



Qualcosa di nuovo sotto il sole?
Regolarità e peculiarità nell'attuale crisi finanziaria

Nicola Sartor

Professore ordinario di Scienza delle finanze

presso la Facoltà di Economia dell'Università degli studi di Verona

Proloquio all'inaugurazione dell'anno accademico 2008-2009

Università degli studi di Verona

*Our economy is a historical and not a mechanical system.
In order to understand our economy we have to leave the easy
world of econometrics, simulations, and computer printouts
and enter the tough world in which institutions, usages, and
policy affect what happens.*

(Hyman P. Minsky, *A Theory of Systemic Fragility*, 1977)

1. Introduzione

Nell'*incipit* del romanzo *Anna Karenina*, Leone Tolstoj afferma: “tutte le famiglie felici si assomigliano; ogni famiglia infelice è invece disgraziata a modo suo”.

Recentemente, uno studioso dei fenomeni finanziari¹ ha esteso l'affermazione alla situazione economica per sottolineare come ogni crisi abbia le proprie peculiarità.

Di diverso parere era John Kenneth Galbraith. Autorevole economista, a suo tempo presidente dell'*American Economic Association*, titolare di incarichi pubblici sotto la presidenza

¹ Gary B. Gorton, “The panic of 2007”, NBER Working Paper n. 14358, September 2008, p. 49.

Roosevelt e durante l'amministrazione Kennedy, Galbraith, in un saggio divenuto classico², afferma che in ogni crisi finanziaria sono presenti due elementi. Contrariamente a quanto si potrebbe credere, si tratta di due aspetti che riguardano il comportamento umano, uno a carattere individuale, l'altro a carattere collettivo. Si tratta rispettivamente dell'avidità e dell'euforia.

Avidità e senso di euforia sono condizioni necessarie e sufficienti per generare una rapida crescita negli scambi e nel valore di qualche merce o di qualche attività finanziaria. Sul sentimento di avidità non c'è molto da aggiungere. Qualche parola può essere spesa per qualificare il sentimento collettivo di euforia finanziaria. In una economia monetaria, ciclo economico, ciclo del credito ed euforia sono strettamente legati. I periodi di *boom* possono determinare uno stato di euforia nel quale gli investitori hanno difficoltà a distinguere tra prospettive realistiche e irrealistiche.

Secondo Galbraith, l'euforia trova fondamento nella psicologia di massa della speculazione, a cui un singolo soggetto può sottrarsi solo se riesce a resistere a due forze: “quella poderosa dell'interesse personale, che si tramuta in euforica credulità; l'altra, che sostiene la prima, determinata dalla pressione di un'opinione finanziaria pubblica e apparentemente superiore. [omissis] L'euforia è protetta e sostenuta dalla volontà di coloro i quali vi sono coinvolti per giustificare le circostanze che li stanno arricchendo. Ed è altresì protetta dalla volontà di ignorare, esorcizzare o condannare, coloro che esprimono dubbi.”³

A prescindere dalla presenza o meno di regolarità nello svolgersi delle crisi finanziarie, un elemento è certo: esse sono una caratteristica intrinseca delle economie monetarie, non fatti eccezionali, anche se si manifestano con intervalli temporali irregolari e talvolta lunghi.

In questi giorni, nel commentare i recenti accadimenti, viene spesso evocata la crisi finanziaria originatasi negli Stati Uniti nel 1929. Non è la sola a dover essere ricordata. I libri di storia economica e i testi di finanza contengono un lungo elenco di altre crisi. Spesso l'elenco inizia con la descrizione del fenomeno avvenuto in Olanda nel 1637 per effetto dello scoppiare di una “bolla speculativa” iniziata oltre settant'anni prima. Allora, la “bolla” riguardava i bulbi di tulipani. Nel 1636 un bulbo, inizialmente considerato di nessun valore, poteva venire scambiato per “un carro nuovo, due cavalli grigi e una bardatura completa”⁴.

² John Kenneth Galbraith, “Breve storia dell'euforia finanziaria”, Rizzoli, Milano, 1991.

³ Ibidem, pp. 14 e 19.

⁴ Ibidem, p. 35.

Complessivamente, tra gli anni Settanta e gli anni Novanta del secolo scorso si possono identificare 166 episodi di crisi finanziarie, con una frequenza che tende ad accelerare nel tempo. Dal 1990, si sono susseguite crisi finanziarie in Giappone (1992-96), in Scandinavia (1990-92), nei paesi del Sud Est Asiatico (1996-97), in Messico (1994), in Argentina (2001-2). Nessuna, però, ha avuto una estensione paragonabile alla crisi attuale.

Una “bolla speculativa” è un fenomeno finanziario che trova origine nelle differenze tra i meccanismi di fondo che determinano la fissazione del prezzo di una attività patrimoniale, sia essa finanziaria o reale, rispetto al prezzo delle merci o dei servizi. Nel caso delle merci, il prezzo è determinato dai costi di produzione e dalla valutazione dei potenziali acquirenti sull'utilità della merce stessa. Nel caso delle attività patrimoniali, il prezzo è determinato dall'aspettativa di percepire un guadagno nel futuro, sia esso sotto forma di periodica corresponsione di una somma di danaro o di rivalutazione del prezzo stesso. Essendo determinato dalle aspettative, il prezzo di un'attività patrimoniale è più sensibile all'euforia. La profonda diversità nei meccanismi di determinazione dei due prezzi fa sì che, in alcuni periodi, si possano verificare dei disallineamenti. I disallineamenti saranno tanto più marcati quanto più il possesso delle attività patrimoniali è finanziato con debito, attraverso il ricorso alla leva finanziaria.

Allorché si diffondono attese di un continuo e prolungato aumento della redditività futura di un'attività patrimoniale fondate non su una ragionevole aspettativa sul flusso del reddito che sarà generato, ma su una aspettativa di un continuo aumento del suo prezzo, la crescita dei valori si autoalimenta. Si genera, appunto, una “bolla speculativa”.

Qualsiasi fenomeno che interrompe l'aspettativa di una continua rivalutazione fa “scoppiare” la bolla. Usualmente il fenomeno è rappresentato da uno *shock* macroeconomico, quale quello indotto da un cambio di regime nella determinazione dei tassi di cambio delle valute o nella condotta della politica monetaria.

Nel caso del possesso di attività patrimoniali fondato su finanza cosiddetta “speculativa”, anche un modesto aumento del tasso dell'interesse può generare l'insostenibilità della posizione finanziaria di un soggetto, sia esso persona fisica o società. Nell'accezione di Minsky⁵, la

⁵ Nel saggio *A Theory of Systemic Fragility*, 1977, Minsky distingue la finanza speculativa (*speculative financing*) da quella coperta (*hedge financing*). A differenza della prima, una situazione finanziaria coperta garantisce *ex ante* che in ogni periodo i flussi di cassa in entrata superino quelli in uscita di un margine sufficientemente ampio da consentire in ogni istante la solvibilità del piano rispetto a modeste oscillazioni economiche o finanziarie. Si noti che nel linguaggio contemporaneo *hedge financing* assume un significato diverso rispetto a quello proposto da Minsky. Esso è tradotto con il termine finanza speculativa (generando quindi possibile confusione) e si riferisce allo sfruttamento da parte di

finanza speculativa si caratterizza per il fatto che il piano finanziario non garantisce che le entrate superino le uscite in ogni singolo periodo⁶. Nel caso della finanza speculativa, a fronte di un aumento degli interessi da corrispondere ai creditori non vi è un aumento dei flussi di reddito generati dall'attività patrimoniale. È quindi necessario vendere l'attività. Un eccesso di vendite determina una flessione del prezzo. Viene quindi innescata la "esplosione" della bolla. La velocità del crollo è sempre superiore a quella della crescita. È l'effetto del panico.

Agli elementi alla base delle crisi finanziarie identificati da Galbraith possiamo aggiungerne altri due, di natura tecnica e istituzionale, che aiutano a qualificare il fenomeno.

L'intensità delle crisi è maggiore nelle situazioni in cui elevato è il ricorso al debito. Il sistema monetario internazionale è privo di ancoraggio dal 1971, anno in cui è stato abbandonato il sistema dei tassi di cambio fissi avviato nel secondo dopoguerra con gli accordi di *Bretton Woods*. Con l'abbandono della convertibilità del dollaro in oro, viene a mancare un servo meccanismo di restrizione monetaria. Le banche centrali possono condurre più liberamente politiche monetarie espansive.

La frequenza delle crisi è maggiore nei contesti caratterizzati da una debole regolamentazione dei mercati. Nei paesi industrializzati, la frequenza media⁷ delle crisi finanziarie o di cambio è stata pari al 3,5 per cento nel periodo del *Gold Standard*, che prevedeva la convertibilità del dollaro in oro a condizioni prefissate e durante il quale la regolamentazione bancaria imponeva una netta separazione dell'attività delle banche commerciali da quella delle banche d'investimento. Si è elevata al 12,2 per cento nel periodo compreso tra il 1973 e il 1997, generando 44 episodi. Per i paesi in via di sviluppo, l'aumento della frequenza è stato ancor più elevato: dal 6 al 27 per cento (si tratta di 95 episodi).

un intermediario finanziario dei possibili differenziali di rendimento tra attività analoghe per rischio e per scadenza osservati sul mercato.

⁶ Il piano si fonda sulla aspettativa che nell'arco di vita dell'investimento i flussi totali di contante in entrata superino quelli totali in uscita per pagamento del debito. Minsky distingue tra posizione finanziaria speculativa e posizione finanziaria ultraspeculativa. Nella seconda, "la componente reddito dei flussi di contante a breve termine è inferiore ai pagamenti a breve termine degli interessi sul debito cosicché per un certo periodo futuro il debito in essere crescerà a causa dell'interesse sul debito esistente". H. Minsky, "Finanza e profitti: la natura mutevole dei cicli economici americani", in H. Minsky, *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Torino, Giulio Einaudi editore, 1984, p. 45.

⁷ La frequenza è calcolata come rapporto tra il numero dei casi e il numero di osservazioni per anno-paese. Renato Filosa e Giuseppe Marotta, "La stabilità finanziaria: obiettivi e strumenti", dattiloscritto a uso didattico, Università di Modena, 2009.

2. *Le origini dell'attuale crisi*

L'attuale crisi si sviluppa in un nuovo contesto finanziario la cui forma inizia a delinearsi negli anni Ottanta. Esso presenta entrambi i fattori tecnici prima individuati: la deregolamentazione dei mercati e la rilevante crescita dell'indebitamento delle famiglie e delle imprese.

La progressiva liberalizzazione dei mercati bancari e finanziari trae origine negli Stati Uniti. Assume due dimensioni. Una internazionale, che si caratterizza per la progressiva rimozione delle barriere ai movimenti di capitale e che consentirà la diffusione della crisi a tutto il mondo. L'altra, nazionale, trae avvio con l'equiparazione delle banche commerciali e di quelle d'investimento. Culmina nel 1999 con l'abolizione delle norme prudenziali⁸ che erano state introdotte sessant'anni prima, nel periodo della Grande Depressione, al fine di limitare la possibilità che nel futuro si ripetessero quei fenomeni che nel 1929 avevano condotto i paesi industrializzati in una pesante recessione. In un contesto di piena integrazione dei mercati finanziari internazionali, la standardizzazione della regolamentazione è in larga misura inevitabile. Nel 1988 viene introdotta la regolamentazione basata sui requisiti patrimoniali attraverso gli accordi internazionali di Basilea. Si tratta, però, di una regolamentazione asimmetrica, in quanto i nuovi requisiti non vengono applicati alle operazioni bancarie cosiddette "fuori bilancio". Nel tempo si viene a creare un mercato finanziario parallelo, non soggetto a supervisione, le cui dimensioni alla fine raggiungono quello ufficiale. La concorrenza esercitata dal mercato parallelo induce anche molte banche sottoposte a regolamentazione ad attuare comportamenti più aggressivi e quindi più rischiosi.

L'espansione del credito all'economia supera la velocità con cui si possono accrescere gli investimenti produttivi. La crescita industriale incontra una serie di limiti, che vanno dalla necessità di costruire fisicamente gli impianti al reperimento di nuovi spazi e di manodopera aggiuntiva. Nel mondo della finanza, i contratti si possono stipulare in un istante e senza limiti.

In una memorabile lezione pubblica, James Tobin, insignito nel 1981 del premio Nobel per l'economia, già nel lontano 1984 affermava: "Sospetto che sempre più stiamo impiegando le nostre risorse, incluso il fior fiore dei nostri giovani, in attività finanziarie disgiunte dalla produzione di beni e di servizi. Tali attività vengono indirizzate verso strumenti che generano

⁸ Si tratta, in particolare, del *Glass Steagall Act* con cui nel 1933 era stata introdotta la separazione tra le banche commerciali e quelle d'investimento.

rendimenti privati elevati ma non proporzionati alla loro produttività sociale. Sospetto che il potere immenso dei computer sia applicato a questa ‘economia di carta’ non per effettuare le stesse transazioni a condizioni più vantaggiose ma per gonfiare la quantità e la varietà di transazioni finanziarie. Temo che, come Keynes aveva intravisto già nel suo tempo, i vantaggi della liquidità e della negoziabilità degli strumenti finanziari comportino il costo di facilitare la crescita a tassi esponenziali di attività speculative di breve periodo e inefficienti.”⁹

Come affermava Galbraith, l’euforia collettiva ha fatto sì che il richiamo di Tobin, come quello di altri scettici, sia rimasto inascoltato. A parziale discolta delle autorità preposte alla politica economica, va osservato come l’ardua gestione del consenso che caratterizza tutte le democrazie rende meno impopolare l’adozione di politiche restrittive in presenza di problemi economici e finanziari che si siano concretamente manifestati sotto gli occhi di tutti. I rischi messi in luce da alcuni studiosi a causa della eccessiva crescita finanziaria sono tali per cui è pressoché certo l’insorgere della crisi, ma è assolutamente incerto il momento in cui essa si manifesterà. Sono rare quelle democrazie che abbiano la forza di resistere all’inevitabile calo di consensi che deriverebbe dall’attuare azioni restrittive in periodi caratterizzati da un andamento apparentemente positivo del quadro economico e finanziario.

La crescita dei finanziamenti, sospinta dalla deregolamentazione, è agevolata dalla politica monetaria espansiva che ha caratterizzato il lungo mandato di Greenspan, per quasi vent’anni presidente del *Federal Reserve Board*. Nell’ultimo decennio, hanno contribuito all’espansione della massa finanziaria la persistenza e la elevatezza del deficit della bilancia commerciale americana e la conseguente accumulazione di surplus finanziari da parte dei paesi esportatori. Le famiglie americane hanno persistentemente consumato più di quanto veniva prodotto nel paese. I partner commerciali non hanno esitato a investire i surplus in attività finanziarie denominate in dollari.

Negli Stati Uniti, il debito di tutti gli operatori privati si accresce grandemente. Quello delle famiglie raddoppia dagli anni Ottanta a oggi, passando dal 50 per cento al 100 per cento del reddito nazionale. Cresce a dismisura anche il grado di indebitamento delle società finanziarie che si sviluppano parallelamente alle banche. Complessivamente, si stima che in poco più di 25 anni il debito del settore privato sia aumentato dal 130 per cento del reddito nazionale nei primi anni Ottanta fino a sfiorare il 300 per cento nel 2008.

⁹ James Tobin, “On the Efficiency of the Financial System,” *Lloyd’s Bank Review*, no. 153 (1984), pp.14–15 [traduzione del relatore].

Alla fine degli anni Novanta, una prima avvisaglia della possibile incombenza di una crisi sistemica dovuta ad eccesso di finanza speculativa si ha con il fallimento dell'*hedge fund* LTCM¹⁰ (*Long Term Credit Management*). Prima della crisi, il capitale azionario dell'istituto era pari a solo il 4 per cento del totale delle passività. La bassa capitalizzazione consentiva una elevatissima remunerazione dei soci e degli amministratori anche se il rendimento del portafoglio gestito era modesto. Simmetricamente, piccole perdite hanno generato il fallimento.

Com'è noto, la crisi attuale trae origine nel mercato immobiliare. Si estende ai mercati finanziari e si diffonde nell'intero mondo a causa di una serie di peculiarità.

Per effetto di un orientamento della politica economica americana mirato ad ampliare il numero di famiglie proprietarie di alloggi, viene concesso credito anche a soggetti che, in condizioni normali, non sarebbero stati giudicati affidabili. La forma tecnica dei mutui erogati è tale per cui la solvibilità del credito, che non può fondarsi sulla capacità di rimborso da parte dei soggetti affidati, è strettamente connessa con l'aspettativa di una continua crescita del prezzo degli immobili. Si genera una bolla speculativa.

La crescita del prezzo degli immobili viene arrestata dal cambio di regime nella condotta della politica monetaria americana, avviato da Greenspan verso la fine del suo mandato e proseguito da Bernanke, nuovo presidente della "Fed". La politica monetaria diviene meno accomodante. Nonostante si tratti di un cambio di regime non traumatico, esso è sufficiente a innescare la crisi. Ciò, indirettamente, conferma il grado di fragilità che nel frattempo è stato raggiunto dal sistema finanziario.

L'aumento dei tassi dell'interesse rende non sostenibile il pagamento delle rate di mutuo da parte di alcune famiglie. Si innesca una caduta del prezzo degli immobili conseguente alle vendite delle case pignorate dagli istituti creditori.

La diffusione della crisi immobiliare all'intero settore della finanza mondiale discende dalla peculiare modalità con cui i soggetti erogatori dei mutui si sono finanziati. Da attività illiquide detenute da investitori locali, i mutui vengono trasformati, attraverso la cosiddetta "cartolarizzazione", in strumenti finanziari liquidi distribuiti in tutto il mondo. I singoli mutui, di diversa qualità, vengono raggruppati per fornire garanzia ai titoli obbligazionari emessi da società collegate alle banche erogatrici per finanziare la loro attività (in termini tecnici, tali

¹⁰ Nel consiglio di amministrazione dell'LTCM sedevano anche Robert Merton e Myron Scholes, che nell'anno precedente avevano ricevuto il premio Nobel per l'economia per le loro ricerche orientate alla definizione di metodi analitici idonei a determinare il prezzo di un'opzione.

strumenti vengono denominati *collateralized debt obligations*). Per finanziare l'emissione di mutui, viene anche fatto ricorso a emissione di carta commerciale.

Un secondo elemento di innovazione rende ancor più debole il rapporto fiduciario che dovrebbe legare il soggetto che eroga il credito a colui che riceve il finanziamento. A tutela del rischio finanziario, l'attenta valutazione del merito del soggetto affidato è stata sostituita dalla sottoscrizione di strumenti simili a polizze assicurative. Si tratta di contratti derivati (tecnicamente definiti *credit default swaps*), che impegnano l'emittente della polizza a rimborsare il detentore del titolo per le perdite eventualmente subite. Attraverso la cartolarizzazione, il rischio viene riallocato all'interno del sistema bancario. In alcune occasioni, viene spostato dalle banche, che avrebbero un incentivo a monitorare i propri affidati, ai fondi speculativi. Il termine inglese con cui questi fondi vengono denominati, *hedge funds*, ha in sé qualcosa di ironico. La parola *hedge* in lingua inglese significa protezione.

La complessità e l'eterogeneità dei nuovi strumenti finanziari rendono pressoché impossibile la corretta valutazione del rischio sottostante. Le società di *rating* falliscono nel certificare il grado di rischiosità dei nuovi prodotti. Il fallimento non è solo dovuto alla estrema complessità tecnica dei nuovi strumenti finanziari. È anche espressione del conflitto d'interessi interno a tali società, che devono valutare la rischiosità di prodotti spesso emessi o trattati da soggetti che si affidano alla loro consulenza. Al fallimento delle società di *rating* non si è potuta sostituire la valutazione del mercato in quanto esso era inesistente: per anni le transazioni di tali titoli sono avvenute con scambi bilaterali.

Ci si illude di poter ottenere copertura assicurativa nei confronti di rischi che, nel caso di crisi finanziaria, si manifestano congiuntamente. Ricorrendo a una analogia, riesce difficile immaginare che un soggetto privato fornisca assicurazione nei confronti dei danni provocati da una calamità naturale. Essa, se si manifesta, colpisce simultaneamente tutti quanti gli assicurati, così ponendo oneri insormontabili a colui che avesse promesso di corrispondere indennizzi. Nel caso della finanza, la situazione può essere ancor più grave. Mentre la calamità naturale non può essere innescata dal comportamento dei singoli individui, nel caso delle crisi finanziarie è proprio il comportamento collettivo che aggrava la catastrofe. È come se una piccola scossa tellurica potesse generare un terremoto di devastante portata per intensità ed estensione.

L'incapacità di un crescente numero di famiglie di onorare i propri debiti porta alla impossibilità di onorare le promesse di pagamento di interessi e del capitale sulle obbligazioni emesse per finanziare l'erogazione dei mutui. La diffusione delle insolvenze, nominalmente protette da assicurazioni, porta al rischio di fallimento delle compagnie di assicurazione che

avevano emesso i nuovi strumenti di protezione dal rischio (i *credit default swaps*). Per apprezzare la dimensione della devastazione finanziaria, è utile ricordare che si è reso necessario il salvataggio pubblico della compagnia di assicurazione più grande del mondo, la statunitense *AIG (American International Group)*. In caso di suo fallimento, vi sarebbero state gravissime ricadute sull'intero sistema bancario internazionale.

La diffusione dei titoli nel frattempo denominati “tossici” negli attivi di numerose società e l'incertezza sul grado di “tossicità” trasforma la crisi immobiliare in una crisi di fiducia e di liquidità. Il mercato interbancario, al quale le aziende di credito si rivolgono quotidianamente per appianare temporanee eccedenze o deficienze di cassa, tende ad implodere. A poco vale l'iniezione di moneta da parte di tutte le banche centrali. È una crisi di fiducia: le banche non impiegano la liquidità a favore di altre banche in quanto non si fidano sulla futura solvibilità delle controparti.

La crisi di fiducia è resa ancor più acuta dall'incertezza che caratterizza le azioni delle autorità preposte alla vigilanza e alla stabilità del sistema. A distanza di sei mesi dall'intervento di salvataggio della banca d'affari *Bear Stearns* viene consentito il fallimento di *Lehman Brothers*, una delle banche d'affari più note al mondo. Qualche settimana dopo, viene invece evitato il fallimento della compagnia di assicurazioni *AIG*, di cui si è appena detto.

Da crisi di liquidità e di fiducia la crisi si trasforma in crisi economica. Per effetto della perdita di valore dei titoli “tossici” in portafoglio, si riduce il valore degli attivi bancari. Aggravano le conseguenze le nuove norme contabili che impongono alle banche di valutare il proprio attivo ai valori correnti di mercato (più precisamente, sulla base del cosiddetto *fair value*). Il rafforzamento delle norme prudenziali disposto dai successivi emendamenti¹¹ agli accordi cosiddetti di “Basilea” impongono alle banche di erogare un volume di credito proporzionato al valore dei propri attivi. Le banche sono quindi costrette a limitare il credito anche alle imprese ritenute meritevoli. Vi è qualcosa di drammaticamente ironico in tutto ciò. In un periodo caratterizzato dall'euforia finanziaria, il passaggio dalle regole contabili prudenziali di valutazione delle poste di bilancio al riferimento ai valori di mercato, chiesto dalle banche d'investimento, aveva consentito una più ampia espansione delle attività di credito. Nel nuovo contesto di deflazione, le nuove regole rafforzano la contrazione del credito.

Un sistema economico privo di credito non solo non si sviluppa, ma, se la privazione è prolungata, rischia il collasso.

¹¹ Si tratta, in particolare, dell'emendamento all'accordo di “Basilea I” disposto nel 1996.

Crisi finanziaria delle famiglie americane e inglesi, particolarmente indebitate, e contrazione del credito alle imprese manifatturiere innescano la recessione economica. Una volta innescata, la crisi si autoalimenta. La cronaca di questi giorni documenta il propagarsi della contrazione per effetti diretti o indiretti, questi ultimi manifestati da un calo della domanda estera per i prodotti nazionali.

3. *Sulle regolarità e sulle peculiarità dell'attuale crisi*

Anche questa crisi si è resa possibile dal sentimento di avidità e di euforia che tipicamente impedisce ai singoli la visione distaccata del formarsi di una bolla speculativa.

Rispetto al passato, il grado di avidità sembra aumentato, nonostante il livello generale di benessere sia grandemente accresciuto. Nella Boston degli anni Venti del secolo scorso, Charles Ponzi diviene tristemente famoso per aver avviato un'attività bancaria fondata su una "catena di sant'Antonio". La promessa fatta ai depositanti di corrispondere un interesse elevato veniva mantenuta attingendo ai depositi di nuovi clienti che, nel frattempo, accorrevano ingenui, attratti dai lautissimi interessi. Ponzi, prima di intraprendere l'attività bancaria, aveva subito condanne come falsario e ladro. Anche nell'attuale crisi finanziaria si è scoperto un "gioco alla Ponzi"¹²: questa volta è stato condotto da Bernard Madoff. A differenza di Ponzi, Madoff era uno stimato imprenditore, molto attivo e ammirato anche per l'attività benefica da lui svolta. Ha lasciato un "buco" stimato in circa 50 miliardi di dollari. Anche l'irrisolto conflitto d'interessi delle società di *rating* può essere interpretato come una nuova forma di espressione del sentimento di avidità.

Rispetto al passato, un elemento di novità è rappresentato dalla crescente complessità delle operazioni che stanno alla base delle bolle speculative: dalla semplice euforia per l'apparente rivalutazione continua del prezzo dei bulbi di tulipani si è giunti alla complessità dei contratti finanziari e assicurativi, la cui corretta valutazione non è stata possibile nemmeno ai soggetti professionalmente a ciò deputati. L'euforia è rafforzata dall'illusione finanziaria, soprattutto per quanto riguarda la possibilità di proteggersi nei confronti di scenari finanziari sfavorevoli.

L'innovazione è parte sostanziale dei processi speculativi: in tutti gli eventi c'è un elemento di orgoglio derivante dall'aver scoperto qualcosa di apparentemente nuovo e molto remunerativo quanto a strumenti finanziari e a opportunità d'investimento. L'innovazione finanziaria è utile quando consente di creare nuovi strumenti, maggiormente adatti alle necessità

¹² Nella tassonomia delle posizioni finanziarie proposta da Minsky, un "gioco alla Ponzi" rientra nelle posizioni finanziarie ultraspeculative.

di finanziamento delle attività o di copertura dei rischi di soggetti impegnati nella produzione e nello scambio di beni e di servizi. È dannosa allorché è orientata ad aggirare le regole prudenziali e di supervisione bancaria.

L'irrazionalità collettiva sossesa dal sentimento di euforia finanziaria non esclude la presenza di comportamenti razionali da parte di singoli individui, il cui operare è orientato dalla struttura degli incentivi presente nel sistema. Si pensi, ad esempio: i) alla condotta di dirigenti e manager la cui remunerazione si basa in larga misura sugli andamenti di breve periodo delle azioni delle società da loro gestite; ii) agli effetti della privatizzazione delle banche, i cui azionisti ora richiedono una elevata remunerazione del capitale investito; iii) alla crescita dei fondi pensione privati, che hanno l'obbligo di ottenere elevati rendimenti dal loro portafoglio finanziario. In questa situazione, l'irrazionale clima di euforia può essere rappresentato come la conseguenza involontaria di una serie di azioni volontarie e individualmente razionali.

Alcuni aspetti della crisi finanziaria lascerebbero pensare a comportamenti irrazionali da parte dei soggetti preposti alla politica economica. Il ricordo dell'affermazione di Hegel che tutto ciò che è reale è razionale¹³ spinge lo studioso a cercare elementi di razionalità in quanto è successo, nel senso di individuare le ragioni che hanno condotto a effettuare certe scelte. In questo caso, la ragione di alcune scelte sembra essere riconducibile all'ideologia, a cui non è certo immune la politica economica.

In campo economico, due ideologie, tra loro polari, da secoli attraggono studiosi e comuni cittadini. Si tratta del *laissez faire* e della pianificazione collettiva. La coerenza logica di entrambi le teorie, l'apparente perfezione dei mondi da esse delineati possono esercitare un notevole fascino. Entrambi sono foriere di danni, come la storia ha avuto modo di dimostrare in più occasioni.

L'obiettivo di agevolare il possesso della prima casa è comune a molte economie. Ciò che è, a dir poco, peculiare nel recente caso americano è il voler raggiungere l'obiettivo attraverso l'uso forzato di strumenti di mercato, quali, appunto, l'erogazione di mutui a soggetti non meritevoli di affidamento. Una consolidata esperienza europea mostra come vi siano strumenti

¹³ “Ciò che è razionale è reale; e ciò che è reale è razionale. [omissis] Poiché il razionale, che è sinonimo dell'idea, allorché esso nella sua realtà entra in pari tempo nell'esistenza esterna, vien fuori in un'infinita ricchezza di forme, fenomeni e configurazioni, e circonda il suo nucleo con la scorza variopinta nella quale la coscienza dapprima dimora, che soltanto il concetto trapassa, per trovare il polso interno e pur nelle configurazioni esterne sentirlo ancor battere.” Georg W. F. Hegel, *Lineamenti di filosofia del diritto*, p. 14 della “Prefazione” nella traduzione di Giuliano Marini, Roma, Editori Laterza, 1987.

alternativi maggiormente idonei a raggiungere l'obiettivo di consentire la proprietà dell'immobile di abitazione a soggetti economicamente deboli.

Più grave appare il ricorso all'ideologia per giustificare la deregolamentazione. Spesso, per sottolineare la presunta capacità del mercato di autoregolamentarsi, si cita l'operare della "mano invisibile" individuato da Adamo Smith. Ancor più spesso, però, si dimentica di citare che, accanto alla "mano invisibile", lo stesso Smith postulava l'operare di una "mano visibile", quella dello Stato, che dovrebbe intervenire per impedire le conseguenze della concentrazione del potere economico o finanziario nelle mani di pochi. In questa occasione, la "mano visibile" non è stata in grado di arginare la pressione di parte della comunità finanziaria, che è riuscita a neutralizzare alcune proposte di legge mirate a estendere la regolamentazione ai nuovi intermediari¹⁴¹⁵.

L'elemento paradossale è rappresentato dal fatto che, nell'eccedere con l'impostazione liberista, si finisce con il dover ricorrere allo strumento della nazionalizzazione per arginare i danni arrecati dalla crisi finanziaria in modo molto più esteso di quanto di fatto osservato nelle economie miste.

Anche in questa occasione, il pendolo della storia, ora certo non sospinto da ragioni ideologiche, sta oscillando verso un accresciuto intervento pubblico nell'economia. Sulla base di alcune stime di massima, i crediti complessivamente in sofferenza superano il 350 per cento

¹⁴ Con riferimento all'esperienza statunitense, Hellwig afferma: "A similar logic may have been at work in the late nineties when Federal Reserve Board Chairman Greenspan, Treasury Secretary Rubin, and Security and Exchange Commission Chairman Levitt, all three of them with strong ties to the investment banking community, used their influence to stop attempts to bring derivatives trading into the domain of statutory regulation, if only to impose transparency about trades, positions, and participating parties. More transparency here might also have meant transparency about conduits and SIVS." Martin Hellwig, "Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis", Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Preprint 43, November 2008, p. 55. L'Autore prosegue affermando: "The same reasoning suggests that distinctions between on-balance-sheet and off-balance-sheet position of banks and other financial institutions should be abolished or at least reduced to a bare minimum. One suspects that regulatory acceptance of such distinctions until now may have had more to do with political lobbying and regulatory capture than with any substantive argument about differences in risk exposure". Ibidem p. 62.

¹⁵ Con riferimento all'esperienza europea, il Commissario europeo per il mercato interno e i servizi Charles McCreevy, in un intervento apparso il 9 marzo 2009 sul supplemento "Affari e Finanza" del quotidiano *La Repubblica* afferma: "Infine, non possiamo permetterci di diventare schiavi dei lobbisti meglio pagati e più persuasivi. Dopo tutto sono proprio molti di quegli stessi lobbisti ad essere riusciti in passato a convincere i legislatori a inserire clausole e postille che hanno contribuito sostanzialmente a rendere il sistema così permissivo, tanto da consentire la creazione dei rischi sistemici per i quali adesso i contribuenti sono obbligati a pagare."

del P.I.L. statunitense; alcune previsioni indicano che la dimensione relativa potrebbe superare il 500 per cento. Quanta parte di questi crediti inesigibili sarà trasformata in debito pubblico?

4. Conclusioni

Nel 1991, avviandosi a concludere il saggio prima citato, Galbraith usava parole pesanti: “Quando avverrà il nuovo grande episodio speculativo, e in quale campo si manifesterà: immobili, mercato mobiliare, arte, automobili antiche? A queste domande non vi è risposta; nessuno lo sa, e chiunque pretenda di darla non sa di non sapere. Ma una cosa è certa: ci sarà un altro di questi episodi e altri ancora. Gli sciocchi, come si è detto, presto o tardi vengono separati dal loro danaro. E lo stesso accadrà, purtroppo, a quanti, in un’atmosfera di generale ottimismo, sono sedotti dalla sensazione di possedere un bernoccolo finanziario. Così è stato per secoli; così sarà ancora a lungo nel futuro.”¹⁶

La riflessione di Galbraith non si sofferma su un aspetto forse ancor più delicato. Le crisi finanziarie non si limitano a privare dei danari i soggetti irresponsabili, ma, attraverso l’inevitabile crisi economica che ne consegue, arrecano pesanti conseguenze a persone che non hanno alcuna responsabilità nell’accaduto.

È anche a sostegno di tali persone che l’azione di politica economica dovrebbe essere orientata.

¹⁶ J. K. Galbraith, *Breve storia...*, op. cit., pagg. 104-5.