vivo, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, cioè nei templi della nuova finanza. Infine, si è ritenuto che le operazioni della *securitisation* riguardassero fundamentalmente operatori qualificati che non meritavano una tutela particolare in quanto capaci di difendersi da sé.

Nulla di più sbagliato. Gran parte degli operatori, come si è visto, hanno interesse a massimizzare i volumi complessivi di attività e a intascare ciascuno la propria fetta della montagna di ricavi prodotta. L'investitore finale (paesi sovrani, *hedge funds*, fondi comuni, fondi pensione, risparmiatori privati) non ha la possibilità di penetrare la cortina fumogena eretta da banche di investimento e agenzie di rating.

Alla fine, come sempre succede in un mondo senza regole, sono i risparmiatori e i contribuenti a pagare il conto. La ricchezza netta degli americani alla fine del 2008 era inferiore di quasi 9 trilioni di dollari al livello dell'anno precedente. In percentuale del pil, si era tornati ai primi anni Novanta. Non solo il Giappone, ma anche i paesi occidentali hanno avuto il loro «decennio perduto».

I profitti sono cresciuti anche molto più rapidamente del capitale delle banche e questo ha determinato un incremento significativo della redditività del capitale (il cosiddetto *return on equity*, o *Roe*), dunque del rendimento per gli azionisti, che è tradizionalmente considerata la sintesi del successo di un'azienda, soprattutto se privata e quotata. Essa infatti risponde ai suoi azionisti e deve massimizzare il valore delle sue azioni.

Il *Roe*, se superiore al costo del capitale, misura appunto il «valore creato». Dunque più alto è il *Roe*, più bravi sono i manager che gestiscono l'azienda nell'interesse

degli azionisti.

Questa cultura del capitalismo finanziario è stata il tema dominante, ma anche l'ossessione dei manager, bancari e no, degli ultimi venti anni. In molti casi, ad esempio in paesi come l'Italia, ha portato una ventata di aria fresca in banche in cui prevalevano culture burocratiche a metà fra l'ufficio del catasto e la segreteria di un partito politico. Ma questa degenerazione, soprattutto nelle grandi banche globali, ha avuto effetti devastanti.

Complessivamente, la redditività del capitale è aumentata in modo straordinario. Consideriamo ad esempio il campione di grandi banche dell'euro censito dalla Bce (i cosiddetti *Large Complex Financial Groups*). Nel primo semestre del 2007, esse hanno mediamente raggiunto un Roe del 20,2 per cento. Le banche dell'ultimo quartile per redditività (cioè il 25 per cento di aziende con il valore più basso) ottengono un bel 17,9. In altre parole, tutti sembrano in grado di conseguire profitti da favola. Il valore massimo è addirittura un imbarazzante 36 per cento. E valori anche superiori vengono nello stesso periodo rilevati dalle principali banche americane, britanniche e svizzere.

Parallelamente, il prezzo delle azioni bancarie è cresciuto senza sosta. Andrew Haldane, capo della vigilanza della Bank of England, ha calcolato che i rendimenti delle azioni bancarie hanno seguito più o meno l'indice generale di Borsa dal 1900 al 1985, mentre hanno dato negli ultimi venti anni un extrarendimento del 16 per cento all'anno. Il mercato aveva in un certo senso ragione, perché il rendimento del capitale bancario è letteralmente schizzato alle stelle, ma è facile dimostrare che la causa fondamentale è stata l'esplosione dell'indebitamento e dunque la possibilità di distribuire i proventi su una base sempre più ristretta di capitale. Il patrimonio "che conta", cioè quello al netto dell'attivo immateriale prima della crisi, non superava il 4 per

cento (era al 6 dieci anni prima).

5. Ritorno al futuro

La crisi ha dimostrato, al di là di ogni ragionevole dubbio, che le banche hanno gradualmente deviato dalla loro missione originaria di finanziatori dell'economia reale per inseguire obiettivi di massimizzazione del profitto a scapito dell'interesse generale.

È stato in questo modo che abbiamo scoperto Mr. Hyde, nelle sue manifestazioni più spaventose. Per ritornare al dr. Jekyll occorre innanzitutto smaltire l'ubriacatura dei «nuovi modelli di business» imperniata sulla trasformazione dei crediti.

La *securitisation* ha avuto senza dubbio molti e importanti aspetti positivi, ma non si possono negare gli eccessi distruttivi favoriti dalla totale assenza di regole. È cosa buona e giusta rendere trasferibile il rischio di credito: ma se non funziona il meccanismo di accertamento del prezzo la logica stessa del trasferimento è minata alla base.

Non era adeguata la trasparenza del meccanismo di determinazione dei prezzi di emissione; non erano monitorati i conflitti di interesse degli emittenti e delle agenzie di rating, non era trasparente il mercato su cui questi titoli erano trattati (gestiti, si badi, dagli stessi emittenti).

Il vero peccato luciferino delle banche che hanno provocato la crisi è stato quello di cercare profitti straordinari nella finanza, abbandonando la loro vocazione naturale. Il modello della *securitisation*, il cosiddetto *originate to distribute*, ha sicuramente aspetti positivi, ma se portato all'estremo sgretola le basi del rapporto tra finanziato e finanziatore.

Nell'interpretazione tradizionale di economisti come Joseph Schumpeter o di storici come Alexander Gerschenkron, è il rapporto con le imprese il punto di forza su cui si è basato il decollo economico di tutta l'Europa continentale; ritenere che quel modello sia poco più di un ferro vecchio e che sia meglio la «distanza di braccio» dei mercati, come sostengono Rajan e Zingales, si è rivelato eccessivo. Il rapporto fra banca e impresa si è allentato; quello fra banca e mercato dalla salutare complementarità è passato alla subordinazione.

Le banche americane e britanniche hanno ceduto alle lusinghe del trasferimento dei rischi e delle nuove modalità operative, imitate anche da molte banche svizzere o tedesche, che avevamo sempre considerato come la personificazione della prudenza e della solidità del rapporto con la clientela.

Questa deriva era già denunciata fin dal 1984 dal premio Nobel James Tobin, che affermava: “Ho il sospetto che stiamo dedicando sempre più risorse, compreso il meglio della nostra gioventù, ad attività finanziarie distanti dalla produzione di beni e servizi, in attività che generano alti guadagni privati non proporzionati alla loro produttività sociale. Ho il sospetto che l'immenso potere dei computer sia rivolto a questa «economia di carta» non per eseguire le transazioni a costi inferiori, ma per gonfiare la quantità e la varietà delle operazioni. Temo che, come Keynes aveva visto anche ai suoi tempi, i vantaggi della liquidità e della negoziabilità degli strumenti finanziari comporti il costo di facilitare la speculazione all'ennesimo grado, che è miope ed inefficiente”.

Il problema è dunque quello di riportare le banche più vicine alla produzione di beni e servizi, che è appunto da sempre il loro mestiere fondamentale. E qui arriviamo al problema fondamentale di oggi.

Nel settembre 2008 il sistema finanziario mondiale ha rischiato di implodere nel grande gorgo scatenato dal fallimento di Lehman Brothers. A un anno di distanza, la grande paura di quei mesi sembra definitivamente passata, ma rimangono sul terreno molte vittime, a cominciare dai contribuenti che dovranno pagare quello che l'«Economist» ha definito “il conto più salato della storia”: la Bank of England nel suo rapporto di giugno stima in quasi 14 trilioni di dollari il totale dei capitali erogati (comprese le garanzie) da governi e banche centrali di Stati Uniti, Regno Unito ed Eurolandia. Rispetto al pil delle tre aree, rispettivamente 88, 73 e 18 per cento.

Con la pioggia di sussidi e di liquidità a tasso zero che è stata distribuita sulle banche, non è da stupirsi che i profitti bancari stiano tornando ai livelli dei bei tempi, ma è proprio qui il problema. Solo per citare un dato anedddotico, ma estremamente significativo, Goldman Sachs, l'incarnazione della nuova finanza, ha annunciato per il terzo trimestre 2009 profitti netti per 3,2 miliardi di dollari (con un roe annualizzato del 21,4 per cento) e ha distribuito nell'anno bonus per oltre 23 miliardi dollari.

Questi profitti sono drogati tre volte. Primo: perché derivano ancora dalle operazioni finanziarie di ieri che non sono state assoggettate alle nuove regole. Secondo: perché sono facilitati dall'enorme disponibilità di fondi a tassi vicini allo zero che le banche centrali continuano a fornire generosamente. Terzo: perché – sempre in assenza delle nuove regole – si è radicato il convincimento che le banche non possano fallire e dunque né le stesse banche né i loro creditori rischiano alcunché. In questo modo la cosiddetta “disciplina di mercato”, un altro degli elementi fondanti di rapporti economici corretti, è un puro fantasma.

Di fatto, le banche hanno creato i presupposti per una sorta di diritto automatico al salvataggio, utilizzando come

scudi umani imprese e risparmiatori. La caduta di Lehman Brothers non ha affatto smentito il principio “too big to fail”, anzi in un certo senso lo ha rafforzato perché da allora nessuna banca centrale sarà disposta a ripetere una simile esperienza. Come scrisse il velista protagonista di una drammatica avventura a Capo Horn, “once is enough”.

La riforma del sistema finanziario mondiale è dunque necessaria e ormai non può più essere rinviata anche se, neanche troppo paradossalmente, proprio il ritorno della bella stagione dei profitti bancari sta creando nuove e robuste resistenze. Come ha detto Barack Obama in un orgoglioso discorso pronunciato alla comunità finanziaria proprio nel primo anniversario della caduta di Lehman “le banche che stanno tornando alla prosperità hanno contratto un debito nei confronti della nazione. Non è quindi giusto né responsabile che dopo esservi ripresi con l’aiuto statale, voi [banchieri] non vi sentiate obbligati a realizzare una ripresa più robusta, un sistema più stabile, una prosperità più equamente distribuita”.

Pochi giorni dopo, al G20 di Pittsburgh il presidente della Banca dei regolamenti internazionali, Jaime Caruana, ha lanciato un severo monito, dichiarando che “non è tempo di indulgenza”. Come si vede la frase di qualche giorno fa di Jean-Claude Trichet da cui siamo partiti non è affatto isolata.

Questa ripresa “drogata” delle banche, tutta trascinata da profitti di carattere finanziario paradossalmente rende sempre meno conveniente far credito al settore produttivo; la caduta dei prestiti alle imprese, grave anche in Italia è determinata in gran parte da fattori di domanda: ma è evidente che oggi la relazione rischio/rendimento è tutta a favore delle operazioni speculative e a sfavore del credito all’attività produttiva. Per usare le parole di Lord Turner, presidente della britannica Fsa, l’*utility banking* rischia di essere tra-

volto dal *casino banking*.

Da Obama a Trichet tutti ci dicono che non si riuscirà mai a cambiare se non riusciremo a riportare il sistema finanziario alla sua missione originaria di struttura al servizio dell'economia, l'unica – giova ripetere – che ha senso dal punto di vista economico.

Se questa è la diagnosi, è evidente che occorre evitare due tentazioni altrettanto pericolose per il corretto funzionamento dei meccanismi di mercato. La prima è quella di evitare la deriva verso controlli di tipo amministrativo del credito. Ritenere cioè che se le banche non riescono ad allocare il credito correttamente, la politica possa correggere in qualche modo le distorsioni più gravi. I richiami al “credito come pubblico servizio” evocano, soprattutto nel nostro paese, scenari che hanno prodotto danni incalcolabili, a cominciare dal dissesto dell'intero sistema bancario meridionale. Come ha affermato recentemente il Governatore Mario Draghi, “E' essenziale che l'analisi delle condizioni del credito a livello locale non sconfini in un ruolo di pressione sulle banche che spinga ad allentare il rispetto di criteri di sana e prudente gestione nella selezione della clientela. Ritengo che debbano essere evitate interferenze politico-amministrative nella valutazioni del merito di credito di singoli casi. Il credito è e deve restare attività imprenditoriale, basata su un prudente apprezzamento professionale dei progetti aziendali.”

La seconda tentazione da evitare è quella di ritenere che esista un'arma decisiva, quello che gli americani chiamano *silver bullet*, capace di riportare quasi per incanto il credito alla sua missione fondamentale. Penso ad esempio a chi ritiene che basti intervenire sul sistema dei compensi, sia con norme imperative sia con richiami a principi etici. Certo, il sistema dei compensi che ormai si sono radicati nel sistema finanziario e che come abbiamo visto stanno riprendendo come e peggio di prima della crisi, suscitano radicati e

giustissimi sentimenti di indignazione. Ma essi sono a mio parere il sintomo del male profondo che si è radicato nel sistema finanziario, non la sua causa.

Un altro esempio di silver bullet è la proposta di separare nuovamente, come avevano fatto gli Stati Uniti negli anni Trenta, l'attività bancaria in senso stretto (appunto l'*utility banking*) dall'attività sui mercati in cui si annida la componente speculativa. Ci sono almeno tre obiezioni di fondo a questa proposta. Primo: oggi dovrebbe essere adottata da tutti i paesi e poiché ciò è molto difficile, potrebbe essere aggirata con facilità irrisoria. Secondo: c'è una componente di *utility banking* anche nell'attività delle banche che si svolge sui mercati (penso all'emissione di azioni e obbligazioni per le imprese, che era la vocazione originaria delle investment banks). Terzo: la relazione fra banche e mercati oggi – proprio per effetto dei processi di *securitisation* – è di complementarità, non di contrapposizione e dunque non è più possibile separare gordianamente i due mondi.

Il problema fondamentale è quello di scrivere le regole essenziali ad eliminare le enormi distorsioni che oggi si creano a favore del casino banking e a sfavore dell'*utility banking*.

Vi sono due fondamentali distorsioni da correggere. La prima è quella di riportare nel mercato l'idea (e quindi il rischio) che le banche possono fallire. Questo si può ottenere rafforzando i meccanismi a favore delle parti da tutelare (in primis i depositanti, ma ormai non più solo quelli) e rendendo più efficienti i sistemi di liquidazione, soprattutto delle banche che hanno filiali all'estero. Il caso Lehman ha infatti messo in luce problemi gravissimi e largamente superiori a quelli preventivati, che hanno fra l'altro portato a differenze di trattamento assolutamente non giustificate fra creditori portatori di diritti assolutamente analoghi dal punto di vista

economico, ma nei confronti di entità del gruppo basate in paesi diversi.

La seconda distorsione fondamentale è quella relativa agli incentivi sul profitto bancario, che sono totalmente piegati verso quelli di natura più speculativa. Per realizzare questo obiettivo, il primo strumento da utilizzare è quello della vigilanza prudenziale, in particolare quella relativa al patrimonio delle banche, che da sempre è la prima difesa contro le deviazioni dai canoni della sana e prudente gestione. Purtroppo Basilea (e soprattutto il primo accordo) ha clamorosamente mancato il suo obiettivo fondamentale, cioè quello di adeguare il capitale bancario ai rischi effettivamente sopportati. Meglio, ha guardato quasi esclusivamente al rischio di credito, mentre le grandi banche di tutto il mondo facevano profitti (e assumevano rischi) soprattutto nei mercati finanziari. Con la dovuta gradualità, ma in modo deciso, Basilea va riformata e il capitale bancario va quindi aumentato. L'accordo politico è stato raggiunto nel G20 di Londra e consolidato in quello di Pittsburgh. Il Comitato di Basilea ha già annunciato ufficialmente di aver iniziato a lavorare per un documento preliminare di prossima pubblicazione.

In particolare quindi vanno aumentati i requisiti di capitale per i rischi come quelli di mercato e di liquidità collegati all'attività finanziaria di carattere speculativo. Si può intervenire spostando una parte significativa degli strumenti derivati verso i mercati regolamentati, in modo che il rischio di controparte possa essere immediatamente calcolato e coperto. Insomma, l'attività speculativa non si può eliminare dal mondo finanziario, ma si può controllare e soprattutto si può fare in modo che gli speculatori lavorino fondamentalmente con i soldi propri e non con quelli degli altri.

Occorre poi che il capitale delle banche sia proporzionale anche al totale dell'attivo e non solo alla misura

ponderata prevista da Basilea. È interessante ricordare che si tratta di una misura che la Banca d'Italia ha introdotto venti anni fa nella prima applicazione dell'accordo internazionale e che è poi caduta in sede di applicazione della direttiva europea. Il regolatore italiano si è dimostrato molto più lungimirante del legislatore europeo, su cui hanno avuto gioco più facile le lobby bancarie, con i risultati che abbiamo visto.

E ancora, occorre che le banche trattengano una quota non simbolica del credito qualora decidano di puntare sui processi di *securitisation*, in modo da garantire che esse continuino a svolgere la loro funzione essenziale di valutazione del merito di credito nella fase iniziale e anche lungo tutta la vita del prestito.

Ancora bisogna dare efficienza ai mercati della *securitisation*, compresi quelli dei derivati. La battaglia in corso perché una parte notevole di questa attività si svolga su mercati regolamentati è fondamentale. Si sono già levate fiere proteste al riguardo perché ciò aumenterebbe i costi per i partecipanti. Il problema però è molto semplice: i margini dei mercati regolamentati non sono una bizzarra invenzione di un regolatore pedante che impone la maglia di lana anche agli abitanti dell'equatore: sono stati introdotti da mercati che funzionano come imprese private per coprire un rischio fondamentale, che è quello di controparte, cioè il rischio esploso in maniera drammatica a partire dal caso Lehman. Il grande castello dei derivati è arrivato a 600 trilioni di dollari (11 volte il pil mondiale) quasi tutti otc (over the counter, cioè trattati in mercati non regolamentati): il rischio di controparte relativo è internalizzato dalle grandi banche globali e se si manifesta o accadono eventi apocalittici, come nel caso Lehman, oppure occorre procedere al salvataggio come è accaduto per AIG proprio all'indomani del caso Lehman. Oggi tutti sanno che non ci sarà un'altra Lehman e questo è il motivo fondamentale per cui le banche si trovano nella

(per loro) beata condizione di essere considerate troppo grandi (in realtà troppo interconnesse, come ha detto il FSB) per fallire. Ma finché le banche godono di questo straordinario privilegio (a spese del contribuente, si capisce) parlare di “disciplina di mercato” è un vuoto esercizio verbale.

Dunque i margini sono semplicemente il modo per esplicitare uno dei problemi collegati alla diffusione dei derivati, che continuano ad essere una delle più straordinarie innovazioni degli ultimi cinquant’anni, ma richiedono riforme che consentano di esplicitare meglio i costi complessivi, compresi quelli per la collettività. Altrimenti i profitti continueranno ad essere privati e i danni saranno pagati dal contribuente.

Il Financial Stability Board presieduto da Mario Draghi ha presentato al G20 di Pittsburgh un rapporto sulle riforme da fare che inizia con questa frase: “nei mesi recenti si è consolidata in gran parte del sistema finanziario l’idea che il quadro regolatorio dopo la crisi subirà solo marginali modificazioni. Questa aspettativa – che il business possa riprendere come prima – deve essere cancellata”. Nelle pagine precedenti ho cercato di dimostrare perché i modelli di business devono cambiare e perché a questo scopo sono necessarie nuove regole. E’ in atto ancora una volta uno scontro fra regolatori e gli interessi a breve della finanza. E’ da auspicare che questa volta prevalgano i primi, anche perché la crisi ha dimostrato quanto certi modelli di business possano essere antitetici agli interessi di una finanza al servizio dell’attività produttiva.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca Imi S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca Network Investimenti S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia S.p.A.
Banca Popolare di Intra S.p.A.
Banca Popolare Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca S.p.A.
Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza

Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco Popolare Scpa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cariromagna S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio Città di Castello S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrobanca S.p.A.
Cerved S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Eticredito Banca Etica Adriatica
Euro Commercial Bank S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasce
Findomestic Banca S.p.A.
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
SEC Consorzio Bancario Servizi Informatici
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca Scpa
UBI Banca Private Investment S.p.A.

UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGF Banca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredit Credit Management Bank S.p.A.
Unicredit Banca di Roma S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca Holding Sepa

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Casse del Centro S.p.A.
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg S.p.A.

QUADERNI PUBBLICATI

- N. 1 *Dionigi Card. Tettamanzi*
**“ORIENTAMENTI MORALI DELL’OPERARE
NEL CREDITO E NELLA FINANZA”**
Introduzione di G. Vigorelli - F. Cesarini - novembre 2003
- N. 2 *G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi*
**“UN TESTIMONE DELL’APPLICAZIONE DELL’ETICA
ALLA PROFESSIONE: ALCIDE DE GASPERI”**
Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2004
- N. 3 *P. Barucci*
“ETICA ED ECONOMIA NELLA «BIBBIA» DEL CAPITALISMO”
Introduzione di G. Vigorelli - aprile 2005
- N. 4 *A. Ghisalberti*
**“IL GUADAGNO OLTRE IL NECESSARIO: LEZIONI
DALL’ECONOMIA MONASTICA”**
Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2005
- N. 5 *G.L. Potestà*
**“DOMINIO O USO DEI BENI NEL GIARDINO DELL’EDEN?
UN DIBATTITO MEDIEVALE FRA DIRITTO E TEOLOGIA”**
Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2005
- N. 6 *E. Comelli*
**“IL RUOLO DELLA DONNA NELL’ECONOMIA:
LA TRADIZIONE EBRAICA”**
Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2005
- N. 7 *A. Profumo*
“L’IMPRENDITORE TRA PROFITTO, REGOLE E VALORI”
Introduzione di G. Vigorelli - ottobre 2005
- N. 8 *S. Gerbi*
“RAFFAELE MATTIOLI E L’INTERESSE GENERALE”
Introduzione di G. Vigorelli - novembre 2005
- N. 9 *A. Bazzari*
“ASPETTI ECONOMICI DELLA CARITÀ ORGANIZZATA”
Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2005
- N. 10 *L. Sacconi*
“PUÒ L’IMPRESA FARE A MENO DI UN CODICE MORALE?”
Introduzione di G. Vigorelli - febbraio 2006
- N. 11 *S. Piron*
“I PARADOSSI DELLA TEORIA DELL’USURA NEL MEDIOEVO”
Introduzione di G. Vigorelli - aprile 2006
- N. 12 *A. Spreafico*
“MERCATO, GIUSTIZIA, MISERICORDIA: riflessione biblica”
Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2006

- N. 13 *L. Castelfranchi*
“IL DENARO NELL'ARTE”
 Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2006
- N. 14 *D. Tredget*
**“I BENEDETTINI NEGLI AFFARI E GLI AFFARI COME VOCAZIONE:
 L'EVOLUZIONE DI UN QUADRO ETICO PER LA NUOVA ECONOMIA”**
 Introduzione di G. Vigorelli - ottobre 2006
- N. 15 *G. Forti*
**“PERCORSI DI LEGALITÀ IN CAMPO ECONOMICO:
 UNA PROSPETTIVA CRIMINOLOGICO-PENALISTICA”**
 Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2006
- N. 16 *V. Colmegna*
**“ASPETTI ECONOMICI E NON DI UNA FONDAZIONE:
 L'ESPERIENZA DELLA CASA DELLA CARITÀ”**
 Introduzione di G. Vigorelli - gennaio 2007
- N. 17 *I. Musu*
**“CRESCITA ECONOMICA E RISORSE ESAURIBILI: LA SFIDA
 ENERGETICO-AMBIENTALE”**
 Introduzione di G. Vigorelli - gennaio 2007
- N. 18 *G. Cosmacini*
**“LA QUALITÀ DELLA MEDICINA TRA ECONOMIA ED ETICA:
 UNA VISIONE STORICA”**
 Introduzione di G. Vigorelli - febbraio 2007
- N. 19 *D. Antiseri*
**“LA «VIRTÙ» DEL MERCATO NELLA TRADIZIONE
 DEL CATTOLICESIMO LIBERALE”**
 Introduzione di G. Vigorelli - marzo 2007
- N. 20 *N. Kauchtschischwili*
“DOSTOEVSKIJ E IL DENARO”
 Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2007
- N. 21 *E. Reggiani*
**“BEAU IDÉAL. HARRIET MARTINEAU
 E UNA RAPPRESENTAZIONE DEL CAPITALIST”**
 Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2007
- N. 22 *P. Cherubini*
**“STUDIARE DA BANCHIERE
 NELLA ROMA DEL QUATTROCENTO”**
 Introduzione di G. Vigorelli - luglio 2007
- N. 23 *C. Casagrande*
“IL PECCATO DI AVARIZIA NEL MEDIOEVO”
 Introduzione di G. Vigorelli - ottobre 2007
- N. 24 *A. Varzi*
“IL DENARO È UN'OPERA D'ARTE (O QUASI)”
 Introduzione di G. Vigorelli - novembre 2007

- N. 25 *L. Ornaghi*
**“INTERESSE E ANTROPOLOGIA INDIVIDUALISTA:
 IL POSSESSIVISMO ‘MODERNO’”**
 Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2007
- N. 26 *R. Rusconi*
**“MONTE DI DENARO E MONTE DELLA PIETÀ
 PREDICAZIONE, PRESTITO A USURA E ANTIGIUDAISMO
 NELL'ITALIA RINASCIMENTALE”**
 Introduzione di G. Vigorelli - marzo 2008
- N. 27 *A. Perego*
**“IL CITTADINO-CONSUMATORE E IL MERCATO:
 VITTIMA O PROTAGONISTA?”**
 Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2008
- N. 28 *G. Vaggi*
**“DALLA MONETA IN ADAM SMITH AI DERIVATI,
 OVVERO LA FINANZA E LA PRODUZIONE DI RICCHEZZA”**
 Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2008
- N. 29 *F. Botturi*
“LA RICCHEZZA DEL BENE COMUNE”
 Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2008
- N. 30 *G. Ceccarelli*
**“DENARO E PROFITTO A CONFRONTO:
 LE TRADIZIONI CRISTIANA E ISLAMICA NEL MEDIOEVO”**
 Introduzione di G. Vigorelli - luglio 2008
- N. 31 *S. Natoli*
“IL DENARO E LA FELICITÀ”
 Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2008
- N. 32 *D. Rinoldi*
“CORRUZIONE PUBBLICA E PRIVATA, UNITÀ DEL MONDO, SOCIETÀ LIQUIDA”
 Introduzione di G. Vigorelli - gennaio 2009
- N. 33 *G. Costa*
“GUGLIELMO RHEDY, HOMO ECONOMICUS”
 Introduzione di G. Vigorelli - gennaio 2009
- N. 34 *A. Cova*
**“BANCHIERI E BANCHE NELL'EUROPA MODERNA E CONTEMPORANEA:
 GIOVANNI ANTONIO ZERBI E JOHN LAW”**
 Introduzione di G. Vigorelli - febbraio 2009
- N. 35 *P. Giarda*
“LA FAVOLA DEL FEDERALISMO FISCALE”
 Introduzione di G. Vigorelli - marzo 2009
- N. 36 *E. Fehr*
**“ON SELF-INTEREST AND COMMON INTEREST NEUROECONOMIC
 REFLECTIONS”**
 Introduzione di G. Vigorelli - luglio 2009

- N. 37 *R. Lambertini*
**“IL DIBATTITO MEDIEVALE SUL CONSOLIDAMENTO
DEL DEBITO PUBBLICO DEI COMUNI”**
L'intervento del teologo Gregorio Da Rimini (†1358)
Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2009
- N. 38 *A. Varzi*
“IL FILOSOFO E I PRODOTTI DERIVATI”
Introduzione di G. Vigorelli - luglio 2009

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it - sito web: www.assbb.it

Finito di stampare novembre 2009