

Akademie der
Toblacher Gespräche

Accademia dei
Colloqui di Dobbiaco



Helge Peukert

È possibile una vita senza crisi finanziaria?
Ragioni e proposte di riforma

È possibile una vita senza crisi finanziaria?

Ragioni e proposte di riforma

Helge Peukert

Helge Peukert (classe 1956) ha studiato economia politica, sociologia, psicologia sociale e filosofia all'Università di Francoforte. In veste di ricercatore e docente si occupa prevalentemente di scienze e sociologia delle finanze, storia dell'economia e delle teorie economiche, e a tempo perso anche di mercati finanziari. Dopo vari soggiorni di studio all'estero (fra cui New York e Riga), oggi insegna economia alla facoltà di scienze statali dell'Università di Erfurt, dove è considerato un raro esemplare di economista eterodosso. Le sue ultime due pubblicazioni sono dedicate alla figura di Rudolf Goldschmied, sociologo delle finanze ed economista umanistico, e a una ricerca sulla grande crisi finanziaria dal punto di vista delle scienze statali e sociali.

Tesi dell'autore:

1. La crisi finanziaria segna il fallimento di quel concetto neoliberista - assai diffuso nella comunità scientifica, politica ed economica - secondo cui i mercati finanziari efficienti possono contribuire al bene comune solo se affidati all'autocontrollo e sottratti il più possibile alle ingerenze delle regole pubbliche.
2. I mercati finanziari sono veramente dei mercati selvaggi che tendono a sviluppare crisi maniaco-depressive con frequenti episodi estremi (*fat tails*), e sono orientati a una gestione estremamente speculativa basata soprattutto sui derivati (leggi: scommesse) e su un alto grado di indebitamento.
3. Se non fossero intervenuti i massicci programmi pubblici di salvataggio e ricapitalizzazione - i cui costi sono stati scaricati ingiustamente sui contribuenti - la crisi finanziaria avrebbe prodotto una vera fusione nucleare del sistema finanziario, aprendo la strada a una depressione economica paragonabile a quella degli anni Trenta.
4. Le proposte fatte finora a livello nazionale, europeo e mondiale per regolare i mercati finanziari sono assolutamente insufficienti.
5. La lezione che dobbiamo trarre dalla crisi finanziaria è che occorre una riconversione radicale del sistema finanziario e un ridimensionamento delle banche, comprese le banche "ombra".

Sintesi dell'intervento

Nel 2007, l'economia mondiale fu travolta dalla peggiore crisi finanziaria dagli anni Trenta. Ma già dagli anni Ottanta, in seguito a vari interventi di deregolamentazione, i mercati avevano registrato un centinaio di crisi finanziarie ed economiche, più o meno

geograficamente circoscritte. Ciò che lascia sbalorditi è che, nonostante tutto questo, gli organi politici nazionali, europei e internazionali non abbiano mai ritenuto opportuno riformare il settore finanziario, limitandosi tutt'al più a uno scambio continuo di opinioni che ha confuso i cittadini, e soprattutto costringendo i contribuenti, nelle vesti di agnelli sacrificali apparentemente volontari, a turare le varie falle o voragini con migliaia di miliardi di euro, ma senza che il settore finanziario fosse mai chiamato a risponderne. L'anno scorso, ad esempio, i deficit di bilancio di molte imprese private sono stati convertiti in deficit dei bilanci pubblici. Risultato: oggi per i beni di vero interesse pubblico non ci sono più risorse, e gli economisti delle varie facoltà universitarie, spesso schierati dalla parte dei poteri finanziari (anche per non perdere i finanziamenti privati destinati alla ricerca), rinchiusi nelle loro torri d'avorio sono troppo occupati ad approfondire altri dettagli. Recentemente, il modo in cui si è reagito alla crisi greca - dietro la quale si celano casi quantitativamente assai più problematici come l'Italia, la Spagna, il Portogallo e l'Irlanda - ha riproposto fino all'ultima virgola lo stesso copione, e anche qui un indebitamento pubblico esorbitante (causato anche dalla crisi dei mercati finanziari) stava per scatenare una fusione nucleare del sistema finanziario.

Ma alla luce di queste instabilità ricorrenti che si osservano nei mercati finanziari, sarebbe opportuno chiedersi, prima di tutto, se questi mercati, allo stato attuale, siano davvero dei "sistemi efficienti e in grado di promuovere l'economia e la società mondiale", come continua a spacciarli la maggioranza degli esponenti del settore finanziario, della società scientifica e del mondo politico.

Sulle cause che hanno scatenato la crisi finanziaria le spiegazioni abbondano: c'è chi l'attribuisce ai mutui ipotecari *subprime*, chi alla carenza di liquidità nelle transazioni di titoli dovuta a una scarsa sensibilità al prezzo dei potenziali acquirenti, chi al principio del *fair value* e alla sua insita prociclicità, o magari alle violazioni della neutralità di bilancio in seguito alle esternalizzazioni in società di comodo, al *leverage* eccessivo dei modelli di rischio interni alle banche e ai fattori di ponderazione troppo generosi suggeriti da Basilea II, agli errori della politica monetaria commessi dalla banca centrale americana, ai prodotti finanziari sempre più complessi (derivati), agli squilibri nella bilancia dei pagamenti internazionale (la Cina come esportatrice di capitali e gli Stati Uniti con un doppio deficit) e così via.

Benché nessuna di queste cause sia, di per sé, priva di fondamento, per capire la crisi occorre assumere una prospettiva più organica e completa, che opponga alla tesi dominante - secondo cui basterebbero piccoli aggiustamenti per ridare efficienza ai mercati - un nuovo paradigma basato sulla contrapposizione tra "toro e orso", partendo cioè dalla constatazione empirica che i mercati finanziari (azioni, obbligazioni, valute e derivati di ogni tipo) sono esposti per loro stessa natura a un alto grado di speculazione irrazionale e distruttiva, i cui effetti, in fin dei conti, tendono ad annullarsi a vicenda. In ultima analisi, si può ricondurre il

tutto, per dirla con Keynes, all'insicurezza radicale del futuro che ci spinge a previsioni altrettanto insicure. Sul piano soggettivo, questa sensazione produce reazioni e comportamenti tipicamente umani, come seguire il branco, puntare sulla massimizzazione immediata del profitto senza pensare alle perdite a lungo termine, alternare fasi di ottimismo collettivo a fasi di pessimismo diffuso, o cedere agli impeti irrazionali già descritti da Robert Schiller. Da queste premesse soggettive, sul piano oggettivo scaturiscono, nella tradizione di Hayman Minsky, delle fasi di espansione e di contrazione dei crediti. Ecco allora che durante le fasi di ripresa si concedono generosamente dei crediti, l'economia cresce, aumentano i redditi e anche i valori dei titoli, finché arriva il momento in cui l'espansione finisce, e tutt'a un tratto ci si accorge di quell'enorme piramide di debiti contratti. A questo punto, i soggetti economici si gettano alla ricerca di liquidità, vendono titoli, i prezzi calano ... ma i debiti restano.

La dinamica irrazionale e incostante dei mercati finanziari - che ha già portato più volte intere società sull'orlo della rovina - ha fatto emergere delle proposte di riforma radicale che però, per motivi ideologici o per interessi contrapposti, non trovano ancora quasi nessuno spazio nel dibattito pubblico. Il sistema delle banche ombra (*hedge fond*, fondi pensione ecc.) e l'assenza di limitazioni efficaci ai margini d'indebitamento, hanno fatto perdere alle banche centrali il controllo reale sulla quantità di denaro circolante e sulla gestione del credito da parte delle banche, tanto che perfino i tassi ufficiali di sconto hanno ormai perso quasi tutta la loro efficacia di strumenti di politica economica. Ormai, la piramide del debito ha raggiunto un'altezza esorbitante, arrivando negli Stati Uniti a superare il 370% del prodotto interno lordo. Un modo per recuperare la sovranità degli stati sul denaro, quindi, sarebbe di introdurre una moneta al 100%, vale a dire portare la cosiddetta riserva minima al 100%. In pratica, ciò significa che i depositi in conto corrente non vincolati non possono più essere impiegati dalle banche per concedere crediti, mentre i depositi a risparmio vanno vincolati per un periodo determinato, e reimpiegati dagli istituti di credito soltanto per quel periodo. Di fatto, quindi, verrebbe meno l'aumento del capitale circolante prodotto dalla concessione dei crediti bancari. Un'altra proposta è di mettere in circolazione la valuta emessa dalle banche centrali non più tramite le banche commerciali, com'è avvenuto finora, ma donandola gratuitamente agli stati nella misura della loro crescita potenziale prevista. In compenso, i governi non avrebbero più la possibilità di piazzare sul mercato dei titoli di stato, il che sancirebbe di fatto un divieto di indebitamento. Ma in realtà, gli stati non avrebbero più bisogno di indebitarsi, poiché il denaro loro "donato" dalle banche centrali equivarrebbe più o meno all'attuale entità del nuovo indebitamento. Una misura altrettanto urgente sarebbe quella di limitare le dimensioni assolute delle grandi banche, stabilendo che il loro bilancio non possa superare i 100 miliardi di euro. In questo modo, si eviterebbe lo sviluppo di banche "a rischio sistemico" secondo il principio anglosassone del "*too big to fail*", e ovviamente questa regola dovrebbe valere anche per le banche ombra come gli *hedge fond*.

Le dimensioni eccessive assunte dalle banche, inoltre, le fanno diventare delle organizzazioni parallele di controllo degli stati, senza legittimazione democratica, basti pensare all'esempio della Deutsche Bank, il cui bilancio di circa 2 bilioni di euro corrisponde quasi all'intero PIL della Germania. Un'altra riforma da attuare è la separazione - assolutamente necessaria - tra banche d'affari (o universali) e banche d'investimento, poiché la loro sovrapposizione attuale tiene spesso in ostaggio i governi nazionali e gli organismi politici internazionali: non potendosi permettere il tracollo del sistema generale dei pagamenti, gli stati sono costretti a praticare potenti iniezioni di denaro pubblico anche alle banche d'investimento, che poi sono quelle che scatenano le crisi.

Il sistema generale dei pagamenti, la gestione dei conti correnti, la concessione di crediti alle imprese e così via, andrebbero affidati a banche decentralizzate, a vocazione territoriale e prive di rapporti con le banche d'investimento (*ring fencing*), come sono ad esempio le casse di risparmio e le banche di credito cooperativo in Germania. Inoltre, con un'imposta sulle transazioni finanziarie (*Tobin tax*) si potrebbero limitare efficacemente le transazioni speculative, mentre la circolazione di derivati non gestiti dalle borse valori si potrebbe evitare, stabilendo per queste transazioni l'assenza di garanzie legali. I derivati gestiti dalle borse, invece, verrebbero sostanzialmente neutralizzati introducendo dei margini di sicurezza più elevati. Quanto ad altri strumenti attualmente assai in voga come le vendite allo scoperto, le società di comodo, le cartolarizzazioni, i *credit default swaps* o le valutazioni *mark-to-market* (basate cioè sul principio del valore più basso di mercato), se ne potrebbe tranquillamente fare a meno. Anziché scaglionare in modo differenziato il capitale minimo obbligatorio, come previsto da Basilea II, con valutazioni del rischio basate sui giudizi tutt'altro che affidabili delle agenzie di rating, sarebbe molto meglio ritornare al criterio assai più semplice del rapporto fra esposizione (capitale di terzi) e capitale di rischio o proprio (*leverage ratio*), archiviando quel regolamento-mostro chiamato Basilea II come tragico errore storico.

Sintesi delle riforme finanziarie proposte:

1. Varare un nuovo sistema monetario basato sulla moneta al 100% reale. In questo modo, a) i crediti concessi dalle banche non producono più nuovo capitale circolante. Per i conti correnti vale l'obbligo della copertura integrale (riserva minima al 100%), mentre i depositi a risparmio sono reimpiegabili, ma solo per il periodo in cui sono vincolati; b) l'apporto di nuova liquidità avviene tramite "donazioni" gratuite della banca centrale allo stato, in ragione della sua crescita potenziale. In caso di divergenze si decide con referendum.
2. Smembrare o eliminare le grandi banche, stabilendo che la somma di bilancio di un istituto di credito non deve superare i 100 miliardi di euro. "Quando sono *too big to fail* – per dirla con Alan Greenspan - sono troppo grandi".

3. Separare l'attività bancaria universale da quella delle banche d'investimento. Le banche d'affari gestiscono le operazioni di deposito e credito nell'economia reale tramite istituti decentrati e quasi pubblici (come avviene per le casse di risparmio e le banche di credito cooperativo in Germania), e questi istituti non sono quotati in borsa. La garanzia sui depositi vale solo per le banche d'affari, non per quelle d'investimento.
4. Per le banche d'investimento, stabilire la separazione fra transazioni proprie e consulenza, e fra attività di emissione e vendita dei titoli emessi. La vendita dei titoli va affidata a *broker* indipendenti che non praticano transazioni proprie.
5. Riscuotere un'imposta sulle transazioni finanziarie (Keynes, Tobin) con un'aliquota compresa fra lo 0,01 e lo 0,1% (nei derivati, applicata al valore commerciale dell'*underlying*).
6. Derivati: (*future, option, swap*): diversamente dai derivati negoziati tramite le borse o le piattaforme, per le transazioni "da banco" abolire l'azione petitoria giudiziale (*legal enforcement*), ad eccezione delle forniture materiali (con relativa quietanza). In generale, vanno stabiliti dei margini di garanzia molto più elevati (30%). La vendita dei derivati ai piccoli risparmiatori deve essere limitata a casi eccezionali, proibendo del tutto le vendite allo scoperto di ogni genere di CDS (*credit default swaps*), con o senza *underlying*.
7. Agenzie di *rating*: far pagare la loro attività ai clienti, stabilendo al tempo stesso che va sempre coinvolta una seconda agenzia di *rating* più piccola o pubblica. In alternativa, prevedere una sorta di *pooling* ad estrazione, con obbligo di pubblicazione di tutti i *rating* attribuiti. Venendo meno la valutazione del rischio (v. punto 9), queste agenzie comunque perderebbero molta della loro importanza attuale.
8. Securizzazione e società di comodo: stabilire per le obbligazioni coperte (*covered bond*) la piena responsabilità dell'originatrice al posto delle società di comodo, e vietare la suddivisione in *tranche*. Per le società di comodo, stabilire che il 20% dei titoli vanno mantenuti dall'originatrice, tenuta a fornire una garanzia del 50% sul valore.
9. Aumentare il capitale di rischio (capitale proprio) di tutte le banche, anche di quelle „ombra“ come gli *hedge fond*, stabilendo al tempo stesso che il capitale di rischio effettivamente versato deve essere almeno il 20-30% di quello iscritto al bilancio. Abolire la ponderazione del rischio prevista da Basilea II. L'iscrizione dei cespiti a bilancio deve avvenire in base al principio del valore minimo. In caso di rischio di sfioramento della quota, prevedere l'obbligo di ricapitalizzazione in capo agli azionisti, pena la partecipazione pubblica automatica con diritto di voto.
10. Buoni ai dirigenti: stabilire la responsabilità civile personale totale (o al 50%) per i dirigenti o gli azionisti di maggioranza. Si potrebbe pensare anche a convertire le partecipazioni delle banche d'investimento in mere collaborazioni. Trasformare le società per azioni in fondazioni.
11. Ridurre la concentrazione del patrimonio finanziario (favorita anche dagli interessi sugli interessi), stabilendo una tassa patrimoniale *una tantum* sui proventi da capitali superiori a

50.000 euro, in modo da distribuire più equamente le ricadute della crisi finanziaria. Stabilire una maggiore progressività delle aliquote nelle imposte sui redditi, di successione e patrimoniali, applicando la regola dell'equilibrio, vale a dire: crescita del valore aggiunto reale = aumento del patrimonio finanziario. In questo modo si realizzerebbe il *tide tax system* descritto da R. Shillers Rising.