

Nuovi confini per lo Stato assicuratore?¹

Sommario: 1. Stato padrone, stato discarica, stato assicuratore. – 2. Il settembre nero del 2008. – 3. Indizi per la difesa dello stato sociale. – 4. Concludendo a favore di una rete di sicurezza sociale dei paesi UE (*European Social Security Act.*)

1. Stato padrone, stato discarica, stato assicuratore

1.1 Con la simultanea caduta precipitosa e rovinosa dei mercati finanziari internazionali si è dissolta non soltanto la fiducia sul sistema bancario internazionale, ma anche la fiducia che il mercato dei capitali mobiliari possa garantire un sereno futuro alle famiglie che vi abbiano investito il loro risparmio (direttamente oppure tramite gli istituti di *private welfare*) per goderne i frutti nel momento del bisogno.

Si teme oggi che molti milioni di lavoratori oltre al lavoro possano perdere anche i loro risparmi e con essi i diritti alle future prestazioni previdenziali ed assicurative.

Gestori del risparmio altrui guidati da obiettivi di breve e brevissimo termine; *moral hazard* indotto dalle autorità di vigilanza supposte efficaci dagli investitori; rapacità delle banche di investimento che lucravano con gli arbitraggi regolamentari sulle diverse piazze finanziarie del mondo; incapacità degli inventori dei titoli strutturati (poi divenuti “titoli tossici” in giro per il mondo) di comprendere – al pari di nuovi apprendisti stregoni - le conseguenze delle alchimie finanziarie da essi stessi create e così via, sono soltanto alcuni dei fattori che hanno portato all’ingresso fragoroso di stati e governi nei templi della finanza privata.

Oggi ci si può domandare se i *robber barons* di cui si narra nella saggistica americana² siano stati sostituiti dai manager delle banche di investimento, delle assicurazioni, dei fondi pensioni e così via. Questi, mossi da incentivi perversi come bonus e stock options commisurati anche ai volumi delle montagne di carta finanziaria negoziata, hanno sfruttato a loro vantaggio tutte le imperfezioni dei mercati dei capitali, le diffuse asimmetrie informative, la meno incisiva regolamentazione (se non del tutto assente) in alcuni segmenti dei mercati finanziari (come le banche di investimento) oltre ad avere diffusamente praticato a loro vantaggio le pratiche di *self dealing*. “Avremmo dovuto monitorare i banchieri ed i traders – ha ammesso sconsolato un anonimo *risk manager*³ - ma ai loro occhi non stavamo guadagnando soldi per la banca (...) I traders ci vedevano di ostacolo, come un impedimento alla loro abilità di guadagnare bonus sempre più grandi”.

Con dolore di molti si è dovuto riconoscere che i mercati finanziari sono instabili e che la fallimentare autoregolamentazione di mercati stessi era stata una richiesta (assecondata dalla politica benevolente) dei soggetti prima regolati che esibivano a tal fine le nuove conclusioni tratte dai loro ben ordinati manuali.

La risposta degli stati al precipitare della crisi ha individuato tre linee di intervento (alcune delle quali anche perseguite): la nazionalizzazione delle banche, la creazione di *bad bank* pubbliche

Scritto per il gruppo di Astrid su “Il governo della globalizzazione”

¹Da un libro forse dimenticato (il cui sottotitolo è “la miseria genera l’odio”) si riprende, condividendo, che “per sicurezza sociale s’intende la protezione dell’individuo, organizzata dallo Stato, contro i rischi ai quali l’individuo rimarrà esposto anche quando le condizioni della società saranno nel complesso le più soddisfacenti possibili”. Cfr. W.B. Beveridge *L’impiego integrale del lavoro in una società libera*, Einaudi, Torino 1948, (Londra 1948), p. XVII. Ricorda questa funzione che molti autori hanno trascurato A. B. Atkinson, *The Future of Social Protection in a Unifying Europe*, First Kela Lecture, Helsinki, 5 November 2004..

²M. Josephson, *Capitalisti rapaci*, Orme editori, 2004. Traduzione di *The Robber Barons*, Usa, 1934..

³Testimonianza (anonima) riportata in *The Economist*, “Confessions of a Risk Manager”, 9-15 August 2008, p. 69.

che prendano in carico i titoli tossici; offrire garanzia statale illimitata a favore dei fondi patrimoniali delle banche stesse. Interventi tutti mirati a far sì che gli intermediari creditizi possano continuare ad erogare il credito all'economia evitando il temibile credit crunch.

In sintesi, il menu delle proposte tese a ridare fiducia ai mercati finanziari presenti e futuri prefigura l'intervento non soltanto dello stato *padrone* di vecchia memoria, ma anche la novità dello stato *discarica* dei titoli tossici di nuovo concepimento ed il recupero dal passato della funzione dello stato *assicuratore* di ultima istanza. Funzione che - sviluppata per finalità di *public welfare* con finanziamento a carico della collettività - nel decorrere del tempo - è stata in parte cospicua abbandonata a favore di quelle svolte dalle istituzioni di *private welfare* che operano sui mercati dei capitali.

E' ragionevole prevedere che il futuro presenterà le più diverse combinazioni dei tre tipi di intervento ora descritti dipendendo tale scelta dalle scelte politiche dei governi e delle banche centrali dei diversi stati. Pare dunque da escludere l'adozione di un'unica soluzione condivisa da tutti gli stati.

Invece, preoccupati del futuro assetto dei mercati finanziari (preoccupazione sacrosanta che dovrebbe fare riflettere chi cerca consenso gridando "danno i soldi alle banche invece che ai lavoratori"), i governi non paiono altrettanto preoccupati della salvaguardia futura del capitale umano delle famiglie e dei contesti di incertezza e rischio in cui queste dovranno operare. Contesto che, se permane, potrebbe rendere ancora più ardua l'uscita dalla crisi dell'economia reale.

1.2 Per cogliere le esigenze che si prospettano è dunque opportuno rileggere anche il passato, ma con gli occhi e le informazioni di oggi, al fine di contribuire alla costruzione di un futuro possibile che in particolare tuteli il capitale umano delle famiglie a fronte di eventi ancora una volta imprevisti e/o imprevedibili non assicurati e/o non assicurabili dal mercato dei capitali.

Certo è che la crisi in corso ha scosso e messo in dubbio anche le più ferme convinzioni di molti. Si pensi alle reazioni negli Usa di alcuni uomini politici rivolte all'adozione delle misure straordinarie (e sicuramente eterodosse) "per stabilizzare il nostro sistema finanziario (...) *and protecting tax-payers*", come ha ripetuto più volte il segretario del tesoro americano Henry M. Paulson jr. innanzi alla Commissione finanze del Congresso americano⁴.

La reazione di molti fu del tipo "non posso in coscienza votare questo piano che cambia profondamente il ruolo dello stato nell'economia", oppure "il mio timore è che il governo cambi per sempre la faccia del libero mercato americano. Poiché credo fermamente nei principi del libero mercato e nella libertà, mi opporrò a questa legge". Così si espressero molti membri del Congresso americano apprestandosi a bocciare il piano Paulson il 29 settembre del 2008 cui seguì un profondo tonfo delle borse mondiali. "*Those whom the gods would destroy, they first make mad*", ha commentato W. Buiter riferendosi al voto contrario del Congresso Usa⁵.

Che tutto ciò comporti la fine del capitalismo e della economia di mercato – così come paventato da alcuni membri del Congresso americano, e da pochi (forse) sperata – non pare questione fondata.

Più che la fine del capitalismo e della economia di mercato è più probabile che sia messa in discussione – come suggerisce "The Economist"⁶ – il dominio intellettuale dell'*Anglo-Saxon brand* del libero mercato con gli Usa suo cheerleader. Oppure, se si vuole riprendere per analogia la tesi di Kindleberger che, come noto⁷, attribuiva la depressione mondiale degli anni trenta al venir meno della funzione egemone nell'economia di allora della Gran Bretagna, si potrebbe azzardare l'ipotesi

⁴ *Testimony by Secretary H. M. Paulson, before the House Committee on financial services, Hearing on Turmoil in U.S. Credit Markets*, 24 settembre 2008, mimeo, p. 2.

⁵ W. Buiter, *Financial Time*, 29 September 2008; Greg Hitt, *U.S. lawmakers defeat bailout package*, The Wall Street Journal Europe, 30 September 2008.

⁶ The Economist, *Special report*, 11 October 2008, p.6

⁷ C. Kindleberger, *La grande depressione nel mondo 1929-1939*, Etas Libri 1982.

che la crisi e la recessione in corso siano da attribuire anche al venire meno della funzione egemone degli Usa nella economia mondiale degli ultimi sessanta anni.

Ciò che oggi appare ragionevolmente certo è che ancora non si dispone di una sufficiente conoscenza della quantità, qualità e distribuzione geografica dei “cocchi finanziari” che la crisi ha disseminato in giro per il mondo soprattutto con il passaggio dal modello *originate-to-hold*, al modello *originate-to-distribute* (BRI⁸).

Ancora oggi, molto (ma non tutto) si conosce di quanto è avvenuto entro i perimetri giuridici ed operativi delle banche vigilate ed anche quanto è avvenuto sui mercati regolamentati (come le borse valori) ove si concludono contratti multilaterali con obbligo di consegna dei titoli, ma quasi nulla si conosce invece di quanto sia avvenuto sui mercati non regolamentati del tipo *over the counter* e/o *alternative trading system*.

Per ridurre il grado di incertezza del quadro di riferimento è auspicabile che gli organismi internazionali che si occupano di mercati finanziari (BRI-Banca dei regolamenti internazionali, FSF-Financial stability forum, IMF-International monetary fund, BCE-Banca centrale europea) procedano il più rapidamente possibile alla costruzione di un nuovo quadro dei flussi dei fondi (e relativi stock) tra mercati, intermediari e paesi evidenziando possibilmente la mappa ed il dettaglio dei “cocchi” finanziari. Governare la crisi finanziaria richiede che si conosca la dimensione e la localizzazione di ciò che si intende governare.

1.3 Per quanto interessa sviluppare in queste note, prendere qualche distanza dal ruolo del mercato dei capitali per assicurare la tutela del capitale umano delle famiglie contro l’insorgere di rischi imprevedibili e/o imprevedibili originati dalle crisi economiche e finanziarie non significa ne prefigurare la fine del capitalismo e neppure quella dell’economia di mercato.

Si tratta di riconoscere i limiti ed i fallimenti delle funzioni dei mercati dei capitali a fronte di rischi non assicurabili dai mercati stessi.

Per contenere l’incertezza del nuovo contesto delle economie reali e dei mercati finanziari originato dalla crisi ed entro cui si muoveranno famiglie e imprese, sono in molti a proporre nuovi organismi di governo delle economie globalizzate. Altri propongono invece politiche protezionistiche come ai tempi della Grande Depressione.

Nell’un caso come nell’altro, poco si ragiona invece di come (e se) tutelare in futuro - e in maggiore misura rispetto all’oggi - anche il capitale umano delle famiglie stante una vita sempre più prolungata e dunque sempre più potenzialmente esposta ad eventi tanto imprevedibili quanto non assicurabili dal mercato delle assicurazioni i cui contratti come noto, hanno da tempo un elevato grado di finanziarizzazione. Eventi, si teme, che potrebbero comportare anche nuovi collassi delle istituzioni deputate alla tutela del capitale umano delle famiglie i cui assets e le cui prestazioni dipendono crucialmente dall’andamento del mercato dei capitali.

Non a caso il 14 agosto del 1935 - nel corso del *New Deal* - il presidente Roosevelt firmò il *Social Security Act* che dispose l’introduzione di indennità, a carico del bilancio pubblico, anche per alcuni rischi di disoccupazione, malattia e vecchiaia, facendo così svolgere allo stato sociale la funzione di copertura di rischi allora imprevedibili e non assicurati e/o non assicurabili dal mercato finanziario.

Non a caso, quasi un secolo dopo e con mossa imprevedibile, il governo argentino per rimediare alle perdite colossali originate dalla crisi ha proposto nell’ottobre 2008 di nazionalizzare il sistema pensionistico del suo paese e il Parlamento ha approvato tale proposta

E’ ragionevole ritenere che per lungo tempo a venire i governi, le imprese e le famiglie delle economie che subiscono gli effetti della crisi reale e finanziaria e la concorrenza delle economie emergenti (in realtà emerse da tempo) opereranno in presenza di nuovi rischi e di nuove incertezze: ovvero di eventi la cui probabilità di verificarsi è associabile a un coefficiente desunto dal passato e di altri eventi invece cui (non avendo storia recente) è impossibile associare qualche coefficiente di

⁸ BRI, *Rapporto per l’anno 2008*, p. 151.

probabilità e pertanto non assicurabili dal mercato dei capitali. In questo contesto è assai probabile che si riduca la propensione al rischio delle famiglie per meglio tutelare il loro futuro.

Se così avverrà, la domanda delle famiglie si indirizzerà verso quei prodotti finanziari caratterizzati da un contenuto rapporto tra rischio e rendimento negoziati sui mercati regolamentati piuttosto che sui mercati alternativi (ATS) ove si negoziano titoli con rischio elevato.

Fanno parte dei primi, i rischi finanziari associati a variazioni non attese dei prezzi i cui modelli di copertura – a fronte dei fallimenti recenti - dovranno tuttavia essere rivisitati per incorporare gli effetti della crisi. Tali modelli sono stati (forse) utili per segnalare alcuni rischi crescenti di instabilità finanziaria, ma non potevano certo prevedere il se, il quando ed il quanto dello scoppio della crisi ed il fallimento di molti intermediari finanziari come Lehman Brothers.

E a proposito di questa ultima suona quanto meno beffarda la testimonianza di B. S. Bernanke innanzi al Congresso Usa: “*we judged that investors and counterparties had had time to take precautionary measures*”⁹. E così la crisi finanziaria divenne con rapidità crisi sistemica che ben presto si è estesa alle economie reali.

Appartengono all’insieme degli eventi imprevedibili e non assicurabili sia quelli conseguenti ai comportamenti futuri dei governi per contenere gli effetti della crisi finanziaria anche sulle economie reali, sia quelli sul valore di medio e lungo periodo degli assets; compresi quelli delle istituzioni finanziarie (e loro prestazioni) di private welfare deputate alla tutela del capitale umano (principalmente fondi pensioni, assicurazioni e ammortizzatori sociali). Così come è risultato inoppugnabile nel corso della crisi in atto, i contratti relativi a prodotti finanziari collocati nei diversi portafogli non hanno assicurato il contraente contro il rischio di default delle istituzioni finanziarie (con merito di credito assai elevato) che avevano emesso il titolo sottostante.

1.4 Per evitare troppo ardite generalizzazioni è opportuno che l’occhio sulla crisi dell’industria finanziaria in corso colga alcune importanti difformità tra le industrie stesse nei più importanti paesi colpiti dalla crisi.

A questo fine faremo ricorso (solamente in via strumentale in quanto manteniamo ampie riserve al riguardo) ad una distinzione adottata nella recente letteratura accademica (che indaga sulle relazioni tra istituzioni giuridiche e sistemi economici) ove si sostiene che le origini delle legislazioni dei diversi paesi (legal origins) continuano ad esercitare rilevanti effetti economici e che esse sono centrali sia per comprendere la varietà dei sistemi capitalistici¹⁰, sia per spiegare il perché gli investitori godono di una più forte protezione nei paesi di *common law* rispetto a quella goduta nei paesi di *civil law*¹¹.

Gli stessi autori hanno poi racchiuso i paesi di *common law* entro la categoria dei paesi “*common law-dispute-resolving*” poiché in questi si privilegia sia il ruolo del governo e delle corti di giustizia per la regolazione dei mercati e per la soluzione del contenzioso tra gli interessi contrapposti che su questi si manifestano, sia il ruolo della governance delle imprese che fanno appello al pubblico risparmio per la tutela degli azionisti di minoranza.

Si giudica poi con favore l’azionariato diffuso che consente di sviluppare il mercato dei prodotti finanziari da negoziare e da collocare nei portafogli delle famiglie, ma anche in quelli delle più diverse istituzioni finanziarie di private welfare come i fondi pensione, le assicurazioni e i fondi comuni di investimento e *mutual funds*.

Pare a noi che difficilmente le istituzioni di private welfare possano avere successo sui mercati dei capitali delle diverse economie ed imporsi alle famiglie senza un profondo e liquido mercato domestico degli strumenti emessi dalle imprese stesse, che ai presume stabile nel medio e lungo periodo.

⁹ B.S. Bernanke, *Testimony before the Joint Economic Committee*, US Congress, 24 September 2008, mimeo.

¹⁰ R. La Porta, F. Lopez—De-Silanes, A. Shleifer *The Economic Consequences of Legal Origins*, in *The Journal of economic literature*, June 2008, pp. 285 – 332; A. Shleifer, *Legal Foundations of Corporate Governance and Market Regulation*, Paolo Baffi Lecture, Bank of Italy, Novembre 2007, preliminary Draft.

¹¹ La Porta et al. *Law and Finance*, *Journal of Political Economy*, 1998, n.61 p. 1115.

A loro volta, i paesi di civil law sono stati ricompresi entro l'insieme di quelli “*civil law-policy implementing*” poiché in questo caso si privilegia sia il ruolo del governo nel controllo di attività a vantaggio delle famiglie, sia il suo sostituirsi al mercato. Non sfigura in questi paesi sia la funzione del credito bancario alle imprese per il finanziamento dei loro investimenti, sia la presenza e l'operare di assetti proprietari delle imprese assai più concentrati (caso mai tramite le note piramidi societarie) e neppure la modestia del mercato dei titoli emessi dalle imprese che fanno appello al pubblico risparmio.

Il *public welfare* (proprio dello stato assicuratore) finanziato a carico del bilancio dello stato garantisce la tutela del capitale umano della famiglie lungo l'arco della loro vita, senza dover ricorrere al mercato dei capitali. Non deve stupire pertanto che in queste economie le istituzioni per il private welfare svolgano un ruolo marginale e del tutto secondario.

Concludono gli autori ricordati, ma la dimostrazione è statisticamente assai debole, che i paesi “*common law-dispute-resolving*” meglio sostengono lo sviluppo delle economie reali, rispetto a quelli “*civil law-policy-implementing*”. Si tenta così ancora volta, ma con diverso approccio, di rispondere all'antico quesito: why different rates of growth ?

2. Il settembre nero del 2008

2.1 La tabella 1 contiene l'elenco (probabilmente ancora provvisorio) degli istituti coinvolti raggruppati entro i due soli insiemi indicati della letteratura prima ricordata. Si noti che tra i caduti prevalgono le banche di investimento rispetto alle banche commerciali. Ciò può essere spiegato considerando sia che le prime sono state meno vigilate (dalla Sec) delle seconde (vigilate dalla Fed), sia che sono state anche le responsabili delle maggiori cartolarizzazioni, oltre ad avere adottato l'effetto leva di grado più elevato. Si noti anche che i “cocci” (misurati dal numero degli intermediari collassati e dall'ammontare delle risorse destinate dai governi per i salvataggi delle banche), non sono nel caso di alcuni paesi di civil law così cospicui quanto quelli, ad esempio, riscontrabili negli Usa o in UK (paesi di *common law*) .

Caso ? Fortuna, menzogna o altro?

Si potrebbe azzardare l'ipotesi che nel caso di alcuni paesi di *civil law*, abbia giocato il ricordo di quanto avvenne ai tempi della Rivoluzione francese quando si pensò di utilizzare i terreni (spesso quelli espropriati alla Chiesa) come garanzia sottostante per emettere titoli (assignats) a favore di una qualche *Caisse Patriotique* che provvedeva a sua volta ad emettere *billets de confiance* di piccolo taglio¹². E' poi noto che gli assignats persero rapidamente valore come oggi i titoli subprime e altri “titoli tossici”. Ma forse la memoria collettiva di quei paesi non è così lunga per spiegare la distribuzione dei “cocci” tra i paesi stessi.

Altra spiegazione potrebbe ricavarsi dando uno sguardo ad alcuni indicatori della struttura finanziaria dei paesi nell'area dell'euro (ove prevalgono i paesi di *civil law*) e negli Usa (paese di *common law*).

Questi indicatori¹³ descrivono – seppure in modo assai sintetico - una delle ripartizioni dei sistemi economici più nota da tempo: quella per cui si giunse a definire (e molti a criticare) il sistema dell'area dell'euro (escluso dunque il Regno Unito) di tipo bancocentrico. In questo prevalgono sia le imprese con proprietà concentrata, sia il credito bancario nel finanziamento delle imprese stesse (137% del pil nell'area dell'euro contro il 62% negli Usa); in opposizione ai mercati anglosassoni incentrati sul mercato ove prevalgono sia i titoli di debito emessi dalle imprese stesse (26 % in Usa contro l'8% nell'area euro), sia le imprese a proprietà diffusa e una elevata dimensione della capitalizzazione del mercato azionario (112 % del pil in Usa contro il 75% nell'area dell'euro).

¹² C.P. Kindleberger, *Storia della finanza nell'Europa occidentale*, Cariplo – Laterza, 1987, p. 139.

¹³ BCE, *Bollettino*, agosto 2008, p. 92.

Il sistema finanziario di tipo bancocentrico insieme alla modesta presenza delle istituzioni di private welfare a favore delle istituzioni di public welfare, avrebbero dunque contribuito a rendere meno esposta la finanza privata dell'area dell'euro alla recente turbolenza dei mercati finanziari.

Si eccepisce al riguardo che questo modo di confrontare i due sistemi finanziari è obsoleto in quanto il continuo processo di innovazione finanziaria, le modifiche normative e la globalizzazione hanno condotto a rendere sempre più sfumati i confini tra i mercati del credito, quello dei valori mobiliari e quello dei prodotti assicurativi. Anche i venir meno in molti paesi (sia dell'area dell'euro che di altra area) della separazione tra banca e impresa insieme alla trasformazione delle banche da puri intermediari creditizi in intermediari polifunzionali che operano su ogni segmento dei mercati dei capitali ha consentito al sistema bancario di assumere rischi diversi da quello tradizionale associato esclusivamente all'esercizio del credito.

E' però vero che come osserva il FMI¹⁴, nell'area dell'Euro lo spostamento dalla banca tradizionale verso altri intermediari non bancari è stato più moderato di quanto sia avvenuto negli Usa e nel Regno Unito e anche il recente aumento dei mutui erogati per l'acquisto della casa è stato principalmente sostenuto dalle banche commerciali e non dalle banche di investimento.

Il grado di finanziarizzazione delle economie che hanno adottato l'euro sarebbe dunque minore di quello adottato altrove e ciò avrebbe contenuto il contagio proveniente da mercati non euro.

Ci si deve domandare tuttavia se il ritorno verso il modello *originate-to-hold* comporti anche un ritorno ai più tradizionali confini tra i diverse segmenti dei mercati finanziari (creditizio, mobiliare ed assicurativo) ed alla riproposizione agli investitori di prodotti finanziari più trasparenti, meno complessi e con decisa eliminazione della componente assicurativa da quella finanziaria.

Sostiene l'ISVAP, a questo riguardo che "se una prima lezione per il settore assicurativo si può trarre dagli eventi di questi mesi essa attiene ai rapporti tra assicurazione e finanza (...) ma la finanza rimane il mezzo e non il fine: l'attività delle compagnie dovrà sempre di più ad essere focalizzata sulla copertura dei rischi di individui, famiglie e imprese, ovvero la tipica e tradizionale attività assicurativa"¹⁵.

3. Indizi per la difesa dello Stato Sociale

3.1 In quanto segue abbiamo assunto che sia la presenza o l'assenza sui mercati finanziari di investitori (diversi da quelli pubblici) per il private welfare - come le assicurazioni e i fondi pensioni e altri ammortizzatori sociali - un importante fattore di discriminazione dei paesi di *common law dispute resolving* rispetto a quelli di *civil law policy implementing*.

Come hanno reagito questi istituti per il private welfare alla crisi finanziaria in atto?

I fondi pensione Usa, il cui patrimonio è investito per il 40-50% in azioni, costituiscono uno dei più importanti player dell'industria dei servizi finanziari¹⁶ e, come ha testimoniato il CBO-Congressional Budget Office Usa, "*The turmoil of financial markets has affected many aspects of the economy, including pensions*": il minore valore degli assets è stimato in circa il 10% tra il 2007 ed il 2008. Aggiunge il CBO che sebbene le famiglie Usa detengano modesti patrimoni mobiliari diversi dai fondi pensione, nell'aggregato tuttavia questi assets hanno un peso significativo: il 15% del reddito complessivo degli anziani con più di 65 anni contro il 18% dei piani pensionistici¹⁷.

Aggiunge il CRR-Center for Retirement Research che, negli Usa, tra ottobre 2007 e ottobre 2008 il valore degli assets mobiliari dei piani pensionistici privati si è ridotto del 42 per cento e che

¹⁴IMF, *Global Financial Stability Report*, 7 October 2008, p. 83.

¹⁵ Senato della Repubblica, Commissione finanze e tesoro, *Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana*, Audizione dell'Isvap, 23 ottobre 2008, mimeo, p. 19.

¹⁶ Rob Bauer et al., *The Performance of U.S. Pension Funds*, Ssrn, April 2007, mimeo.

¹⁷ CBO, Testimony of P.R. Orzag (director) before the Committee on Education and Labour, U.S. House of Representatives on "*The Effects of Recent Turmoil on Financial Markets on Retirement Security*", 7 October 2008.

la crisi finanziaria potrebbe spingere al fallimento i fondi pensione o a congelare i piani pensionistici. In ogni caso i titolari delle pensioni andranno in pensione con un reddito inferiore. In sintesi la crisi finanziaria trasferisce il rischio a carico degli individui che hanno sottoscritto i piani pensionistici¹⁸.

Nel caso dei fondi pensione italiani (seppure modesti e marginali) la Covip ha stimato che “nei primi otto mesi dell’anno in corso i comparti azionari hanno fatto registrare cali consistenti, nell’ordine del 10 per cento per i fondi negoziali e per quelli aperti, di ordine ancora maggiore per i PIP (...) negli stessi otto mesi il rendimento medio generale dei fondi pensione risultato comunque negativo per 3,4 punti percentuali”¹⁹.

La caduta dei corsi azionari potrebbe rivelarsi particolarmente penalizzante per i lavoratori prossimi alla pensione e che dunque potrebbe richiedere un intervento (eterodosso) dello stato a garanzia al valore del portafoglio del lavoratore. Nel caso delle assicurazioni l’Isvap a sua volta, annota che “dall’ultima rilevazione che abbiamo effettuato all’ultimo 30 settembre emerge che il saldo plusvalenze e minusvalenze (...) ha subito (...) un progressivo deterioramento”²⁰.

Poiché non si dispone ancora di una consolidata teoria economica che spieghi se queste cadute (se temporanee) avranno effetti permanenti sulle prestazioni o soltanto di breve periodo, il contesto delle attese future rimane dominato da un elevato grado di incertezza che potrebbe determinare una permanente avversione al rischio da parte delle famiglie. Anche per questi soggetti il futuro potrebbe presentare amare sorprese con riferimento al loro tenore di vita

Ma vi è di più. Ha scritto la BCE²¹ che i bassi tassi di interesse di questi anni potrebbero avere indotto alcuni investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensioni) a investire – per avvicinare i rendimenti effettivi agli obiettivi di rendimento nominale – in misura sempre maggiore in attività legate al credito, consentendo così alle banche di collocare ulteriori prestiti sui mercati finanziari secondo il modello originate-to-distribute.

Ha aggiunto al riguardo la Bri²² che “un certo numero di assicurazioni e di fondi pensione, benché protetti dall’uso di criteri contabili differenti, hanno annunciato considerevoli perdite dovute ai mutui subprime e ai prodotti collegati” (previsione perfettamente azzeccata nel caso di Aig, oppure già si sapeva?).

Si accresce così il rischio di controparte per l’intero sistema dovuto anche al comportamento sui mercati finanziari di istituzioni che operano nel settore del private welfare. Le politiche di investimento dei fondi pensioni e delle assicurazioni potrebbero avere contribuito al diffondersi della crisi finanziaria ed alla correlata caduta dei valori degli assets delle istituzioni finanziarie di private welfare.

Non si sostiene qui che sulla base di ardite quanto impossibili correlazioni statistiche che ancora nessuno propone, siano state le assicurazioni ed i fondi pensioni Usa a fare esplodere la crisi e neppure che siano gli intermediari più penalizzati. Si osserva, invece, che anche i loro portafogli hanno subito rilevanti perdite contribuendo ad aggravare la profondità e l’estensione della crisi. Ad esempio, il FMI stima che le potenziali perdite – dovute ai titoli tossici - della banche Usa potrebbero oscillare tra 225 e 290 miliardi dollari con riferimento ai loans e tra 20 e gli 825 miliardi con riferimento alle securities. Per imprese di assicurazione e fondi pensioni le perdite oscillerebbero invece tra 5 e 75 miliardi di dollari con riferimento ai loans e tra 285 e 500 con riferimento alle securities²³. Se fosse vero sono cifre di assoluto rilievo anche se inferiori a quelle delle banche che rischiano di ridurre il tenore di vita dei percettori.

¹⁸ CRR at Boston College, “*The financial crisis and private defined benefit plans*” by A. Munnell et al. n. 8-18, 2008..

¹⁹ Covip, audizione innanzi alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato, *Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull’economia italiana*, 8 ottobre 2008. mimeo, p.5.

²⁰ Senato della Repubblica, *Indagine conoscitiva...*cit, Audizione dell’Isvap, p .8.

²¹ BCE, *Bollettino*, agosto 2008, p. 94.

²² BRI, Rapporto 2008, pag. 6.

²³ IFM, *Global Financial Stability Report*, 7 October 2008, p. 9.

Purtroppo non disponiamo di simili valutazioni per i paesi euro e tanto meno se si adotta la distinzione tra paesi di common law e paesi di civil law. Ma dai dati elaborati dall'Oecd²⁴ emerge quanto sia poco sviluppata l'industria dei fondi pensione e delle assicurazioni sulla vita in molti paesi dell'area dell'euro.

Ancora più carenti sono le informazioni statistiche per le assicurazioni sanitarie. Ad esempio, per il settore di Private Health Insurance l'Oecd dispone ancora soltanto di pochi indicatori che si riferiscono alla quota della spesa privata per le assicurazioni sanitarie in percentuale del totale della spesa sanitaria. Questa è il 35% negli Usa, contro il 3,3% in Uk ove opera il NHS, il 3,9 in Spagna e appena 1% in Italia²⁵. Ma anche questi pochi riferimenti quantitativi mostrano apprezzabili differenze sull'importanza di queste istituzioni nei diversi paesi considerati.

Considerato il prolungarsi e la severità della crisi ci domandiamo se non sia da apprezzare la modestia del ruolo di queste istituzioni di private welfare nei paesi dell'euro.

Invece, per i fondi pensioni e le assicurazioni sulla vita le rilevazioni statistiche –curate dall'Oecd - paiono sufficientemente affidabili ai nostri fini.

La tabella 2 illustra alcuni indicatori che possono concorrere a dare contenuti alla precedente ripartizione dei paesi.

Una rapida osservazione della tabella 2 mostra – senza impegno in ardite correlazioni - quanto sia poco sviluppata l'industria dei fondi pensione nei paesi di *civil law-policy implementing* rispetto a quelli di *common law-dispute resolving*.

In Italia, in particolare, i fondi pensioni appaiono particolarmente sottosviluppati rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro. La ragione di ciò è da individuarsi non soltanto nella modesta cultura finanziaria delle famiglie italiane, nei costi di informazione e di accesso ai mercati e nella qualità degli intermediari finanziari, ma anche nella composizione del portafoglio delle famiglie caratterizzato da basso rischio e basso rendimento. Ma se le famiglie mostrano una scarsa propensione al rischio finanziario ne consegue che anche gli emittenti siano indotti ad offrire prodotti a basso rischio ed il mercato dei capitali a non svilupparsi. E così (tab. 2), i fondi pensioni italiani investono appena il 9,9% del loro modesto patrimonio in azioni ed il 36,5% in obbligazioni: sebbene la regolamentazione – a differenza di altri paesi - non imponga limiti quantitativi alle diverse componenti del portafoglio se negoziate sui mercati regolamentati²⁶.

E' opportuno allora spingere ancora la famiglie ad accrescere la loro propensione al rischio al fine di potenziare la presenza di questo tipo di industria finanziaria?

Forse, nel caso dell'Italia, la presenza della molteplicità delle PMI così poco disposte ad accedere al capitale di rischio, insieme alla modestia della borsa valori italiana ove dominano le imprese a proprietà concentrata altro non sono che lo specchio e la conseguenza di una economia ove la sicurezza sociale è in parte garantita dal bilancio pubblico.

Ci si domanda se tale peculiarità non debba essere valutata positivamente e se la crescita dimensionale delle imprese italiane debba essere ricercata con interventi diversi da quelli tesi all'apertura al mercato dei capitali della compagine sociale. Non si tratta di difendere o rimpiangere il presente, ma di mettere in discussione l'efficacia di un sistema finanziario che induce ed incentiva il debito per il finanziamento degli investimenti delle imprese.

²⁴ OECD ha lanciato sul finire degli anni novanta un vasto programma di raccolta di statistiche sui fondi pensioni al fine di meglio comparare gli sviluppi di tali fondi nei diversi paesi. OECD, Stat Extracts; OECD (2005), *Global Pension Statistics Project: Data, Update. Financial Markets Trends*, March 2005; OECD (2006) *Pension Markets in Focus*, October 2006, issue n.3.

²⁵ F. Colombo, N. Tapay, *Private Health Insurance in Oecd Countries*, Oecd Health Working Papers, n.15, 2004

²⁶ OECD, *Survey of investment...*, cit. p.7.

4. Concludendo a favore di una rete di sicurezza sociale dei paesi UE (*European Social Security Act*)

Abbiamo ricordato che l'amministrazione Roosevelt adottò, tra le tante misure a difesa dei mercati finanziari (tra cui l'istituzione della Sec ed il Glass-Steagall Act, che imponeva la separazione delle banche commerciali dalle banche di investimento, poi abbandonato nel 1999) anche il Social Security Act per uscire dalla crisi facendo assumere allo stato il ruolo di assicuratore di eventi imprevisti e imprevedibili e non assicurabili dal mercato dei capitali.

Poiché si sostiene che dopo le recenti crisi finanziarie nulla sarà più come prima (e, come si è ricordato in premessa il contesto futuro sarà caratterizzato da l'insorgenza di eventi imprevedibili e non assicurabili) vale la pena di domandarci se - per non doverci pentire in futuro - non sia opportuno potenziare le istituzioni per il welfare state garantite dal bilancio pubblico ridisegnando i confini tra stato e mercati finanziari.

A fronte di eventi imprevedibili, ci si può oggi domandare se la tradizionale funzione dello stato sociale come assicuratore possa applicarsi al caso di eventi non ragionevolmente prevedibili originati dalle crisi finanziarie, dagli effetti di queste sull'andamento delle economie reali, sul mercato del lavoro e sulla tutela del capitale umano delle famiglie.

Escluso che sia possibile o auspicabile eliminare alla radice la componente di rischio incorporato in ogni strumento finanziario negoziato sui mercati dei capitali (seguirebbe la precoce e perniciosa scomparsa di ogni innovazione finanziaria) non rimane che apprendere la lezione della crisi in atto e domandarci conclusivamente con quali provvedimenti sostitutivi del mercato mobiliare creare una rete di sicurezza per tutelare al meglio il capitale umano delle famiglie lungo l'arco di tutta la loro vita.

Una rete di garanzie statali sui montanti degli assets delle istituzioni di private welfare potrebbe contribuire al mantenere in vita queste istituzioni e ad evitare che le famiglie oltre al lavoro perdano anche il loro risparmio.

Molto si discute di come dare unità e forza all'Europa e molti chiedono un nuovo regolatore dei mercati finanziari di rango europeo per dare maggiore stabilità e trasparenza al mercato finanziario.

Anche la costruzione di una rete di protezione sociale europea (attuata da una sorta di *European Social Security Act*) che tuteli uniformemente il capitale umano delle famiglie, con istituzioni, prestazioni, garanzie e contribuzioni tendenzialmente eguali in ogni paese dell'euro sarebbe il miglior completamento della unione monetaria ed anche del mercato del lavoro europeo; un formidabile scudo contro l'approfondirsi delle prossime (speriamo il più lontano possibile) inevitabili e imprevedibili crisi finanziarie e dei suoi effetti sull'andamento delle economie reali, ma anche un impegno delle istituzioni politiche più direttamente coinvolte per la tutela del benessere dei loro cittadini.

In altre parole, per valutare l'opportunità di convergere verso un efficace livello di difesa del capitale umano, vale la pena di continuare a privilegiare - nel campo della sicurezza sociale - gli ordinamenti statali "policy implementing" anche per non dover frettolosamente e mestamente abbandonare le ricette dei paesi "dispute resolving".

E' però vero che con onestà intellettuale anche gli studiosi delle "*economic consequences of legal origins*", concludono che come nel caso della seconda guerra mondiale o in quello della Grande Depressione (e oggi possiamo aggiungere la crisi innescata dai sub prime): "*countries are likely to embrace civil law solutions*", così come attestano molti casi di salvataggio tra i "caduti" raccolti in tabella 1.

La lezione da apprendere dalla crisi del 2008 è dunque rivolta al sistema politico dei diversi stati dell'UE che dovranno disegnare i nuovi confini tra stato e mercati dei capitali guidando la transizione di quello e questi verso nuovi assetti con esclusione dei due casi polari: nazionalizzazione delle attività produttive e disordine dei mercati dei capitali.

Anche in questo caso non si tratta di mettere in discussione il capitalismo e l'economia di mercato quanto di mettere in discussione – come ha suggerito “The Economist” prima ricordato - il dominio intellettuale dell’*Anglo-Saxon brand* del libero mercato con gli Usa suo *cheerleader*.

Tabella 1 - Caduti
(fallimenti e/o salvataggi da 09/ 2007 a 20/2008)

Paesi di <i>civil law-policy implementing*</i>	
Benelux	Fortis Banque Belgium, Fortis Banque Netherlands, Fortis Banque Luxembourg, Dexia, Ing
Francia	Dexia, BnP Paribas, SocGen , Credit Agricole, Credit Mutuel, Caisses d'Epargne, Banque Popolare
Germania	Hypo Real Estate, Hypo Real Estate Bank International AG, DEPFA, DEPFA AG, IKB, Dusseldorf Hypo
Danimarca	Roskilde Bank
Islanda	Glitnir, Landsbanki, Kaupthing ed altre tre banche
Svizzera	Ubs, Credit Suisse

Paesi di <i>common law-dispute resolving**</i>	
USA	Fannie Mae, Freddie Mac, Aig, Bear Stearns, J.P.Morgan, Lehman Brothers, Bank of America, Barclays, Citibank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley ,Washington Mutual, Wachovia, Wells Fargo, American Home, Mortgage, Indy Mac, Bank of New York, State Steet
Regno Unito	Bradford & Bingley, Abbey National plc, Halifax Bank of Scotland (HBOS), Lloyds TSB, HSBC Bank, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered, Northern Rock
Irlanda	Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Life and Permanent, Irish Nationwide Building Society, Educational Building Society

* comprende i paesi di French, German and Scandinavian legal origin. Ammontare stimato degli interventi (miliardi di €): Germania, 480; Francia, 360; Olanda, 210; Spagna, 150; Austria, 100; Portogallo, 20; Grecia 15 mld.; Svizzera \$ 60 mld; Italia, q.b.

** comprende i paesi di English legal origin. Ammontare stimato degli interventi: Usa, 700-1400 mld di \$; UK, 500 mld di €; Irlanda, 440mld di €.

Per la classificazione dei paesi si veda R. La Porta e al , *op. cit.*

Fonti: Audizione del Governatore della Banca d'Italia Mauro Draghi, Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, 21 ottobre 2008; stampa nazionale e straniera.

Tabella 2. Alcuni indicatori dei fondi pensioni autonomi*

Paesi di <i>civil law</i> <i>policy implementing</i>		Paesi di <i>common law</i> <i>dispute resolving</i>	
Assets dei Fondi pensione (anno2006)**			
In % del Pil			
Italia	3,0 (22,1)	UK	84,3 (116,2)
Francia	1,1 (60,0)	Canada	54,0 (77,3)
Spagna	7,5 (20,9)	Australia	90,4 (91,3)
Germania	4,2 (31,9)	USA	75,4 (115,0)
Svezia	9,4 (n.d.)	Irlanda	49,9 (n.d)
Olanda	127,2 (129)	New Zeland	12,43 (n.d)
Belgio	4,25 (37)		
Norvegia	6,83 (31)		

** Fra parentesi Fondi pensione + assicurazioni sulla vita nel 2004