

Prof. Antonio Renzi

Economia e gestione delle imprese

Parte quattordicesima

Sistema finanziario e sistema impresa

Argomenti

- 1. Il sistema finanziario quale sistema vitale**
- 2. Le unità in surplus e le unità in deficit**
- 3. L'intermediazione finanziaria**
- 4. I modelli organizzativi del trasferimento delle risorse (sistemi bank based e market based)**
- 5. Il rapporto tra sistema finanziario e sistema impresa. Il profilo rischio-rendimento**
- 6. L'evoluzione della regolamentazione**
- 7. L'instabilità del sistema finanziario (crisi del 1929 e del 2007/08)**

1. Il sistema finanziario quale sistema vitale

Il sistema finanziario svolge una funzione infrastrutturale rispetto all'economia reale in quanto:

- **consente l'incontro tra domanda e offerta di capitale;**
- **facilita le transazioni commerciali mediante l'immissione di mezzi di pagamento.**

Dal punto di vista delle imprese il sistema finanziario rappresenta il primo sovrasisistema di riferimento in quanto:

- **offre una risorsa (capitale) necessaria ad ogni attività imprenditoriale;**
- **ha un'elevata capacità di influenzare con regole e vincoli il governo delle imprese.**

...

Il sistema finanziario si qualifica come sistema vitale caratterizzato da una organo di governo e da una struttura operativa.

L'organo di governo persegue obiettivi di stabilità ed efficienza del sistema.

L'azione di governo si articola in:

- **azione di indirizzo;**
- **azione di controllo.**

...

Azione di indirizzo:

- **definizione delle regole cui devono attenersi i diversi operatori del sistema finanziario.**

Azione di controllo:

- **controllo del comportamento dei singoli operatori (vigilanza);**
- **controllo sulla stabilità ed efficienza del sistema.**

...

L'efficienza e la stabilità del sistema finanziario dipendono:

- **dal grado di efficienza informativa;**
- **dal grado di liquidità;**
- **dalla stabilità dei singoli operatori.**

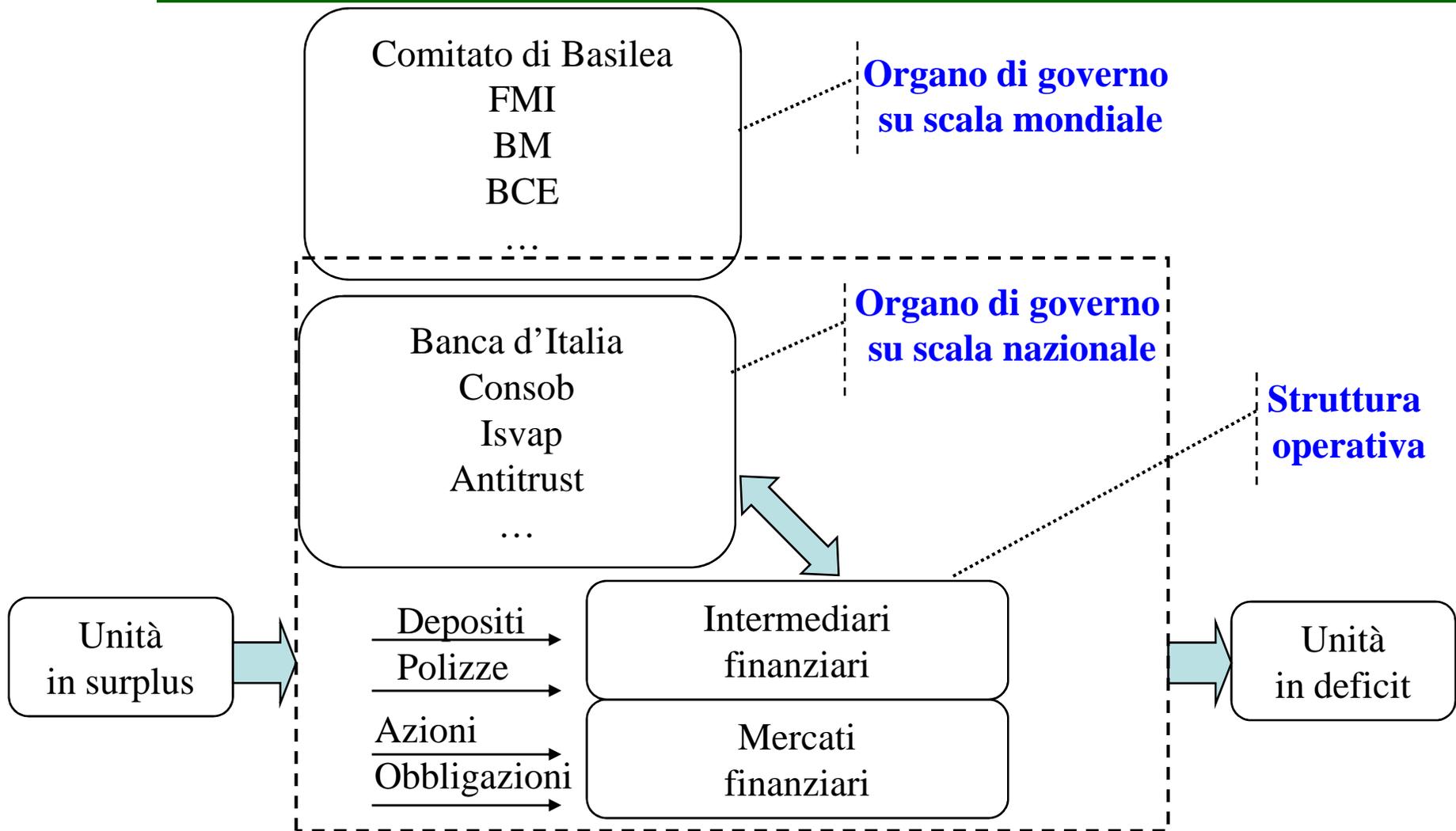
...

**L'organo di governo del sistema finanziario
è costituito da diverse istituzioni di rilevanza internazionale,
europea e nazionale**

...

La struttura operativa del sistema finanziario comprende:

- **i mercati finanziari primari ufficiali e non ufficiali;**
- **i mercati finanziari secondari ufficiali e non ufficiali;**
- **gli intermediari finanziari bancari;**
- **gli intermediari finanziari non bancari (ad es: merchant bank, società di private equity, società di venture capital, compagnie assicurative);**
- **gli intermediari che si limitano a collegare domanda e offerta senza assumere il rischio dell'operazione (broker);**
- **le società che svolgono una funzione di assistenza a favore di singoli operatori e/o all'intero sistema (ad es: le società di rating).**



2. Le unità in surplus e in deficit

La posizione in surplus o in deficit di un operatore dipende dal saldo:

Attività finanziarie (AF) – Passività finanziarie (PF)

**Finanziamenti accordati
al sistema economico:**

- biglietti (finanziamento accordato alla Banca Centrale);
 - c/c attivi;
- finanziamenti concessi alle imprese;
- finanziamenti concessi allo Stato

...

**Finanziamenti attinti
dal sistema economico:**

- c/c passivi;
- finanziamenti ottenuti da imprese;
- finanziamenti ottenuti da investitori;
- finanziamenti ottenuti dallo Stato

...

...

**AF >PF unità in surplus
(tipicamente famiglie)**

**AF <PF unità in deficit
(tipicamente imprese)**

...

L'aggregato famiglie è in surplus, in quanto la famiglia ha la possibilità di sostenere i costi successivamente al conseguimento dei ricavi. Ciò non esclude che singole famiglie siano in deficit (ad es, la famiglia che ottiene un mutuo)

Le imprese, considerate sia come aggregato che come singole unità, sono sempre unità in deficit, in quanto:

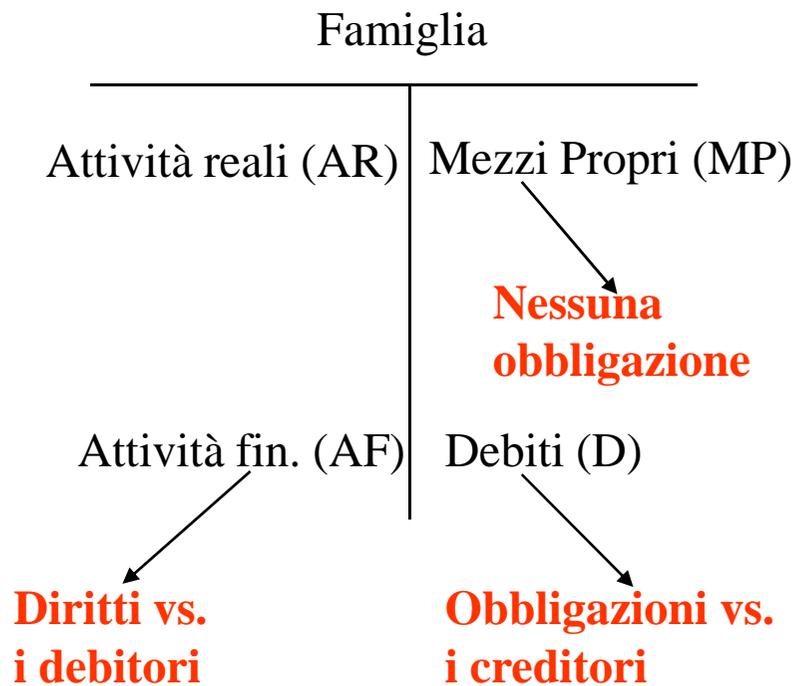
- 1. sostengono i costi in via anticipata rispetto al conseguimento dei ricavi;**
- 2. hanno un passivo che è sempre espressione di obbligazioni verso terzi.**

...

Nelle imprese il saldo negativo tra AF e PF è funzione degli investimenti in attività reali (AR):

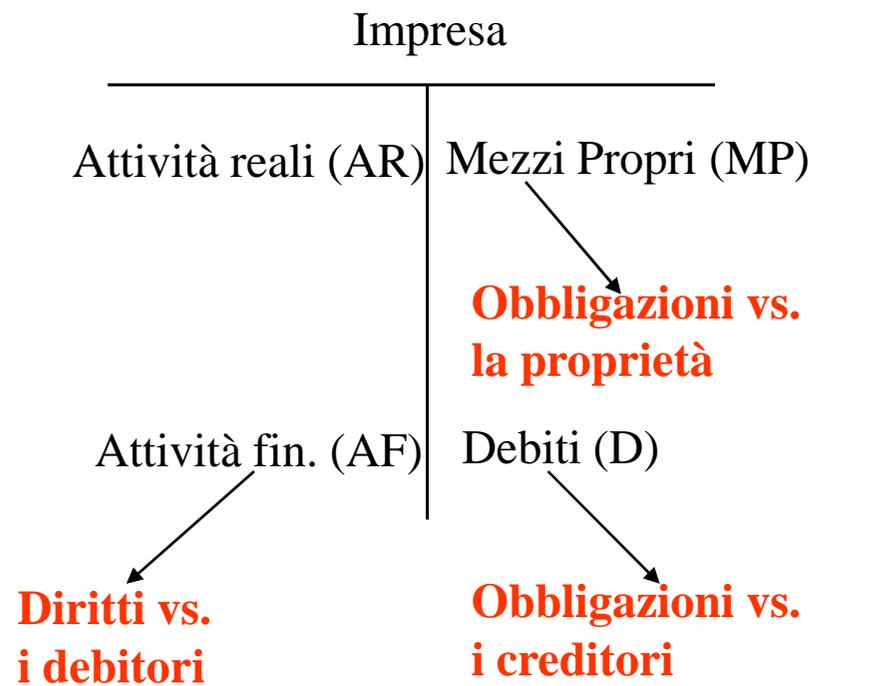
$$\mathbf{AF - PF = - AR}$$

...



$$AR + AF = MP + D \quad \boxed{PF = D}$$
$$AF - PF = MP - AR$$

$AF > PF \rightarrow MP > AR$ in surplus
 $AF < PF \rightarrow MP < AR$ in deficit



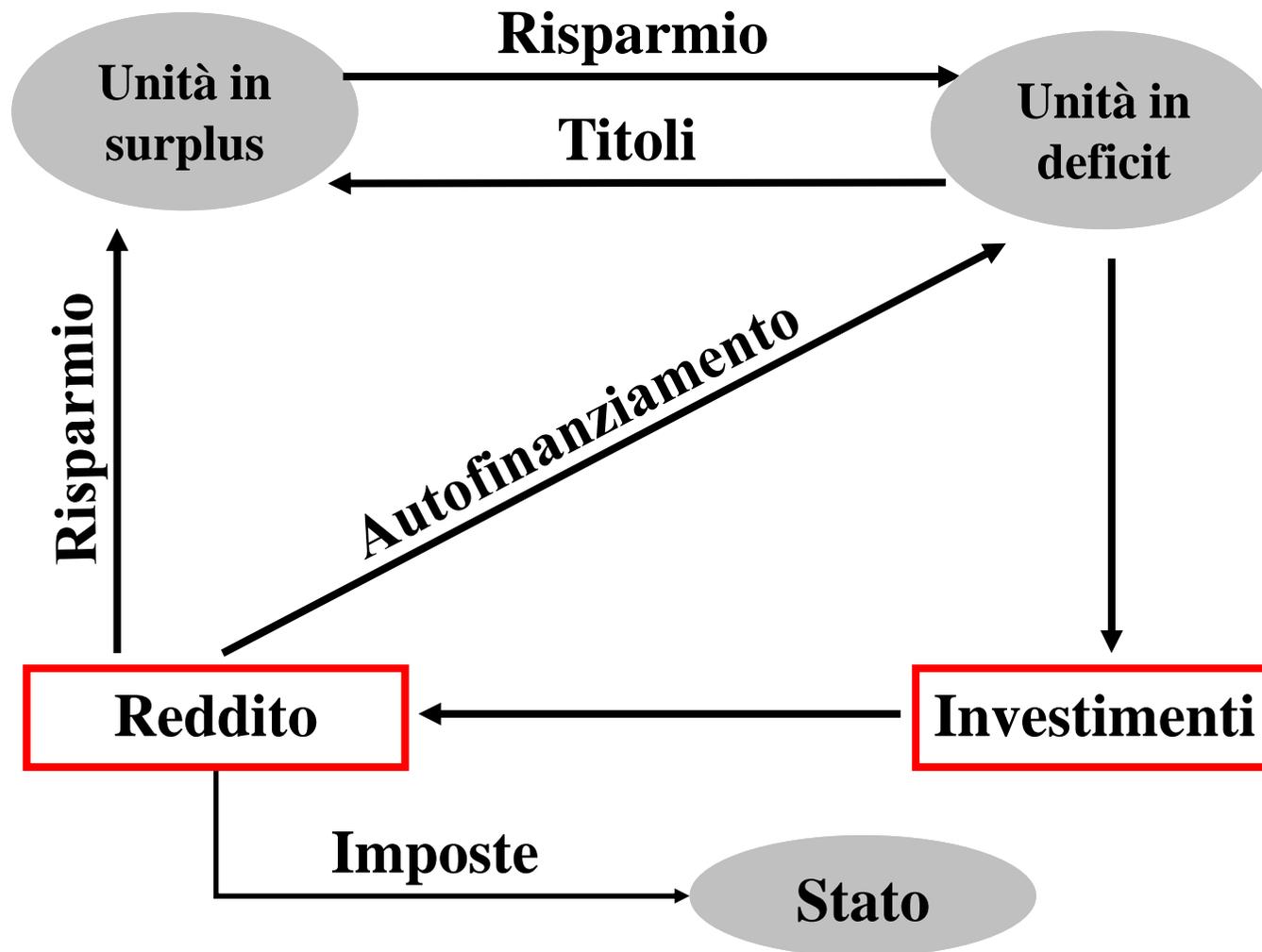
$$AR + AF = PF \quad \boxed{PF = D + MP}$$
$$AF - PF = AF - (D + MP) = -AR$$

sempre in deficit

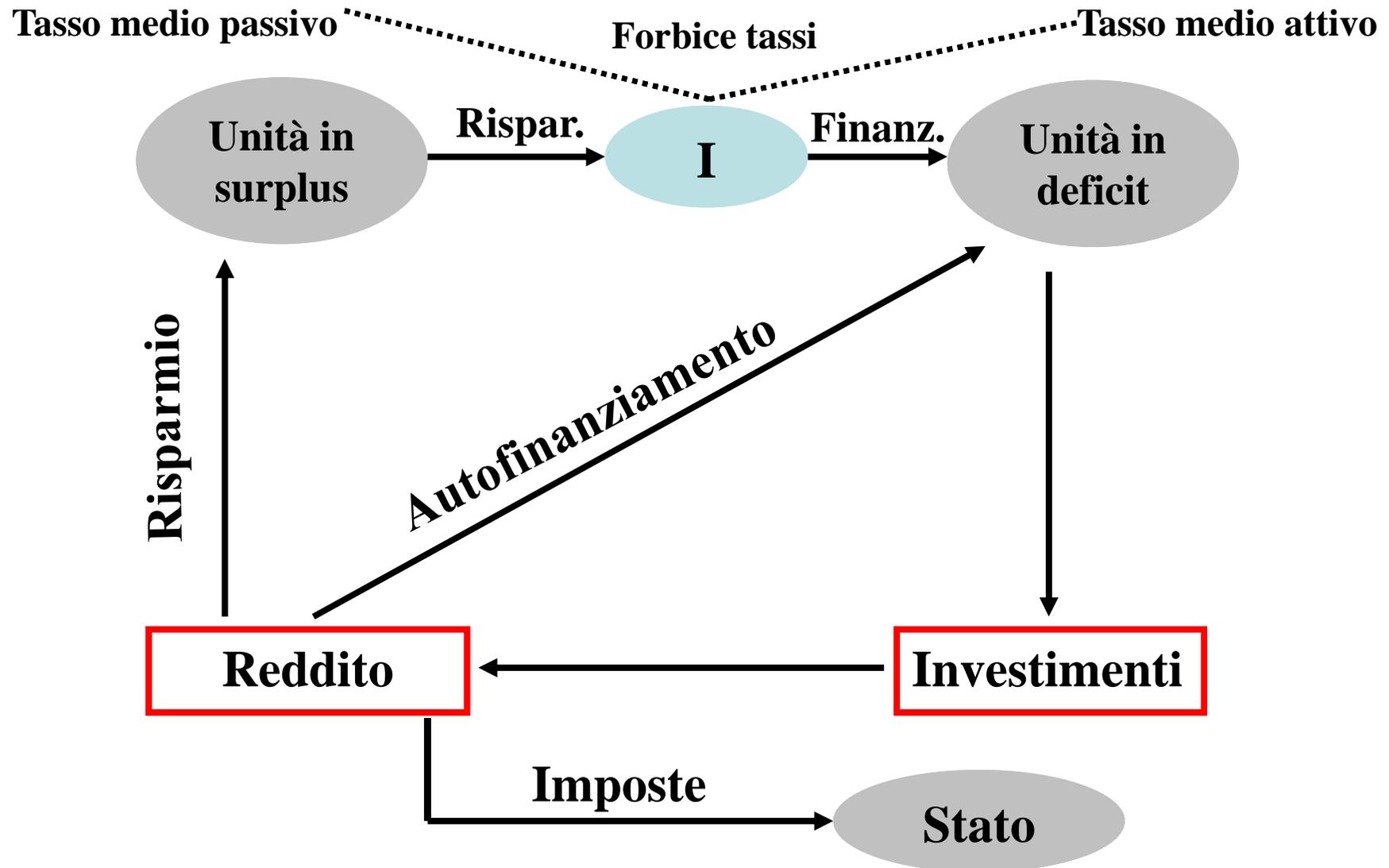
3. L'intermediazione finanziaria

- **Intermediazione finanziaria diretta: trasferimento del risparmio dalle unità surplus alle unità in deficit mediante meccanismi di mercato (incontro spontaneo tra domanda e offerta di capitale)**
- **Intermediazione finanziaria indiretta: trasferimento del risparmio dalle unità surplus alle unità in deficit mediante l'intervento di un intermediario finanziario**

3.1. Intermediazione finanziaria diretta



3.2. Intermediazione finanziaria indiretta



4. I modelli organizzativi del trasferimento delle risorse

- **Sistemi orientati al mercato (market based) prevalenti nei paesi di cultura anglosassone.**
- **Sistemi orientati agli intermediari (bank based) prevalenti nell'Europa continentale e in Giappone.**

...

I sistemi market based si caratterizzano per:

- **azionariato diffuso (public company);**
- **relazioni di breve periodo tra banche e imprese;**
- **elevato numero di imprese quotate;**
- **elevata capacità dei mercati di valutare le performance delle imprese;**
- **forte presenza di intermediari finanziari non bancari.**

...

Vantaggi dei sistemi market based :

- **facilità di accesso al capitale di rischio;**
- **facilità di accesso al capitale di sviluppo;**
- **bassi costi d'intermediazione.**

Svantaggi dei sistemi market based :

- **elevata difficoltà di controllo da parte dell'organo di governo sul funzionamento dei singoli operatori;**
- **elevata discrezionalità delle imprese nelle scelte di struttura finanziaria (rischio di eccesso d'indebitamento);**
- **elevato trasferimento del rischio d'impresa verso le famiglie;**
- **elevato rischio di instabilità.**

...

I sistemi bank based si caratterizzano per:

- **una elevata concentrazione delle proprietà aziendali;**
- **un scarso ricorso alla intermediazione diretta;**
- **relazioni di lungo periodo tra banche e imprese;**
- **una forte incidenza delle banche sugli assetti proprietari e sul controllo delle imprese.**

...

Vantaggi dei sistemi bank based :

- **elevata stabilità del sistema;**
- **possibilità per le imprese in crisi di negoziare ristrutturazioni finanziarie finalizzate al risanamento (ad es: trasformazione di un debito a breve in un debito a lungo termine);**
- **basso trasferimento del rischio d'impresa verso le famiglie;**

Svantaggi dei sistemi bank based :

- **scarsità del capitale di rischio;**
- **forte concentrazione negli assetti proprietari delle imprese;**
- **elevati costi d'intermediazione;**
- **elevato rischio di “cartelli” bancari.**

5.

Il rapporto tra sistema finanziario e sistema impresa: il profilo rischio-rendimento

Ogni operazione di finanziamento implica l'assunzione di un certo rischio da parte del soggetto finanziatore.

Rischio connesso:

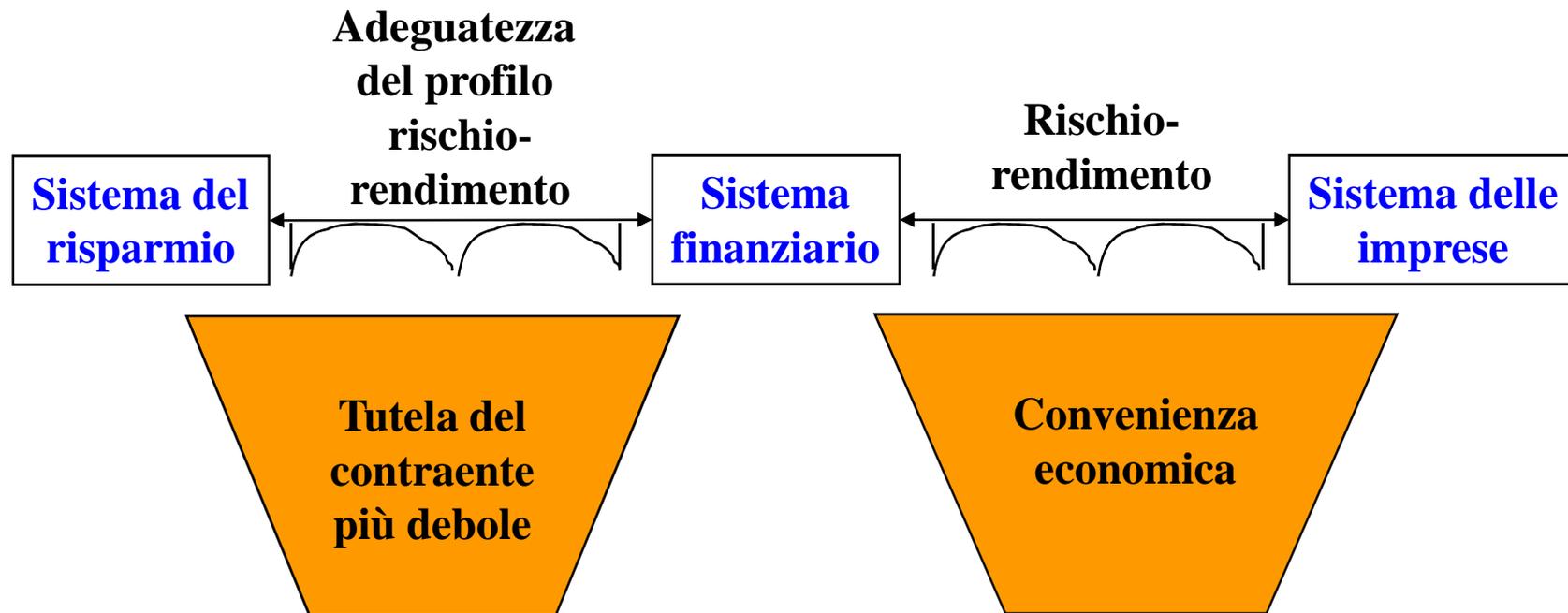
- **alla volatilità dei risultati operativi dell'impresa finanziata;**
- **alla possibilità di dissesto finanziario dell'impresa finanziata.**

...

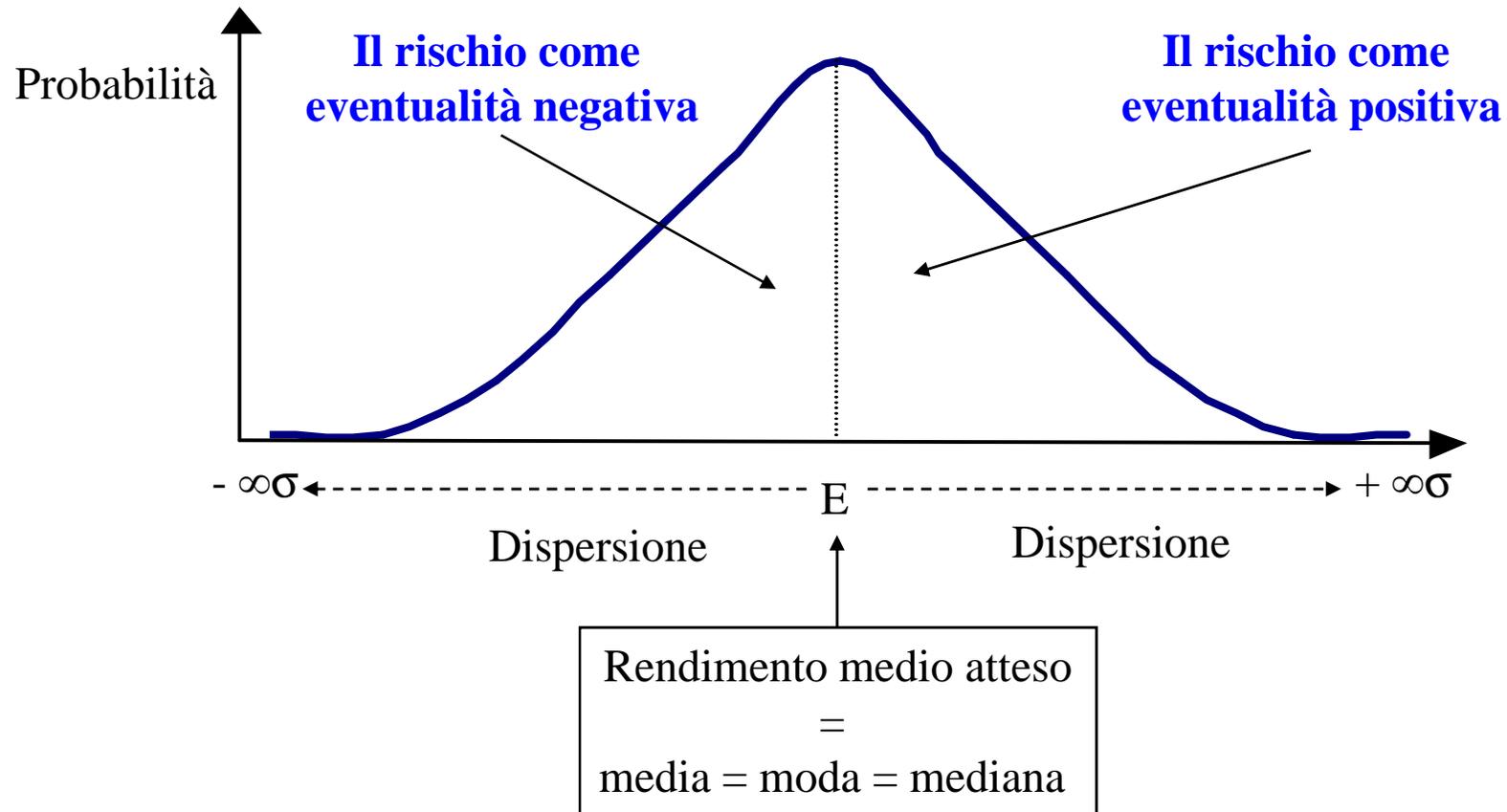
Si determina una relazione rischio-rendimento positiva in virtù del fatto che gli investitori del sistema finanziario e i manager delle imprese sono avversi al rischio.

A parità di rischio preferiscono attività ad alto rendimento atteso; a parità di rendimento atteso preferiscono attività a basso rischio

...



5.1. Il rischio simmetrico



**Ipotesi di distribuzione
normale di probabilità**

5.2. La formalizzazione del profilo rischio rendimento

$$E = \sum_{i=1}^n p_i E_i \quad \text{Rendimento atteso}$$

$$\dagger^2 = \sum_{i=1}^n p_i \cdot (E_i - E)^2 \quad \text{Rischio espresso come varianza}$$

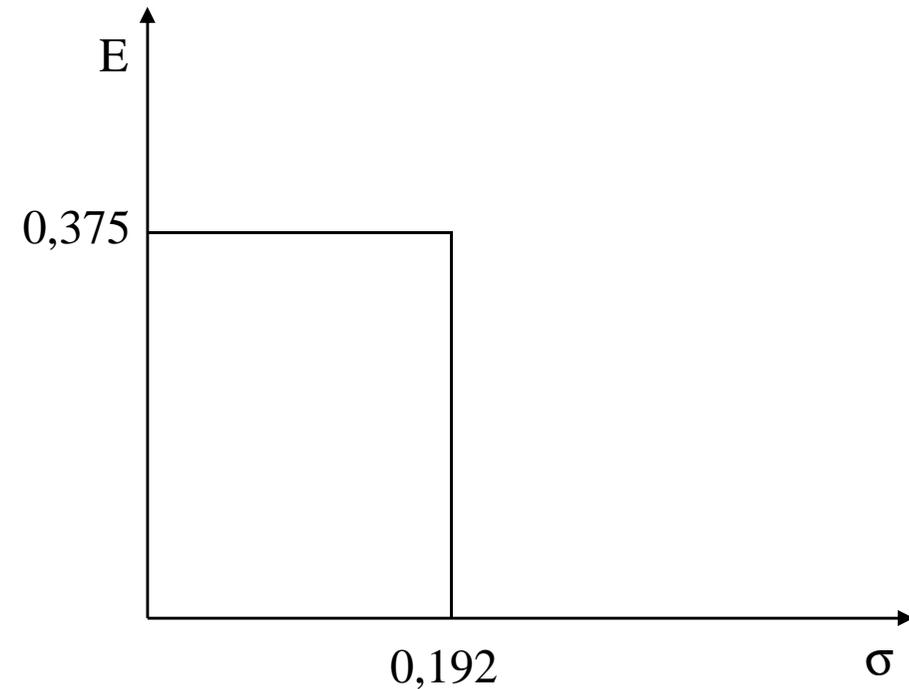
$$\dagger = \sqrt{\dagger^2} \quad \text{Rischio espresso come deviazione standard}$$

$$E = f(\dagger)$$

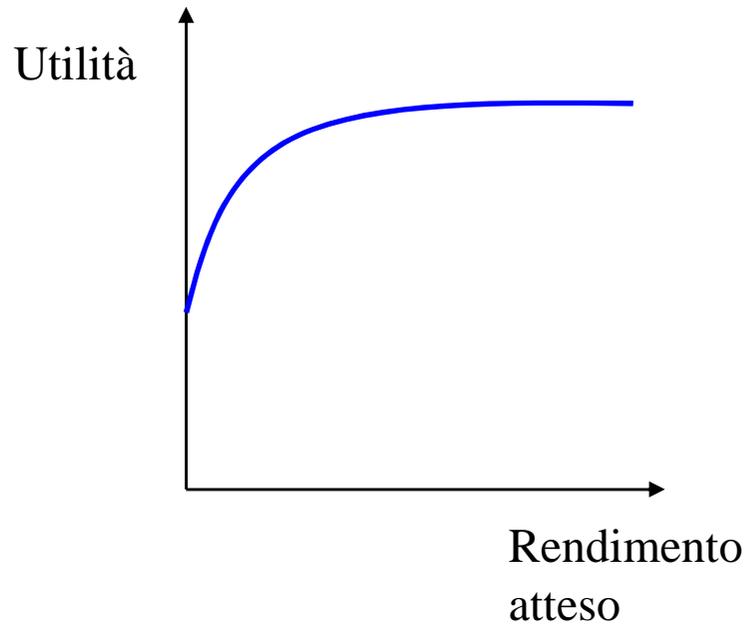
...

Scenari	p_i	E_i	$p_i(E_i - E)^2$
1	0,25	0,1	0,01890625
2	0,25	0,3	0,00140625
3	0,25	0,5	0,00390625
4	0,25	0,6	0,01265625

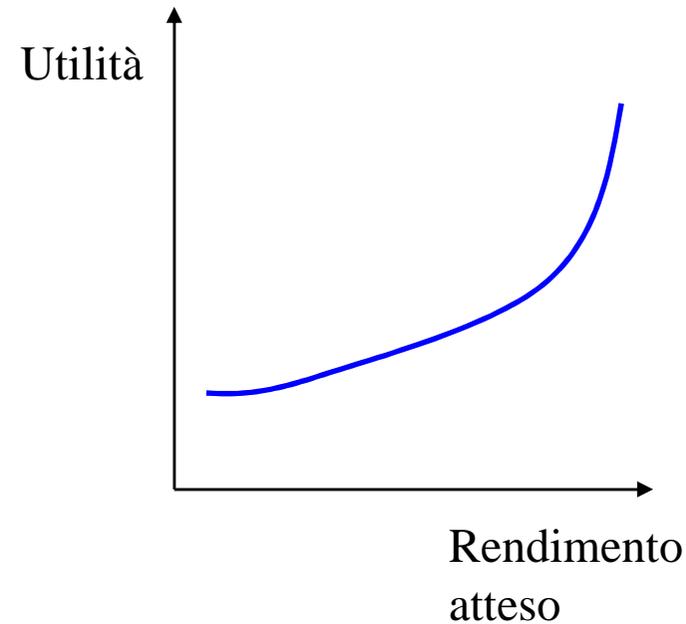
E	0,375
σ^2	0,037
σ	0,192



5.3. Funzioni di utilità soggettive



Funzione di utilità di un operatore
avverso al rischio



Funzione di utilità di un operatore
propenso al rischio

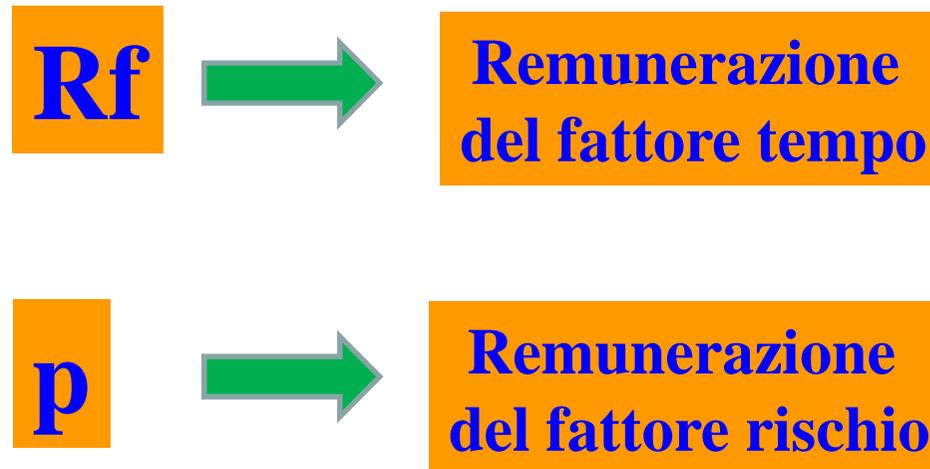
5.4.

L'analisi rischio-rendimento in presenza di un tasso puro di mercato (risk free rate)

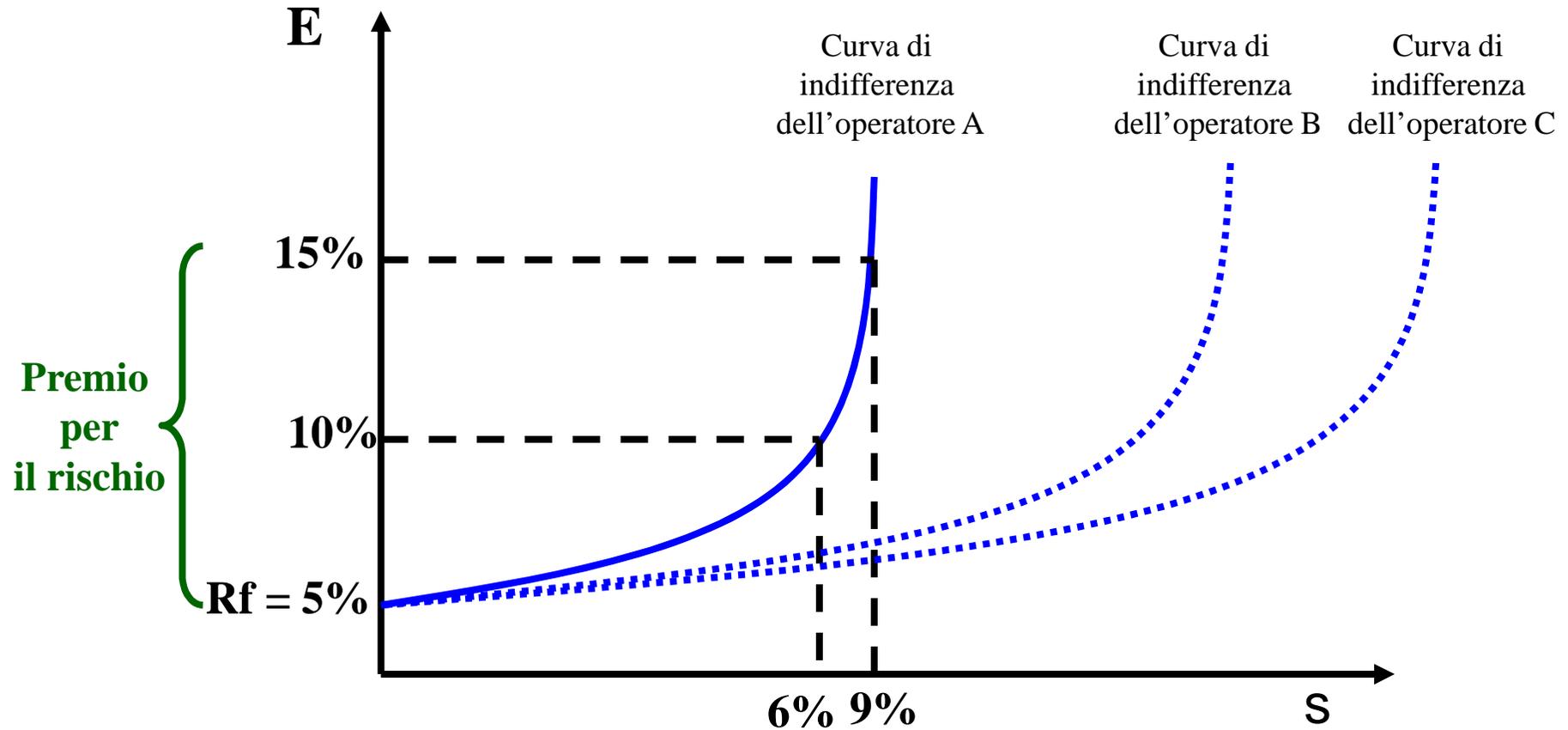
$$E = R_f + p$$

R_f = risk free rate

P = premio per il rischio



5.4.1. L'analisi rischio-rendimento in presenza di debiti risk free e di soggettive preferenze degli operatori



Rf = risk free rate

...

L'impresa deve equilibrare alla curva d'indifferenza dell'operatore (ad es banca) di riferimento le proprie decisioni d'investimento.

...

Progetto d'investimento non fattibile
per il finanziatore

Rischio del progetto
d'investimento

>

Rischio max. accettabile
dal finanziatore

Progetto irrealizzabile

...

Progetto d'investimento fattibile
sia per l'impresa
che per il finanziatore



Progetto realizzabile

La fattibilità di un progetto ad alto rischio dipende:

- **dalla sua qualità intrinseca;**
- **dalla solidità dell'impresa che lo intende realizzare;**
- **dal portafoglio di finanziatori con cui l'impresa può operare (struttura ampliata);**
- **dalla propensione al rischio del sistema finanziario.**



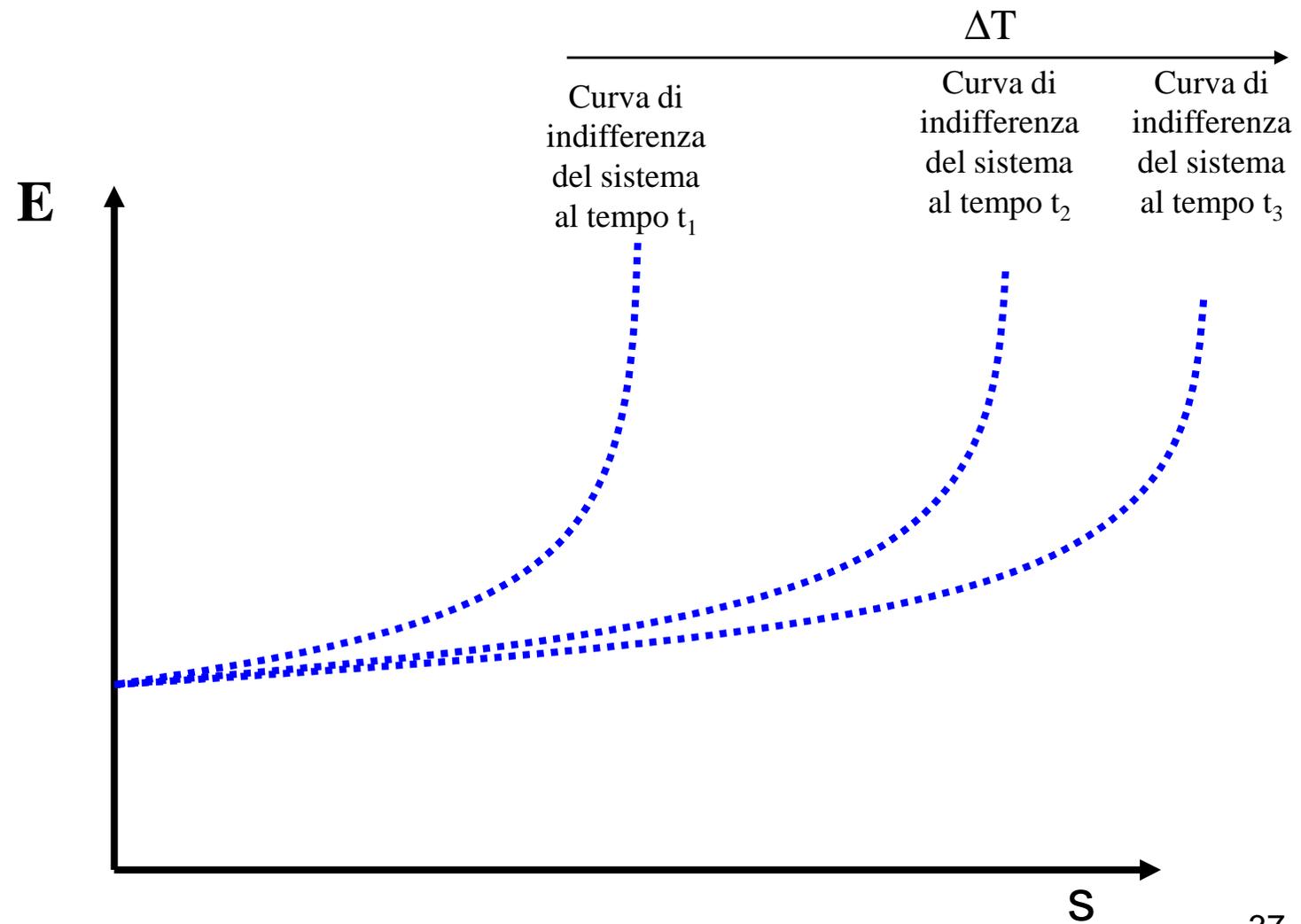
...

Se, superato il vincolo del rischio massimo, permane la relazione tra impresa e finanziatore il rapporto rischio-rendimento cessa di essere il ponte tra i due soggetti e viene sostituito da un “ponte relazionale**”**

L’emergere di “ponti relazionali” si manifesta soprattutto nei sistemi bank based.

5.5.

Crescente propensione del sistema finanziario a sostenere investimenti d'impresa altamente rischiosi



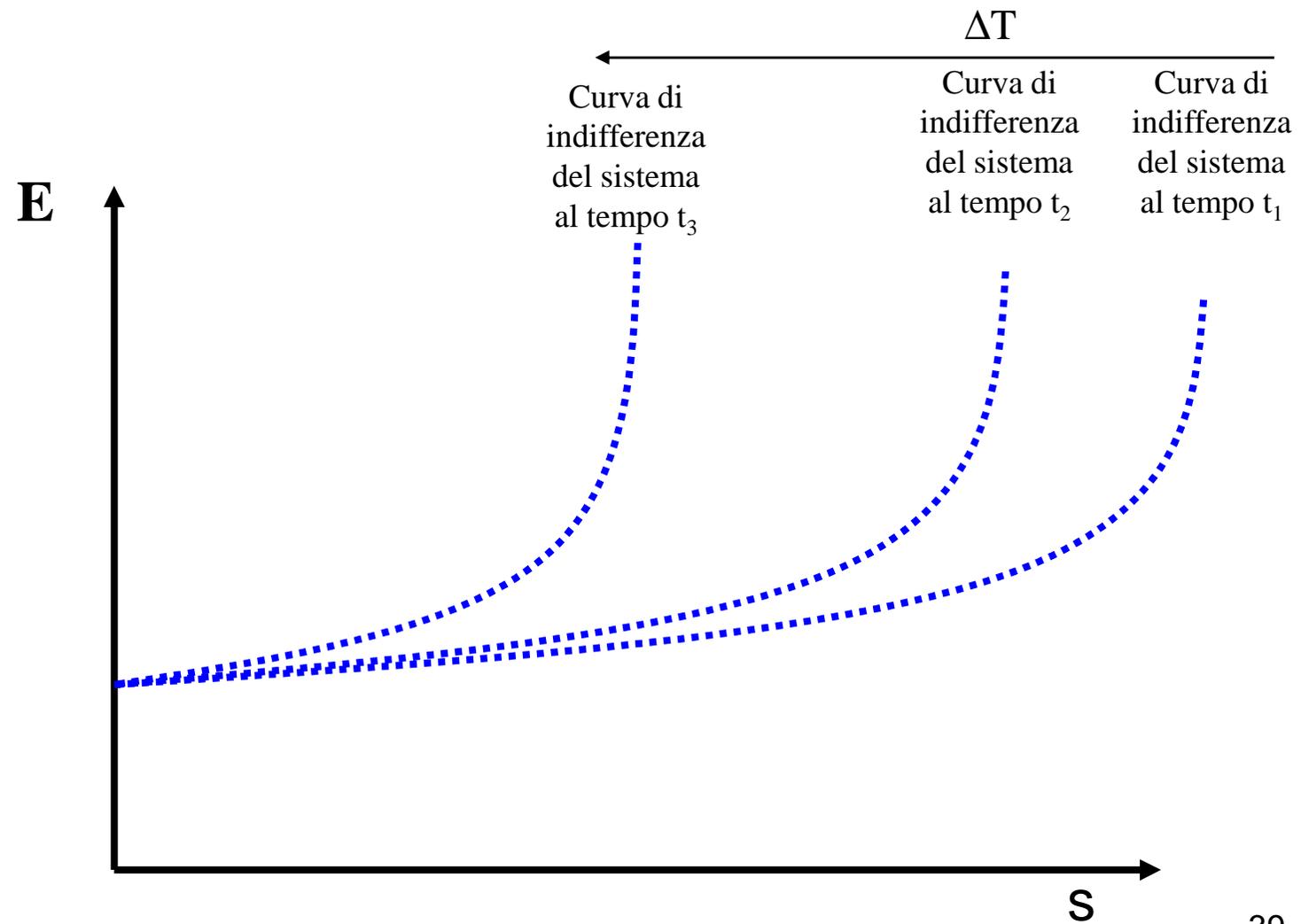
...

**L'ipotesi di una propensione crescente
degli operatori a sostenere progetti
rischiosi delle imprese può essere ricondotta a:**

- **nascita di nuovi strumenti finanziari;**
- **nascita e sviluppo di operatori specializzati (società di venture capital e di private equity) nel finanziare imprese ad alto rischio (start up e/o imprese innovative).**

5.6.

Decrescente propensione del sistema finanziario a sostenere investimenti d'impresa altamente rischiosi



...

**L'ipotesi di una propensione decrescente
degli operatori a sostenere progetti
rischiosi delle imprese può essere ricondotta a:**

- **nuove regole e vincoli sul funzionamento dei mercati e degli intermediari finanziari;**
- **crisi di liquidità del sistema.**

6. L'evoluzione della regolamentazione

Le più recenti evoluzioni in tema di regolamentazione del sistema finanziario hanno riguardato:

- **l'azione di governo del sistema finanziario;**
- **la scientificazione dell'azione di governo del sistema finanziario;**
- **le relazioni tra sistema finanziario e le imprese.**

6.1. "Basilea 2"

Le regole internazionali (note come Basilea 2) fissate dal Comitato di Basilea sono orientate a:

- rafforzare l'azione di controllo rispetto ai variegati soggetti che compongono la struttura operativa del sistema finanziario;**
- salvaguardare i driver della stabilità in un contesto nel quale la struttura operativa tende a muoversi in modo sempre più autonomo rispetto all'organo di governo e alla dinamica dell'economia reale;**
- orientare il sistema finanziario verso una maggiore attenzione al profilo rischio-rendimento delle imprese;**

...

- **equilibrare la dotazione dei mezzi propri delle banche al rischio di credito e ai rischi di mercato;**
- **favorire meccanismi di autocontrollo nelle banche;**
- **favorire la trasparenza dell'informativa di mercato.**

...

I tre pilastri di “Basile 2”:

- **requisiti patrimoniali minimi delle banche;**
- **il processo di autocontrollo nelle banche;**
- **informazione del mercato rispetto al profilo di rischio della banca.**

6.2. I rating interni

“Basilea 2” pone l’intermediario finanziario nella condizione di valutare autonomamente il rischio delle controparti. Infatti, a differenza della normativa precedente (“Basilea 1”) che stabiliva ponderazioni di rischio predeterminate, in ragione della natura e della provenienza del debitore, nella logica di “Basilea 2” ciascuna banca determina il rischio specifico dei singoli impieghi, tenuto conto del loro profilo tecnico-temporale e in un’ottica di portafoglio.

Ne consegue una radicale trasformazione dei sistemi di affidamento, non più rivolti alla sola definizione di una generica capacità di credito del soggetto richiedente, ma finalizzati a misurare, caso per caso, gli effetti che la concessione creditizia (eventuale o avvenuta) produce in termini di assorbimento di capitale, mediante un’analisi che combini la **probabilità di perdita** con il **quantum** della stessa.

...

- **new standard approach** (possibilità per le banche di attingere a valutazioni prodotte da agenzie di rating);
- **internal rating-based approach** (l'attribuzione del rating alle singole imprese sovvenute viene interamente svolta dalla banca).

In generale, il rating interno implica rispetto al rating operato da agenzie esterne analisi caratterizzate per un maggiore dettaglio

6.3. Gli effetti di "Basilea 2" sul rapporto banca- impresa

I maggiori vincoli patrimoniali per le banche implicano:

- a parità di tassi d'interesse, maggiori vincoli patrimoniali per le imprese;
- a parità di patrimonializzazione delle imprese, maggiori tassi d'interesse.

...

La logica dei rating interni può indurre la banca ad emettere **rating blandi** (rispetto al livello di capitale minimo del prestatore di fondi) al fine di diminuire i vincoli relativi al proprio patrimonio. Ciò, tuttavia, implica una minore redditività degli impieghi della banca in virtù di tassi di interesse contenuti.

...

Se, invece, la banca di riferimento emette **rating severi** (rispetto al livello di capitale minimo del prenditore di fondi) accentua i propri vincoli patrimoniali, ma al contempo:

- **aumenta la propria redditività;**
- **aumenta i margini di revoca del fido;**
- **migliora la sua capacità di offrire servizi volti al miglioramento dello standing creditizio dell'impresa.**

6.4. Cenni su "Basilea 3"

Nel nuovo accordo "Basilea 3" (in vigore dal 2013), integra "Basilea 2" regolamentando:

- **I rischi di mercato;**
- **La composizione patrimoniale;**
- **Il rischio connesso alla leva finanziaria;**
- **Il rischio di liquidità**

...

I rischi di mercato

“Basilea 3” stabilisce che la copertura patrimoniale rispetto ai rischi di mercato deve essere calcolata in condizioni di stress (stress test).

...

Composizione patrimoniale

Con “Basilea 3” rimane immutata la copertura patrimoniale del rischio nella misura dell’8%. Tuttavia, le azioni ordinarie e gli utili capitalizzati devono essere almeno pari al 4,5% del totale. Dall’analisi dovranno essere, inoltre, eliminate le poste intangibili difficilmente quantificabili

...

Leva finanziaria (applicazione definitiva prevista per il 2018)

Con “Basilea 3” viene introdotto il leverage ratio finalizzato a limitare eccessi di indebitamento delle banche.

...

Rischio di liquidità

Con Baliea 2 si richiede alle banche di mantenere uno stock di liquidità che consenta di assorbire deflussi di fondi per un periodo di 30 gg.

Si richiede, inoltre, alle banche l'equilibrio tra la scadenza media dell'attivo con quella del passivo.

7.

L'instabilità del sistema finanziario (crisi del 1929 e del 2007/08)

Crisi del 1929:

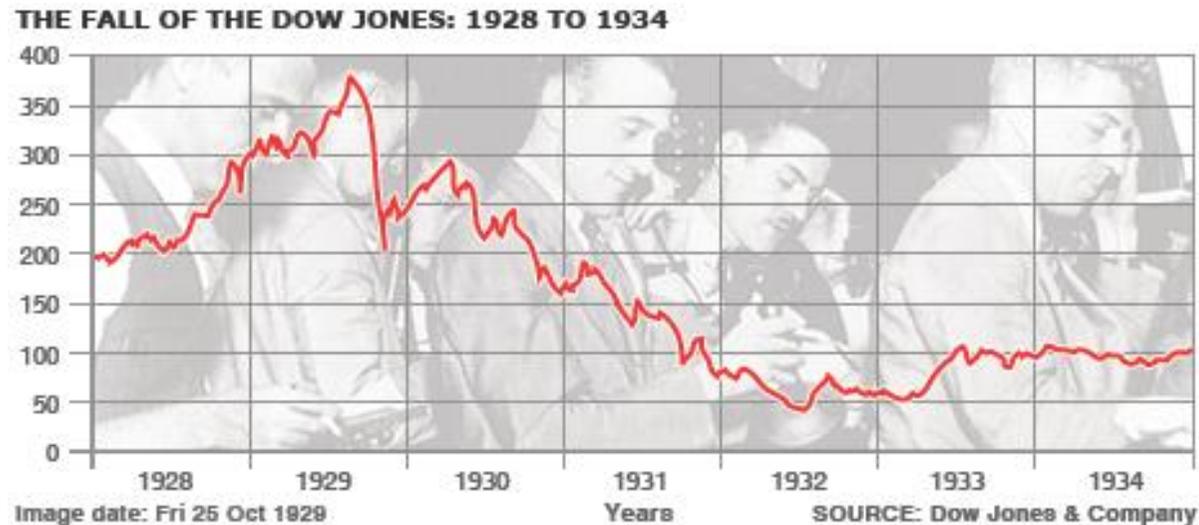
Leva finanziaria e bolla azionaria

Crisi del 2007/08:

Leva finanziaria e bolla immobiliare

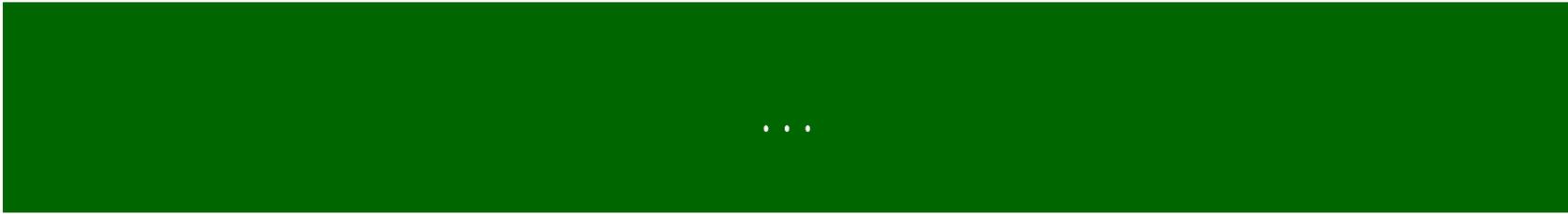
7.1

Cenni sulla crisi del 1929

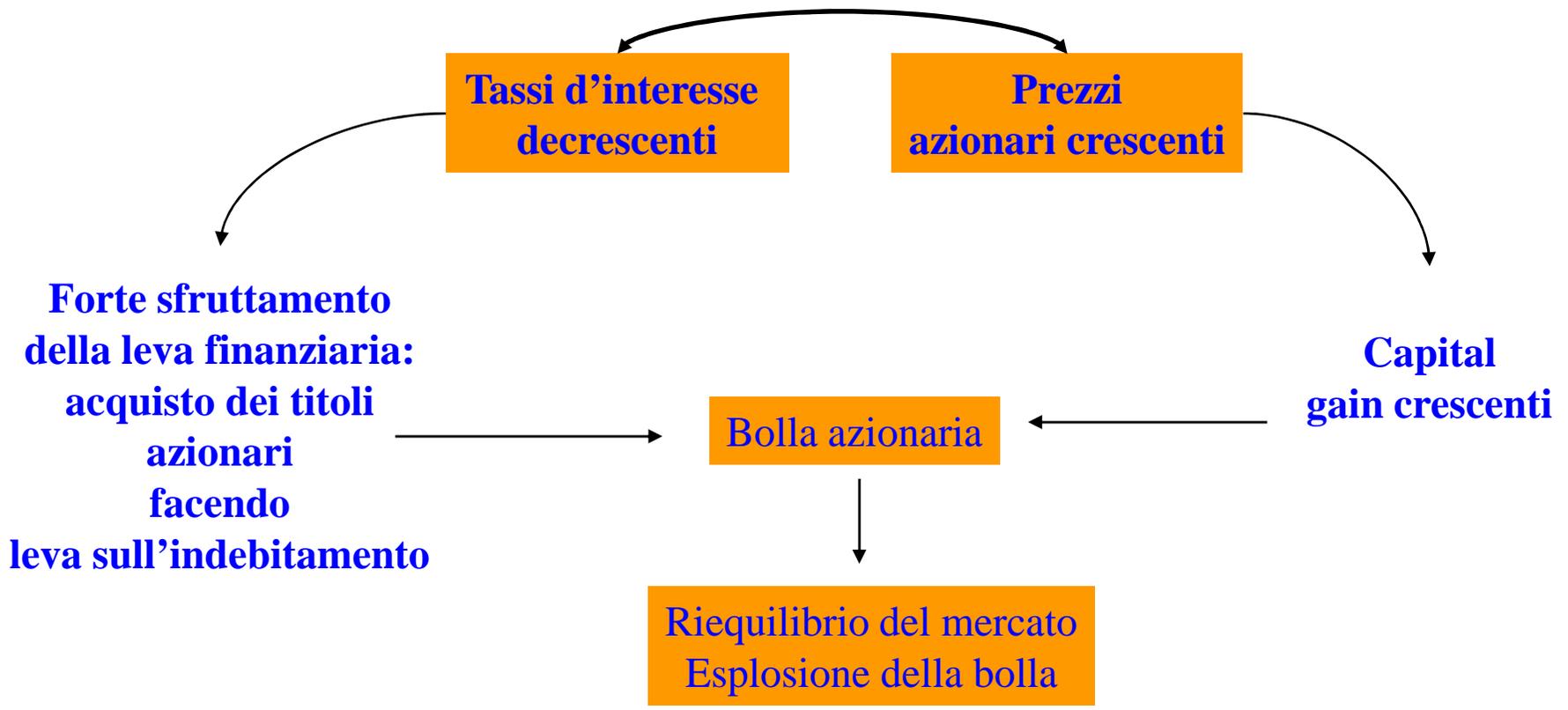


Principali Cause:

- sfruttamento della leva finanziaria per gli investimenti azionari
- scarsa regolamentazione;
- processi di innovazione tecnologica nell'economia reale;
- processi di accelerazione dell'economia reale dovuta all'affermarsi dell'impresa fordista



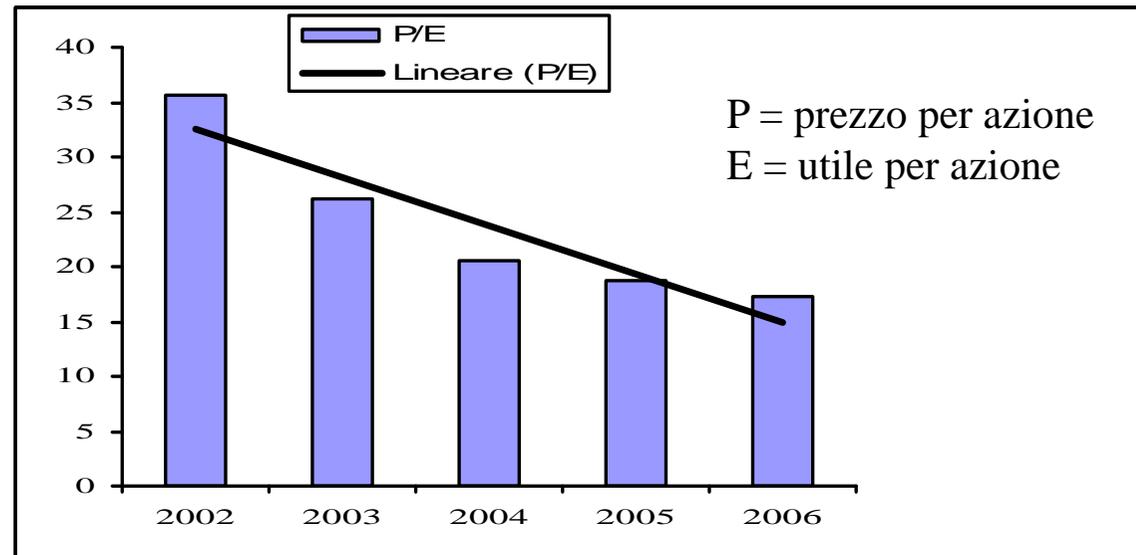
...



7.2 Cenni sulla crisi del 2007/08

Nel caso della crisi del 2007/08 la bolla speculativa non riguarda direttamente il mercato azionario.

P/E = price earning



Fonte: Standard & Poor's Index Services, 2009

La figura evidenzia un andamento decrescente del price earning. Ciò significa che sia i piccoli investitori che gli investitori istituzionali hanno seguito strategie di *asset allocation* relativamente prudentiali rispetto alle potenzialità di crescita economica delle imprese; strategie dovute, probabilmente, alle forti perdite registrate in occasione della bolla finanziaria del 2000 originata dall'emergere della c.d. *new economy*.

Parallelamente si è formata la bolla immobiliare e quella relativa alle commodities

7.2.1. Cenni sulla crisi del 2007/08

Principali cause macroeconomiche:

- **eccedenza di liquidità;**
- **fallimento dei sistemi di controllo.**

Principali cause microeconomiche:

- **propensione al rischio degli operatori;**
- **fallimento dei sistemi di corporate governance;**
- **finanza strutturata.**

7.2.1.

L'eccedenza di liquidità come principale causa macroeconomica

Nel corso degli anni 90' gli Stati Uniti hanno vissuto uno straordinario periodo di sviluppo dell'economia reale legato principalmente ad un forte processo di dematerializzazione dell'economia.

Al termine di tale periodo la bolla azionaria dei titoli internet e l'attentato dell'11 settembre 2001 hanno indotto la Federal Reserve a politiche di sostegno all'economia basate, come già evidenziato, sul contenimento dei tassi d'interesse.

Ciò, se da una parte ha consentito di evitare rallentamenti nei consumi e nelle produzioni industriali per diversi anni, dall'altra, si è riflesso positivamente **sull'espansione dei depositi bancari che negli Stati Uniti sono più che raddoppiati nel periodo 1997-2007**

...

In generale, la liquidità rappresenta un fattore necessario allo sviluppo dell'economia e al funzionamento del sistema finanziario nel limite in cui sia funzionale a mantenere un adeguato livello dei consumi e a garantire un'elevata rapidità e solvibilità nelle negoziazioni finanziarie.

Tuttavia, le risorse finanziarie disponibili per il sistema se eccedono un certo livello provocano effetti destabilizzanti nel momento in cui accentuano - causa la formazione di costi opportunità connessi al capitale liquido - la propensione al rischio degli operatori.

...

La crescita esponenziale della raccolta presso gli intermediari finanziari ha provocato:

-un allentamento nelle analisi e procedure di affidamento delle famiglie;

-il conseguente aumento dei rischi assunti dalle banche ha indotto le stesse verso processi di esternalizzazione di parte degli asset finanziari, generando per tale via condizioni di rischio sistemico.

...

Il tutto è stato amplificato dallo sviluppo di economie emergenti foriere di generare ulteriore liquidità eccedente che ha trovato margini di impiego profittevole nel mercato immobiliare dell'area occidentale. In particolare, il forte squilibrio positivo della bilancia dei pagamenti di Paesi come Cina ed India ha favorito la crescita dei prezzi immobiliari negli Stati Uniti e in Europa.

...

La politica di abbattimento dei tassi d'interesse e l'affermarsi di economie emergenti, quali fattori macroeconomici originanti la bolla immobiliare, non sono sufficienti a spiegare la crisi nel suo complesso. Al riguardo è sufficiente osservare che la politica espansiva della liquidità promossa dalla Federal Reserve ha riguardato soprattutto gli anni 2003 e 2004 – anni durante i quali il tasso sui fondi federali si attesta intorno all'1% - mentre i prezzi sugli immobili negli Stati Uniti hanno raggiunto il picco massimo nel 2006.

<<Ogni morbo ha un tasso di contagio e un tasso di eliminazione. Se il tasso di contagio supera di una data misura il tasso di eliminazione, ha inizio l'epidemia. [...] Lo stesso avviene nel mondo economico e sociale>> (Shiller, 2009)

7.2.2. Il fallimento dei sistemi di controllo

Un fattore che contraddistingue la crisi del 2007/08 attiene alla inefficacia della regolamentazione in tema di sistemi di controllo.

Mentre nel 1929 il caos finanziario è emerso in un contesto caratterizzato da una sostanziale assenza di controlli, la crisi del 2007/08 ha coinciso con l'introduzione dell'accordo sui requisiti minimi di capitali, noto come Basilea 2.

...

Critiche a Basilea 2:

-un livello minimo di capitale insufficiente a proteggere le banche da forti turbolenze;

-il problema della c.d. pro-ciclicità, dovuta alla circostanza che i requisiti di Basilea 2 inducono le banche a finanziare attività che in un dato momento presentano un elevato valore di mercato (alimentando così la formazione di bolle speculative) e a scartare quelle a basso valore, accelerando quindi nelle fasi di stagnazione processi di declino di singoli comparti produttivi e/o dell'intera economia;

...

Critiche a Basilea 2:

-il conflitto di interessi tra banche ed agenzie di rating;

-la logica deterministica che contraddistingue Basilea 2, logica basata sull'idea di superiorità dei modelli Var (value at risk) che alla luce della crisi si sono, invece, dimostrati fallaci.

7.2.3. Il fallimento dei sistemi di corporate governance

Nei sistemi finanziari *market oriented* si sia determinata una progressiva polverizzazione degli assetti proprietari con il conseguente sviluppo delle c.d *public company*.

Nella logica conflittuale che caratterizza **la teoria dei costi di agenzia** - teoria che ha fortemente influenzato i modelli di *governance* adottati nelle *public company* - la proprietà può mitigare la propensione all'opportunismo dell'*agent* mediante sistemi d'incentivazione e controllo, entro il limite in cui tali strumenti di *governance* non siano, a loro volta, forieri di eccessivi costi.

Detto approccio ha favorito lo sviluppo delle **stock options** il cui scopo è quello di limitare situazioni di *moral hazard* legando la remunerazione dei dirigenti alle performance aziendali.

7.2.4. Crisi finanziaria e finanza strutturata

Si è determinato un circolo vizioso nel quale la combinazione tra la propensione a ricercare il profitto di breve periodo e la diffusione della **finanza strutturata** (strumenti finanziari derivati e operazioni di *securitization*), caratterizzata da complessità tecnica e conseguente opacità, hanno accentuato il problema delle asimmetrie informative presenti nel sistema finanziario.

...

Gli strumenti finanziari derivati generano instabilità alle stregua di tutti gli strumenti nati per ridurre i rischi.

Per spiegare questo paradosso Merton propone il seguente esempio:

<<tutti siamo d'accordo che la trazione integrale o i sistemi di antibloccaggio delle ruote hanno reso la guida dell'auto più sicura. |...| La trazione integrale ci ha reso più sicuri, ma il problema è di tipo comportamentale: tutti noi non usiamo questo beneficio tecnologico per aumentare la sicurezza ma per aumentare la velocità a cui viaggiamo o per viaggiare in situazioni atmosferiche avverse>>.

7.2.5.

Crisi finanziaria, incompiutezza del sistema e forza delle routine organizzative

La crisi del 2007/08 ha evidenziato che l'industria finanziaria si qualifica come **entità sistemica incompiuta** e tendenzialmente portata ad operare in **condizioni di squilibrio**.

L'azione di governo esercitata a livello di macrosistema (nazionale ed internazionale) produce spesso effetti rilevanti sulle strategie e sulla propensione al rischio dei singoli intermediari finanziari.

Tale azione di governo ha però mostrato forti segni di inefficacia riconducibili a tre ordini di fattori:

1. **l'incapacità di leggere i cambiamenti del contesto ambientale;**
2. **l'incapacità di correggere rapidamente le tendenze in atto dettate da dinamiche di mercato e/o da decisioni assunte dallo stesso organo di governo;**

...

3. la difficoltà di controllare le componenti della struttura operativa secondo una logica sistemica, tenendo conto, cioè, delle interrelazioni tra le parti interne alla struttura e delle interrelazioni tra queste e le entità sistemiche esterne.

L'obiettivo della stabilità sistemica, quale obiettivo dichiarato in sede di regolamentazione, è stato spesso disatteso dalle stesse Autorità di Vigilanza.

...

La stabilità, infatti, non solo appare un traguardo difficile da perseguire nell'ambito di un sistema connotato da elementi di incompiutezza, ma si pone in concorrenza con l'obiettivo della crescita economica.

Non è un caso che i Paesi maggiormente colpiti dalla crisi del 2007/08 si contraddistinguono per una finanza particolarmente speculativa (in parte incentivata dalle Autorità di Vigilanza) che negli ultimi decenni, in alcune fasi, ha favorito lo sviluppo del PIL grazie ad una crescente diffusione del capitale di credito e di rischio, in altre, ha ingenerato caos finanziario foriero di deprimere l'economia reale.

...

L'obiettivo della stabilità andrebbe, quindi, sostituito dall'obiettivo di perseguire un giusto trade-off tra **i rischi di mancato sviluppo e sviluppo non sostenibile.**

Trade-off che, in linea teorica, dovrebbe orientare l'azione di governo - a livello sia sistemico che di singola componente operativa - ad alimentare le turbolenze indotte dalla “naturale” propensione alla crescita dell'economia reale, nel limite in cui dette turbolenze siano governabili mediante politiche correttive.

...

La diversa intensità con cui la crisi finanziaria del 2007/08 si è manifestata - a parità di fenomeni perturbanti e in presenza di regolamentazioni e logiche di controllo relativamente omogenee - nei Paesi dell'area OCSE può essere spiegata come effetto della differenziazione tra le banche (operanti in diversi Paesi) in termini di **forza delle routine organizzative**.

Le **routine organizzative**, infatti, si qualificano come **fattori di conservazione** che, da una parte, **accentuano il rischio di mancato sviluppo**, quindi, di incapacità a sfruttare positivamente le turbolenze che in un dato momento investono il sistema; **dall'altra, agiscono da cuscinetto** protettivo che, entro certi limiti, immunizza il sistema rispetto al rischio di crescita non sostenibile.