

IL PUNTO

Possiamo credere alle Borse?

DI ANTONIO FOGLIA

Il mercato non è certo perfetto ma non esiste un'alternativa migliore. Dobbiamo quindi studiarlo per capirne il funzionamento prima di sperare di poterlo migliorare con interventi correttivi. Non mancano di certo le lezioni da trarre dal passato. Prendiamo ad esempio le Borse: in 300 anni di storia hanno vissuto numerose crisi e quindi maturato esperienze e risposte istituzionali a cui ispirarsi. Purtroppo un po' in tutti paesi le autorità di vigilanza preposte ai mercati (la Consob in Italia o la Sec negli Usa) hanno perso importanza rispetto alle autorità bancarie (Banca d'Italia e Fed) e molta della cultura di mercato che si era accumulata è andata persa, coi risultati che abbiamo visto. La prima lezione da trarre dalle Borse è che i mercati tendono a funzionare meglio se sono a termine, cioè con regolamento differito dei contratti. Quasi tutte le Borse azionarie erano così, prima che le autorità le forzassero a cambiare. Con il risultato che oggi la maggior parte del rischio azionario si scambia in derivati sul mercato dei future, rimasto ancora a termine. Ma se il regolamento del contratto è differito nel tempo, si pone un problema di credito, dato l'affidamento reciproco che devono concedersi le controparti. Lasciati a se stessi, gli scambi tenderanno a concentrarsi sugli operatori più sicuri e nessuno è più sicuro di una banca «Too Big To Fail» (troppo grande per fallire) che gode della garanzia dello Stato. Ed è per questo motivo che una mezza dozzina di grandi banche sottocapitalizzate passano dall'insolvenza latente a rendimenti stratosferici con la naturalezza degli psicopatici bipolari, dominando i mercati finanziari. La seconda lezione che si può imparare dalle Borse riguarda il problema del merito di credito delle controparti.

CONTINUA A PAGINA 11

IL PUNTO

Possiamo credere alle Borse?

SEGUE DALLA PRIMA

Le due brillanti soluzioni che hanno retto alla prova del tempo sono il versamento di un margine di garanzia ed una stanza di compensazione, per tutelare ulteriormente gli intermediari dall'insolvenza di uno di essi e rimuovere il rischio di credito reciproco. La crisi ha riportato questo problema alla ribalta ed oggi le soluzioni adottate dalle Borse sono state riproposte. Restano però ancora ferocemente osteggiate dalle grandi banche che godono dell'ulteriore concentrazione degli scambi sui grandi istituti. E alla concentrazione sono associate le rendite oligopolistiche da cui originano pure i compensi esagerati dei manager bancari. Infatti se gli intermediari sono troppo concentrati, ognuno di essi vede un campione di operazioni sufficientemente significativo per prevedere l'andamento complessivo del mercato. E se gli intermediari possono anche operare in proprio, si posizioneranno regolarmente davanti ai flussi di ordini della clientela lucrando profitti che sono considerati illegali in molti paesi ma sono difficilmente distinguibili nella confusione tra le attività di *market making* e *Proprietary Trading* che si vorrebbe oggi dipanare. E questa è la terza lezione delle vecchie Borse: molte nel tempo erano arrivate a concludere che agli intermediari doveva semplicemente essere proibito di operare in proprio e che il numero degli intermediari doveva essere sufficiente alto da abbassare la concentrazione. Sotto che soglia?



Immagine Economica

Analisi
Antonio Foglia: tre idee per evitare nuove crisi

Alla Borsa di Milano, per esempio, i trader dicevano che il campione di clientela diventava significativo con quote di mercato superiori al 2,5 per cento circa. Il che implicherebbe l'opportunità di avere come minimo una quarantina di operatori significativi in concorrenza invece della mezza dozzina che oggi domina i mercati finanziari internazionali. Per i grandi operatori, come gli hedge fund, ottenere mercati più sicuri dovrebbe essere prioritario. Per le Borse, recuperare negoziazioni ora in mano alle grandi banche sarebbe un affare. Ne parlo da anni con entrambi ma ormai le grandi banche sono fornitrici essenziali degli uni e clienti primari delle altre ed è quindi inopportuno contrastarle. Le autorità di vigilanza, che sono anche responsabili della stabilità delle banche, non fanno nulla che potrebbe danneggiarle, come si è visto ancora recentemente nei poco ambiziosi requisiti di capitale di Basilea III. E se si risvegliassero le autorità Antitrust?

Le vecchie Borse, poi, devono imparare a difendersi dai nuovi parassiti. Ricorre questo mese l'anniversario del *Flash Crash* di Wall Street dell'anno scorso, quando in 20 minuti l'indice crollò del 10 per cento, ed alcuni titoli del 60 per cento e più, per poi recuperare rapidamente. Da allora si è acceso un faro sui nuovi operatori automatici iper-tecnologici che sfruttano abilmente i regolamenti per carpire dal mercato informazioni sulla tendenza degli ordini e conquistano così una rendita di posizione non diversa da quella dei grandi market makers.

Ma questa è un'altra storia...

ANTONIO FOGLIA

© RIPRODUZIONE RISERVATA