

UCID

**Lezioni dalla Crisi:  
Etica, Mercati, Democrazia**

**Lorenzo Bini Smaghi**

Membro del Comitato Esecutivo della Banca Centrale Europea

Milano. 13 maggio 2010

Gli eventi di queste ultime settimane, in particolare la crisi greca, mostrano che la fase di instabilità economica e finanziaria iniziata poco meno di tre anni fa non è ancora finita. La prima fase, iniziata nell'Agosto 2007, si è sviluppata principalmente sui mercati finanziari, da quello monetario a quello azionario. Con il fallimento di Lehman Brothers, nel settembre 2008, la crisi si è estesa all'economia reale, a livello internazionale, provocando la caduta del commercio, dei consumi e degli investimenti. Le autorità di politica economica hanno affrontato la fase recessiva con ingenti iniezioni di fondi per sostenere l'attività economica. I disavanzi pubblici sono aumentati su livelli senza precedenti, facendo salire i debiti di tutti i paesi industriali: il Fondo monetario internazionale ha definito l'attuale situazione come un "debito da tempi di guerra, senza che vi sia una guerra". Siamo passati alla terza fase della crisi, in cui i mercati finanziari hanno cominciato ad interrogarsi sulla sostenibilità delle politiche economiche, in particolare per quel che riguarda le finanze pubbliche e, di conseguenza, sulla sostenibilità della ripresa economica stessa.

Questa terza fase della crisi ha investito per prima l'Europa. I mercati finanziari considerano, a torto o a ragione (a mio avviso più a torto ma non mi dilungherò su questo punto), che nei paesi dove c'è coincidenza tra il potere monetario e quello fiscale il rischio di solvibilità del debito è limitato perché la banca centrale può stampare moneta e creare inflazione per ridurre l'onere del debito pubblico. L'area dell'euro, invece, che non può monetizzare il proprio debito, deve affrontare il problema da subito ed assicurare che in ogni singolo paese il debito pubblico sia solvibile senza il concorso monetario. Se i paesi dell'area dell'euro saranno capaci di superare le difficoltà attuali e di risanare per tempo le loro finanze pubbliche, usciranno prima di altri da questa fase "pubblica" della crisi.

La crisi, nelle sue fasi successive, ha evidenziato una serie di problematiche comuni sulle quali mi sembra che non si sia finora riflettuto abbastanza, e tantomeno agito.

In occasione del nostro ultimo incontro, avvenuto nell'Ottobre 2008, poco dopo il fallimento della Lehman Brothers, esaminavo i problemi che devono affrontare le democrazie moderne nel prendere decisioni che richiedono ai propri cittadini sacrifici di breve periodo al fine di salvaguardare il benessere di lungo termine. Lehman Brothers fu lasciata fallire, con effetti devastanti sull'economia globale, perché il Congresso americano - pressato dai propri elettori a poche settimane dalla scadenza delle urne - si rifiutò di erogare all'amministrazione statunitense i fondi necessari per il salvataggio. Tale rifiuto, che venne confermato anche in occasione del voto sul programma Tarp, pochi giorni dopo

il fallimento di Lehman, nonostante i mercati stessero già crollando, era pienamente in linea con il sentimento profondo dei contribuenti americani che non volevano pagare di tasca propria per salvare una istituzione finanziaria che fino ad allora aveva arricchito oltremisura i propri azionisti e manager. Non era “giusto” salvare la Lehman e chi aveva sbagliato doveva pagare – questo era il sentimento comune. Non pensavano, quei contribuenti, e i loro rappresentanti al Congresso e nell’Amministrazione, che il fallimento di Lehman avrebbe contagiato il sistema finanziario globale e messo a repentaglio i loro stessi risparmi. Quella veduta corta è così costata molto di più di quello che sarebbe costato salvare Lehman.

Non era peraltro la prima volta che i cittadini americani reagivano in quel modo. Nel 1995, nel momento della crisi messicana, il congresso americano si rifiutò di erogare fondi a sostegno del programma del FMI per 50 miliardi di dollari. L’Amministrazione statunitense trovò nei meandri del bilancio un fondo di stabilizzazione valutaria che non richiedeva approvazione parlamentare da usare in quella occasione. I fatti hanno poi mostrato che senza quell’intervento il Messico sarebbe stato colpito da una crisi fortissima, che avrebbe travolto anche gli Stati Uniti. Nonostante siano in pochi - col senno di poi – a considerare sbagliata quella decisione dell’Amministrazione, il Congresso ha successivamente adottato una legge di controllo del bilancio per impedire che quel capitolo di spesa possa essere nuovamente utilizzato senza il consenso parlamentare.

La fase più recente della crisi ha evidenziato in Europa le stesse problematiche che si sono verificate negli Stati Uniti, dove i contribuenti di alcuni paesi europei si sono mostrati contrari a pagare di tasca propria per salvare la Grecia, rea di aver truccato i conti, senza pensare che quel fallimento avrebbe comportato una crisi ancor più grave con conseguenze anche per quei contribuenti. Alla fine, nonostante le difficoltà, l’Europa è stata in grado di decidere. I singoli paesi hanno votato il pacchetto di aiuti alla Grecia. Tale approvazione ha però richiesto tempo, dibattiti, discussioni, che se sono totalmente giustificati – anzi essenziali – in una democrazia, al contempo hanno alimentato l’incertezza sull’esito finale e così indotto gli operatori a liquidare rapidamente i propri investimenti nei titoli greci. Ciò ha determinato un aggravio del deficit finanziario e dunque l’esigenza di un pacchetto di sostegno ancor più ampio. Non c’è dubbio che il costo complessivo del finanziamento alla Grecia sarebbe stato più contenuto se le decisioni fossero state prese più rapidamente, ad esempio subito dopo l’accordo tra i capi di stati e di governo europei, l’11 febbraio scorso, quando questi ultimi promisero il sostegno alla Grecia in cambio di misure di riduzione del

disavanzo del 4% del Prodotto lordo. In effetti, la Grecia adottò in meno di una settimana le misure richieste ma nel frattempo in alcuni degli altri paesi era venuto meno il consenso popolare all'operazione di sostegno. Solo l'evidenza di una crisi generalizzata all'intera area dell'euro avrebbe giustificato il loro contributo. Per questo motivo fu richiesto l'intervento del Fondo Monetario Internazionale, per certificare la natura globale della crisi e l'intervento di sostegno. Al contempo, le scadenze elettorali in alcuni paesi hanno spinto a ritardare l'intervento del FMI per evitare di dover decidere sul sostegno alla Grecia in periodo elettorale.

Sembra che i cittadini, i loro rappresentanti democraticamente eletti, e le istituzioni che operano in tale contesto, abbiano talvolta bisogno di “vedere” la crisi avvicinarsi, per rendersi conto dei pericoli che comporta e per prendere le decisioni necessarie per farvi fronte. Ciò è vero particolarmente nelle società fondate sulla stabilità economica, come quella tedesca, che non sono abituate a gestire situazioni di crisi, in particolare quelle di natura finanziaria. Nel mondo globale, in cui i mercati finanziari operano velocemente, vi è il rischio che i tempi di reazione non siano adeguati e di accorgersi che la crisi sta per avvicinarsi quando in realtà ci si è già cascati dentro. Per evitare tale rischio c'è bisogno di grande leadership da parte di chi governa, e delle istituzioni, per convincere i cittadini a guardare oltre il breve periodo e a rendersi conto della crisi incombente. Alternativamente, ci vogliono meccanismi automatici di difesa, che consentano di affrontare rapidamente i problemi prima che scoppi una crisi.

Nell'area dell'euro, si devono creare meccanismi mirati sia a correggere più rapidamente i fabbisogni finanziari degli stati, anche con misure di emergenza, sia a erogare fondi a sostegno di chi deve affrontare attacchi speculativi che rischiano di minare la solidità stessa degli stati. Non mi è chiaro come questi meccanismi possano essere definiti in modo tale da essere compatibili con le nostre democrazie, che richiedono in particolare il controllo parlamentare sui fondi dei contribuenti. Mi è però chiaro che senza tali meccanismi le nostre democrazie rischiano di farsi del male e di non essere in grado di fronteggiare crisi che possono minare le loro fondamenta, come dimostra l'attacco speculativo nei confronti dei debiti sovrani dei paesi industrializzati.

Su questi temi è necessario non solo riflettere ma anche trovare rapidamente soluzioni concrete.

Vorrei affrontare oggi anche un altro problema, che è emerso anch'esso dalla crisi finanziaria in corso, che mi sembra sia stato finora poco esaminato. Riguarda il funzionamento dei mercati finanziari.

La crisi ha coagulato un ampio consenso sul fatto che i mercati finanziari non sempre sono efficienti. Non sempre utilizzano l'informazione disponibile in modo tale da determinare una corretta valutazione delle attività che vengono scambiate tra gli operatori. L'esperienza recente ha mostrato che c'è una naturale tendenza a sottovalutare il rischio durante le fasi di euforia dei mercati e a sovrastimare il rischio durante le fasi critiche. Tali comportamenti derivano dall'incentivo che hanno gli operatori di massimizzare il rendimento del capitale investito, in conto proprio o per conto dei propri clienti. C'è ormai un'ampia letteratura che spiega perché, anche in presenza di agenti razionali, i mercati possono non essere efficienti a livello aggregato, e in particolare dar luogo a bolle speculative.<sup>1</sup>

Gli interventi di riforma del sistema finanziario che sono attualmente in discussione nei vari organismi che riportano al G20, come il Comitato di Basilea, il Comitato per la Stabilità Finanziaria e il FMI mirano a definire o a rafforzare le regole che riducono la pro-ciclicità dei comportamenti, ad esempio attraverso i requisiti patrimoniali delle banche, le regole contabili, i meccanismi che definiscono le remunerazioni dei manager, i vincoli specifici sulle istituzioni finanziarie di grandi dimensioni.

L'efficacia delle nuove regole, e delle autorità di vigilanza che le dovranno metterle in atto, dipenderà dalla loro capacità di incidere sugli incentivi dei singoli operatori e delle istituzioni finanziarie. C'è chi ha espresso in proposito alcune perplessità, perché difficilmente gli incentivi degli operatori finanziari possono essere modificati. C'è chi ritiene che le crisi sono inevitabili nei sistemi finanziari avanzati. Come afferma Alan Greenspan, il precedente Presidente della Riserva federale statunitense: *“Ci saranno nuove crisi, ma saranno diverse. Ogni crisi è diversa, ma ha la stessa origine. È l'innata tendenza degli esseri umani di considerare che periodi prolungati di prosperità continuino per sempre.”*<sup>2</sup> In altre parole, le crisi finanziarie sono il prodotto naturale della nostra società.

La domanda da porsi è se la natura umana può e desidera cambiare, per evitare che crisi come quelle che stiamo attraversando si ripetano. Da un lato c'è da sperare che l'esperienza attuale induca gli operatori a maggior prudenza in futuro, soprattutto nella valutazione dei

---

<sup>1</sup> Abreu, D. and M. Brunnermeier, (2003) “Bubbles and Crashes”, *Econometrica*, vol. 71, n.1, 173-204.

<sup>2</sup> Intervista alla BBC 10 settembre 2009.

rischi. Dall'altro, gli incentivi a riprendere comportamenti simili a quelli che precedevano la crisi sono talmente radicati da rappresentare un ostacolo al cambiamento. In particolare, è difficile per il singolo operatore agire in modo anticiclico, cioè andare contro le tendenze del mercato, se i parametri di valutazione si basano sull'andamento medio del mercato. Nelle fasi favorevoli del mercato, ad esempio, un comportamento meno pro-ciclico della media, cioè più prudente, comporta generalmente rendimenti meno elevati rispetto ad altri operatori. Dato che per un osservatore esterno è molto difficile capire se tale risultato deriva da una maggior prudenza oppure da una minor competenza, tenderà a privilegiare la seconda interpretazione. Chi agisce in modo meno pro-ciclico rischia così di essere emarginato, ed uscire dal mercato, perché considerato meno competente.

La pro-ciclicità degli operatori nasce dal fatto che, come aveva brillantemente spiegato Keynes oltre 70 anni fa, le strategie vincenti sono quelle che riescono ad anticipare l'andamento dei mercati, anche se tale andamento è scollegato dall'economia reale per un certo periodo di tempo. Il singolo operatore si comporta come chi in un concorso di bellezza deve scommettere su chi vincerà il concorso, il che dipende dalla sua capacità di capire le preferenze altrui piuttosto che dal suo senso estetico.

Un aspetto sul quale c'è stata finora meno riflessione riguarda gli incentivi che hanno i singoli operatori, non solo a cercare di anticipare i comportamenti altrui ma anche ad influenzarli. Per riprendere l'analogia di Keynes, se alcuni operatori riescono a comunicare agli altri il modo in cui voteranno nel concorso di bellezza, possono creare una massa critica a cui altri si accoderanno, riuscendo così a indirizzare il voto nella direzione voluta.

Tali comportamenti costituiscono in alcuni casi violazioni di specifiche regole di mercato, che possono essere sanzionate, o di regole etiche, che attengono piuttosto a codici di condotta o autoregolamentazione.

Sappiamo che i mercati funzionano in modo efficace se sono competitivi, ossia se ogni operatore prende posizione in base alle informazioni di cui dispone e se non cerca di influenzare gli altri. Un aspetto chiave della differenza tra la teoria e la pratica, sul quale mi vorrei soffermare, riguarda e la diffusione dell'informazione tra gli operatori.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Vedi, per esempio, Bolton, P., Freixas, X., Shapiro, J. (2007), "Conflicts of interest, information provision, and competition in the financial services industry", *Journal of Financial Economics*, 85, pp. 297-330; Benabou, R. and G. Laroque (1992) "Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility", *Quarterly Journal of Economics*, 107, pp. 921-948.

I mercati sono competitivi se ogni operatore è di dimensioni tali da non essere in grado singolarmente di modificare i prezzi. Le collusioni tra operatori per cercare di indirizzare i prezzi in una direzione sono vietate e monitorate dalle autorità di vigilanza e antitrust. Tuttavia è molto difficile scoprire posizioni collusive sui mercati finanziari, per due motivi. Il primo è che su questi mercati l'attività avviene in tempo continuo e dunque non è facile verificare e provare la coincidenza delle strategie di investimento. Il secondo è che tali coincidenze possono risultare non solo da accordi ex-ante tra operatori ma anche da comportamenti imitativi, da gregge, tipici di un mercato dove non si possono brevettare né le idee né le strategie di investimento. Se un operatore riesce ad agire da capo-gregge, e ad influenzare i comportamenti degli altri, può trarne un vantaggio informativo e influenzare i mercati, che diventano meno competitivi e più proni all'instabilità.

Un operatore finanziario può operare da capo gregge se riesce a convincere gli altri che ha migliori informazioni e una maggiore capacità di analisi, tali da ottenere rendimenti migliori sui propri investimenti. Un capo gregge può così influenzare, attraverso comunicazioni, pubbliche o con alcuni operatori, i comportamenti degli altri e indicare la direzione che il gregge deve seguire. In effetti, le più importanti banche e istituzioni finanziarie, e oramai anche gli *hedge fund*, pubblicano o diffondono rapidamente via e-mail, le opinioni dei propri analisti, riguardo in particolare la valutazione di specifiche aziende o di paesi, in alcuni casi anche valutazioni reciproche, cioè di una banca nei confronti dell'altra. Tali valutazioni contengono anche suggerimenti alla vendita o acquisto di titoli azionari o obbligazionari o monete. In teoria, le analisi pubblicate sono indipendenti. Non dovrebbero cioè essere legate alla strategia di investimento dell'istituzione. In effetti, le istituzioni finanziarie dichiarano che le loro strategie di investimento sono indipendenti dai pareri dei loro analisti, e possono basarsi su altre informazioni. Se il capo gregge vuole continuare a svolgere questo ruolo deve tenere per sé una parte dell'informazione di cui dispone. Non è però chiaro se vale il contrario, ossia se il parere degli analisti, che viene ampiamente pubblicizzato, è indipendente dalla strategia di investimento seguito dai trader della stessa istituzione. Sicuramente non è il caso dei fondi d'investimento o degli hedge fund, che non dichiarano nemmeno l'esistenza di muraglie cinesi tra la ricerca e l'operatività.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Per una visione d'insieme vedi, per esempio, Mehran, H. and R. Stulz (2007), "The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions", *Journal of Financial Economics*, 85, 267-296.

Negli ultimi anni l'uso dell'informazione di mercato a fini "promozionali" ha registrato un ampio sviluppo. Nei mezzi di comunicazione ad ampia diffusione, a partire dai giornali e delle televisioni, vengono sovente sollecitate le opinioni degli analisti delle principali banche. Dato che l'informazione è un bene scarso, che dovrebbe avere un valore monetario per un operatore finanziario, ci si può chiedere come mai esso sia messo a disposizione di tutti, in modo gratuito. Una ipotesi è che ciò contribuisca alla reputazione dell'operatore, per attirare nuovi clienti. Ma i clienti dovrebbero preferire le informazioni privilegiate, che altri non hanno. L'ipotesi alternativa, più credibile, è che con la loro presenza massiccia sui media gli operatori cercano di orientare l'insieme del mercato, agire cioè da capo-gregge.

Prendiamo un aspetto che mi interessa particolarmente, che è quello della politica monetaria. Le opinioni espresse dagli analisti di mercato sulle decisioni di politica monetaria spesso non riguardano solo l'impatto di una data decisione sui mercati, ma il merito stesso della decisione, cioè se è adeguata o meno. I parametri in base ai quali l'analista esprime il proprio giudizio non sono tuttavia trasparenti. Non è chiaro, in effetti, se l'analista esprima un giudizio in base alla stessa funzione obiettivo dell'autorità monetaria – la stabilità dei prezzi nel caso della BCE - oppure in base al suo interesse specifico, in particolare alle sue scelte di investimento. Ci si può chiedere, ad esempio, se una decisione di aumentare i tassi d'interesse verrebbe giudicata giusta o sbagliata da un operatore finanziario in base alle prospettive di inflazione o in base alla posizione speculativa che l'operatore stesso ha preso.

Che pensare poi delle opinioni che vengono espresse ancor prima che la banca centrale decida? Secondo quali criteri un operatore finanziario tenderà ad esprimere un parere su quello che la banca centrale deve fare? Secondo le posizioni speculative che ha preso o altri criteri più generali?

Faccio un esempio concreto, che non è legato alla decisione sui tassi d'interesse ma sul collaterale che la banca centrale accetta in controparte ai finanziamenti erogati al mercato. Lunedì 3 Maggio la Banca Centrale europea ha deciso di non seguire più le agenzie di rating per valutare il debito sovrano di un paese che ha un programma di risanamento con il FMI e con l'Unione europea – programma sul quale la BCE ha dato un giudizio positivo. È stata una decisione logica, per vari motivi.

Innanzitutto, mentre per un'azienda o una banca non si può escludere che le analisi delle agenzie di rating comportino informazioni aggiuntive rispetto a quelle che possono avere le

banche centrali, è meno chiaro per quel che riguarda gli stati, soprattutto quelli dell'area dell'euro, per cui i dati macroeconomici e di bilancio sono noti. Le agenzie – ce ne sono solo 3 – hanno recentemente perso credibilità, contribuendo, con notevoli conflitti d'interesse, alla sopravvalutazione del merito di credito dei titoli cartolarizzati, in particolare i sub-prime che sono all'origine della crisi finanziaria.<sup>5</sup> Peraltro, le recenti revisioni al ribasso dei rating sovrani sollevano non pochi dubbi. Alcune di queste revisioni non si sono basate su dati macroeconomici o di bilancio nuovi, ma sulle valutazioni che dava il mercato dei titoli sovrani e alle possibilità di contagio. In questo modo le agenzie non hanno dato una valutazione indipendente ma legata alla reazione del mercato. C'è addirittura da chiedersi se non abbiano in alcuni casi interessi nello spingere il mercato nella stessa direzione che ha già preso, contribuendo alla pro-ciclicità e ai fenomeni di avvitamento delle quotazioni. Per fare un esempio, un'agenzia ha ridotto il rating della Grecia subito dopo le prime misure di aggiustamento del deficit, per oltre 4% del Prodotto lordo, indicando che sebbene le misure prese fossero adeguate il risanamento dipendeva dalla reazione del mercato. Un'altra agenzia ha ridotto il rating della Grecia tre giorni prima della conclusione dell'accordo con il FMI, senza essere a conoscenza dei contenuti del programma di risanamento.

Dati questi comportamenti non sempre limpidi, sarebbe stato un errore per la BCE continuare a dipendere dai giudizi delle agenzie di rating. Avendo partecipato alla stesura del programma, la BCE – oltre al FMI e alla Commissione europea - è maggiormente in grado di valutare il rischio della Grecia delle agenzie di rating.

Il giudizio di alcuni analisti sulla decisione della BCE è stata negativa. La loro tesi è che la BCE rischia di perdere credibilità e di imbarcarsi su una via troppo lassista. È interessante notare che quegli stessi analisti avevano in passato giudicato la politica della BCE troppo rigorosa. Come mai hanno ad un tratto cambiato di opinione? Leggendo con attenzione ciò che questi analisti avevano scritto prima della decisione della BCE, si nota che molti di essi avevano ritenuto il programma di sostegno alla Grecia inopportuno, e considerato inevitabile una ristrutturazione. In altre parole avevano consigliato di vendere titoli greci e la decisione della BCE di mantenere l'eleggibilità di tali titoli andava evidentemente contro i loro interessi. Non c'è dunque da meravigliarsi che abbiano espresso un giudizio negativo.

---

<sup>5</sup> Benmelech E. and J. Dlugosz (2009) "The Credit Rating Crisis", NBER Macro Annual 2009, 161-207.

I mezzi di comunicazione spesso non si accorgono di questi conflitti d'interesse e riportano le opinioni delle istituzioni finanziarie senza chiarire che probabilmente hanno preso posizioni speculative in una direzione o nell'altra. Tale atteggiamento rischia di minare la credibilità stessa dei media.

Lo stesso avviene per le opinioni di molti commentatori professionali, a volte anche accademici, che sono consulenti di istituzioni finanziarie da cui prendono informazioni e con le quali interagiscono. Raramente si legge a piè di pagina che il professor tal-dei-tali – che evidentemente scrive non a fini accademici, ma per influenzare l'opinione di lettori specializzati – è affiliato in qualche modo ad istituzioni finanziarie, in particolare attraverso contratti di consulenza. Mi ha sorpreso molto nei giorni precedenti alla conclusione del programma di risanamento della Grecia leggere articoli di insigni professori, molti dei quali consulenti di banche d'investimento e – guarda caso – con opinioni molto simili a quelle espresse separatamente dalle stesse banche, senza però che il riferimento a tale rapporto fosse specificato nell'articolo. Non chiedo di censurare le opinioni, ma almeno che vi sia trasparenza e che vengano rivelati eventuali conflitti d'interesse, a fini di chiarezza nei confronti dei lettori.

Fanno sorgere dubbi anche certe scelte di pubblicare opinioni che vanno tutte nella stessa direzione, proprio nel mezzo di periodi di forte turbolenza, come è avvenuto nel caso della Grecia. Opinioni spesso con limitato contenuto analitico che ripetevano lo stesso mantra: il risanamento richiesto alla Grecia impone sacrifici troppo grandi, per cui non c'è che una soluzione: l'insolvenza o la ristrutturazione del debito greco. Nessuno che abbia chiarito che tipo di sacrifici comporta l'insolvenza di uno stato, l'impatto sul sistema finanziario, il contagio agli altri paesi, e se tale sacrificio sia per i cittadini superiore o inferiore all'ipotesi alternativa. Si è parlato di default limitato, come se esistesse un tale concetto e si fosse mai sperimentato. Si sono fatti confronti ridicoli, con il caso dell'Argentina.

Un altro aspetto che sorprende nella lettura dei mezzi d'informazione è la mancanza di precisione su alcune notizie, in particolare quando esse sono false ed evidentemente messe in circolazione per creare turbativa. Faccio, di nuovo, un esempio legato alla recente crisi greca. Il 4 Maggio il Governo greco ha reso pubblico un contratto di consulenza con una banca d'affari francese, la Lazard, per aiutarla nella gestione del debito. Nelle prime ore della giornata è circolata la voce sui mercati che la Lazard era stata assunta per ristrutturare il debito greco. La voce è stata ufficialmente smentita sia dal Governo greco sia dalla Lazard, anche perché assurda dato che la Grecia aveva appena ottenuto un programma di

sostegno finanziario che esplicitamente esclude la ristrutturazione. Nonostante la smentita, un importante quotidiano finanziario ha titolato il giorno dopo “Atene chiama lo specialista di default”. E se i titoli scandalistici sono un malcostume diffuso, ingiustificato su argomenti delicati, il contenuto dell’articolo non faceva nulla per fugare i dubbi: dato che la Lazard ha una storica e indiscussa competenza in materia (di default), il sospetto è giustificato. Un ragionamento assurdo, che fa venire altri tipi di sospetti.

Sono note le erogazioni di fondi del sistema finanziario a favore della politica, generalmente al fine di ottenere un trattamento favorevole dal legislatore nei confronti delle istituzioni finanziarie. Queste erogazioni vengono in parte dichiarate. Si calcola che negli Stati Uniti il settore finanziario abbia speso oltre 5 miliardi di dollari nel decennio 1998-2008 per finanziare attività di lobby nei confronti del Congresso e dell’Amministrazione statunitense.<sup>6</sup> Sono meno note le erogazioni di fondi ad altri settori influenti della nostra società, come i mezzi di comunicazione, gli opinionisti, gli accademici.

Questo è un tema sul quale le nostre società avanzate non hanno sufficienti informazioni e, soprattutto, non hanno riflettuto abbastanza. Proprio alla luce di quanto ho esposto all’inizio, non bisogna sottostimare il rischio che il consenso necessario nelle nostre democrazie per affrontare crisi finanziarie con strumenti efficaci possa essere deviato a favore di interessi particolari. La questione etica, attinente in particolare al funzionamento dei mercati e all’uso che viene fatto dall’informazione, non riguarda dunque solo i singoli ma ha una dimensione generale, attinente al funzionamento delle nostre democrazie.

Detto in altre parole, è interesse generale che i paesi dell’area dell’euro adottino politiche finanziarie adeguate, in linea non solo con lo sviluppo delle loro economie ma anche con la sostenibilità dei debiti pubblici. Può invece esserci un interesse particolare, da parte di alcuni operatori finanziari, che alcuni stati in difficoltà di bilancio non rimborsino i loro debiti e dunque falliscano, indipendentemente dall’impatto che ciò avrà sui cittadini di quello stato e su quelli degli altri stati vicini. È loro interesse se hanno preso posizioni speculative in tal senso e dunque possono guadagnare dal fallimento di uno stato. E dato che la probabilità di fallimento dipende in parte dalla decisione democratica del paese stesso, e degli altri paesi di eventualmente aiutare quello in difficoltà, può essere utile per gli operatori finanziari che hanno scommesso sul fallimento di un paese usare parte dei loro

---

<sup>6</sup> Essential Information and Consumer Education Foundation, ‘Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America’, March 2009 ([www.wallstreetwatch.org](http://www.wallstreetwatch.org)).

futuri guadagni per convincere i cittadini che non c'è altra strada possibile, che è meglio un fallimento “ordinato” che rimettere in sesto le finanze pubbliche. Più cittadini ne sono convinti (“tanto la Grecia fallirà, inutile aiutarla”), più probabilità ci sono che l'esito desiderato dagli operatori finanziari si realizzi, anche se non è nell'interesse generale.

Queste problematiche sollevano questioni etiche e morali che sono state ampiamente trattate, ma da un punto di vista limitato. L'appello all'etica e alla morale individuale rappresenta un punto di partenza importante per correggere le distorsioni che ho enunciato sopra. Ma non è sufficiente. L'esperienza di questi anni ha mostrato che l'autoregolamentazione e l'autodisciplina non bastano per impedire le distorsioni dei mercati. Ciò deriva dal fatto che il parametro di misurazione della performance individuale, che è il risultato economico, può essere adeguato in un contesto teorico di completa informazione, in particolare su come è stato ottenuto tale risultato. I mercati finanziari sono tuttavia caratterizzati da asimmetrie di informazione che rendono molto difficile identificare la fonte del profitto, in particolare se esso sia stato ottenuto grazie alla capacità del singolo operatore (quello che in gergo viene chiamato alfa) oppure al rischio che ha preso e che magari viene misurato in modo inadeguato, proprio per le asimmetrie informative di cui l'operatore finanziario dispone nei confronti del cliente. Gli altri operatori finanziari, e le autorità di vigilanza non sempre riescono ad identificare in modo adeguato il contributo relativo dei due fattori e dunque a sanzionare comportamenti non etici.<sup>7</sup>

Peraltro non tutti i comportamenti non etici, che evidenziano un conflitto di interesse, sono direttamente sanzionabili. In certi casi si ritiene che la perdita di reputazione dell'operatore che viene meno a principi etici sia un incentivo sufficiente ad assicurare la correttezza. Tuttavia, se il guadagno ottenuto più che compensa la perdita di reputazione, l'incentivo a continuare a violare il principio etico rimane, magari con modalità più efficaci. Se le pratiche non etiche consentono di ottenere rendimenti più elevati, ad essere penalizzato rischia di essere chi non le segue. In altre parole, chi rispetta i dettami etici rischia di ottenere risultati economici inferiori rispetto a chi invece non li segue, e così di trovarsi fuori dal mercato.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Vedi, per esempio, A. Ashcraft and T. Schuermann, “The Seven Deadly Frictions of Subprime Mortgage Credit Securitization,” *The Investment Professional*, Fall 2008, pp. 2-11. Gli autori forniscono un'analisi delle frizioni informative nel processo di cartolarizzazione.

<sup>8</sup> Vedi, per esempio, I. Walter, “Reputational Risk and Conflict of Interest in Banking and Finance: The Evidence so far,” December 2006, mimeo, NYU.

L'autoregolamentazione funziona se tutti seguono la regola e se ciò è facilmente monitorabile. Dato che nel mercato finanziario le asimmetrie informative rendono molto difficile distinguere tra chi rispetta e non rispetta le regole, il richiamo individuale ai principi etici non è sufficiente. Può addirittura penalizzare chi li rispetta, spingendoli fuori dal mercato.

Le questioni etiche vanno dunque affrontate in termini generali e devono riguardare l'insieme dei mercati e degli operatori, il che non è semplice per quel che riguarda i mercati finanziari che hanno una dimensione globale.

Per concludere, vorrei in estrema sintesi riassumere alcune lezioni dalla crisi, sulle quali bisogna riflettere di più.

1. Intervenendo per sostenere l'economia e il sistema finanziario le autorità di politica economica hanno evitato la depressione, ma hanno rinviato il problema che comincia a diventare pregnante.
2. I tempi di tale risanamento potrebbero dover essere più corti di quelli delle autorità di politica economica, soprattutto se i mercati finanziari non sono convinti della determinazione.
3. Il mercato finanziario è composto da due tipi di operatori: chi ha paura dell'incertezza e chi invece guadagna dall'incertezza, incluso rispetto allo stato delle finanze pubbliche di un paese, e può avere l'incentivo ad alimentare tale incertezza.
4. I mercati finanziari sono attraversati da una miriade di conflitti di interesse, legati in particolare all'uso che viene fatto dell'informazione.
5. Questi conflitti d'interesse possono avere ripercussioni sui mezzi d'informazione, sui media, sul mondo accademico.
6. I sistemi democratici hanno difficoltà ad affrontare le crisi finanziarie in modo efficace, a causa delle contraddizioni che tali crisi producono tra l'interesse individuale di breve periodo e quello collettivo di lungo periodo.
7. I mercati finanziari, e i conflitti d'interesse che li attraversano, possono contagiare il funzionamento delle nostre democrazie e minarne le fondamenta.

8. La dimensione globale dei mercati non rende facile individuare soluzioni specifiche a tali problemi.

In chiusura, i mercati finanziari sono il “cervello” dell’economia. Non se ne può fare a meno, ma se il cervello non funziona bene, il resto del corpo è a rischio.

Grazie della vostra attenzione.