

LA LEZIONE E IL MONITO DI UNA CRISI ANNUNCIATA

Stefano Zamagni
Università degli Studi di Bologna
Dipartimento di Scienze Economiche

1. Introduzione

La crisi finanziaria, iniziata nell'estate 2007 negli Usa e poi diffusasi per contagio nel resto del mondo, ha natura sistemica. Né di crisi congiunturale né di crisi regionale dunque si tratta. Essa è il punto di arrivo, inevitabile, di un processo che da oltre trent'anni ha modificato alla radice il modo di essere e di funzionare della finanza, minando così le basi stesse di quell'ordine sociale liberale che è cifra inequivocabile del modello di civiltà occidentale. Duplice la natura delle cause della crisi: quelle prossime, che dicono delle peculiarità specifiche assunte in tempi recenti dai mercati finanziari e quelle remote, che chiamano in causa taluni aspetti della matrice culturale che ha accompagnato la transizione dal capitalismo industriale a quello finanziario. Da quando ha iniziato a prendere forma quel fenomeno di portata epocale che chiamiamo globalizzazione, la finanza non solamente ha accresciuto costantemente la sua quota di attività in ambito economico, ma ha progressivamente contribuito a modificare sia le mappe cognitive delle persone sia il loro sistema di valori. E' a quest'ultimo aspetto che si fa riferimento quando oggi si parla di finanziarizzazione (*financialization*) della società. "Finanza", letteralmente, è tutto ciò che ha un fine; se questo fuoriesce dal suo alveo storico, la finanza non può che generare effetti perversi.

In quel che segue, mi soffermerò, sia pur in breve per ragioni di spazio, dapprima sulle cause prossime della crisi e poi su quelle remote. Non mi occuperò, invece, né degli effetti del collasso attuale, né delle vie di uscita da esso. Su entrambe le questioni i contributi sono ormai schiera. L'intento che muove lo scritto è quello non tanto di aggiungere evidenze statistico-economiche o ulteriori descrizioni dei meccanismi alla ormai vasta ed accurata letteratura in argomento, (si può vedere al riguardo C.R. Morris, *Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro*, Elliot Ed., 2008), quanto piuttosto quello di far emergere dai fatti che narrano del disastro finanziario quell'ideologia fallace – travestita da presunta scientificità – di cui si sono imbevuti operatori di mercato, autorità politiche di governo, agenzie di controllo, quella specifica scuola di pensiero economico, oggi dominante,

nota come *mainstream* economico. Si tratta dell'ideologia che, a partire dall'assunto antropologico dell'*homo oeconomicus* – che è un assunto, si badi, e non una proposizione dimostrata – ovvero dell'egoismo razionale, giunge, dopo un lungo itinerario cosparso di teoremi raffinati e di indagini econometriche, alla conclusione che i mercati, anche quelli finanziari, sono assetti istituzionali in grado di autoregolarsi e ciò nel duplice senso di assetti capaci di darsi da sé le regole per il proprio funzionamento ed inoltre di farle rispettare.

Il ponte che collega quell'assunto a tale conclusione è l'*ethos* dell'efficienza, vero e proprio principio regolativo della società post-moderna. E' dalla pervasività nella nostra cultura del principio di efficienza che discende quel "mito performativo" per il quale dire significa fare, e dunque che una cosa diventa *vera* per il solo fatto che la *facciamo*. E' questo stato d'animo generale che ha fornito il carburante alla macchina speculativa. La quale si è bensì potuta avvalere di strumenti e prodotti finanziari con una "potenza di fuoco" mai vista in precedenza. Si pensi solo ad automatismi come il *program trading* computerizzato, qualcosa di analogo ad un acceleratore di particelle, che amplifica, in modo pro-ciclico, la tendenza al rialzo e al ribasso del mercato borsistico. Ma è evidente che una bolla speculativa dalle proporzioni di quella che oggi conosciamo mai si sarebbe potuta realizzare senza quella "bolla mentale" che ha fatto credere a tantissimi che fosse possibile ridurre il rischio a zero, qualora si fosse riusciti a spalmarlo in modo acconcio tra un numero sufficientemente elevato di operatori.

Ma il rischio, se c'è, può essere spostato o ridotto, mai annullato. Tale senso di onnipotenza, foraggiato per parecchi anni dall'euforia finanziaria, si è impadronito degli *habitus* mentali non solamente dei trader e degli istituti della finanza, ma anche delle autorità politiche, dei centri mediatici, di non pochi ambienti universitari e di ricerca. L'autoreferenzialità della finanza – la finanza che diviene fine a sé e in sé – ha così fatto dimenticare la massima di Platone secondo cui: "L'unica buona moneta con cui bisogna cambiare tutte le altre è la *phronesis*, l'intelligenza che sta in guardia". Una massima che l'illustre economista americano J. Galbraith assai più prosaicamente ha reso così: "E' bene che ogni tanto i soldi vengano separati dagli imbecilli". Ed è bene che così avvenga, perché sono molti gli innocenti che pagano per la *hybris* degli imbecilli nel senso di Leon Bloy. Come la storia insegna, il *phronos zeon*, l'ira degli dei che si accompagna alla *hybris*, si abbatte sempre sugli ultimi e sui più vulnerabili, il che è semplicemente scandaloso che possa accadere in società che si dicono aperte e civili.

2. *Delle cause prossime della crisi*

Aver consentito al settore dei mutui ipotecari subprime di diventare un autentico casinò finanziario è certamente una prima causa prossima della crisi in atto. (Già J.M. Keynes aveva anticipato nel 1926 che “quando l’accumulazione del capitale di un paese diventa il sottoprodotto delle attività di un casinò è possibile che le cose vadano male”). Negli USA, la proprietà di case di abitazione è passata dal 44% degli anni quaranta del secolo scorso a circa il 66% degli anni sessanta, periodo questo durante il quale non si sono registrate né perdite né guadagni particolarmente rilevanti. Fino al 1969, Fannie Mae era un’agenzia governativa, la cui funzione era per un verso quella di comprare mutui dalle banche e dagli altri gestori di risparmi per consentire loro un flusso costante nella erogazione dei mutui e, per l’altro verso, quella di fissare gli standard di riferimento. Al tempo stesso, Fannie Mae finanziava le sue operazioni vendendo sul mercato finanziario obbligazioni. La situazione inizia a mutare alla fine degli anni ’70, quando operatori privati di Wall Street, nel tentativo di emulare Fannie, impacchettano mutui convertibili in obbligazioni, creando prodotti sempre più convenienti perché più rischiosi. Per non perdere quote di mercato, Fannie finisce col fare altrettanto, alimentando così la spirale degli abusi.

In quale senso si può parlare di abusi? Per rispondere, conviene rammentare che in base alle regole contabili in vigore, le banche sono tenute a registrare in bilancio i prestiti concessi come attività. Ma così facendo, le banche scoprono di arrivare ben presto alla soglia del capitale minimo che l’autorità di vigilanza impone di tenere disponibile per assicurare la copertura dei prelievi. E scoprono altresì che tale vincolo costituisce un effettivo impedimento all’aumento del volume d’affari e quindi dei propri profitti. Il pezzo di bravura – si fa per dire – è allora la trasformazione dei prestiti in attività, conferendo ai debiti dei clienti la qualità di titoli di credito che, in quanto tali, è possibile rivendere sul mercato finanziario. E’ in ciò il senso di quella peculiare invenzione che è stata la cartolarizzazione. Le modalità di cartolarizzazione prevedono l’emissione di CDO (*Collateralized Debt Obligations*), introdotte per prime negli USA nel 1987 (in Italia nel 1999 con la legge 130), tramite società veicolo (*SPV, special purpose vehicles e conduit*), oppure di *Asset Backed Commercial Paper*, titoli a breve termine garantiti dalle attività bancarie, oppure ancora dalla ricartolarizzazione, operazioni queste in cui le attività sottostanti sono titoli strutturati. Nati come strumenti di copertura del rischio di credito, i derivati hanno conosciuto una espansione imponente nel corso degli ultimi anni: da circa 100.000 miliardi di dollari nel 2001 a oltre 600.000 miliardi alla fine del 2007. In termini relativi, la crescita più consistente è stata quella dei CDS (*Credit*

default swap), passati, nello stesso periodo, da 750 miliardi di dollari a circa 59.000 miliardi – quasi quattro volte il PIL USA.

Come spiega N. Linciano (*La crisi dei mutui subprime*, CONSOB, Milano, Sett. 2008), a differenza di quanto accadeva con il modo tradizionale di erogazione del credito – un modo che imponeva il mantenimento in bilancio dei prestiti concessi ai clienti - il nuovo modo che si viene ad affermare nell'ultimo quarto di secolo, e noto come OTD (*originate to distribute*), prevede che i finanziamenti concessi siano cartolarizzati e spalmati su una vasta platea di operatori. Questo nuovo modo, che agli inizi viene salutato con simpatia, perché capace di allentare i vincoli di accesso al credito da parte della fasce più povere della popolazione, finisce con l'andar del tempo col mutare profondamente l'approccio al credito delle banche – che hanno interesse a trasferire quote crescenti dei propri impieghi ad altre istituzioni finanziarie – e con l'incentivare comportamenti opportunistici e irresponsabili. La ragione è presto detta: la possibilità di trasferire a valle i rischi dei finanziamenti erogati riduce sensibilmente l'interesse della banca a monitorare la possibilità di rimborso dei debitori.

Di fronte a tale novità, le autorità americane non solo non intervengono per cercare almeno di garantire il rispetto degli standard, ma quel che è peggio lasciano alle agenzie private di rating il compito di decidere loro il grado di sicurezza dei nuovi strumenti finanziari. Si tenga presente che i prodotti derivati come i CDS sono negoziati in mercati non regolamentati e soprattutto non vigilati, ma in un mercato tra banche (*over the counter*). Ciò che permette minore competizione, e margini di guadagno più elevati, ma impedisce di valutare il rischio di controparte. La moda delle cartolarizzazioni inizia così a diffondersi a macchia d'olio, con i mutui sub-prime che svolgono la funzione di volano dell'intero processo. Imprese private, riconosciute bensì dal governo, come Moody's e Standard and Poor, ma non sottoposte ad alcuna regolamentazione, attribuiscono punteggi di affidabilità ai vari prestiti obbligazionari per tutelare – così si dice – la fede pubblica dei sottoscrittori. Ma dato che il controllore è remunerato dal controllato, è evidente che basta pagare bene per ottenere un punteggio elevato – la ben nota “tripla A” – anche se i prestiti sottostanti includono rischi elevati. (Alla vigilia del suo fallimento, la Lehman Brothers aveva ottenuto la A!). Oggi siamo in grado di dire che senza la collusione delle agenzie di rating il fenomeno sub-prime non si sarebbe potuto manifestare con la violenza che conosciamo, perché non avrebbe potuto raggiungere la massa critica e soprattutto non avrebbe potuto alimentare quei fenomeni di *herding*, cioè di imitazione, che innescano le bolle speculative.

Sorge spontanea la domanda: perché i regolatori pubblici non sono intervenuti per tempo modificando la legislazione vigente così da porre fine al conflitto di interesse che

vedeva coinvolte la più parte delle agenzie di rating? E' questa la seconda delle cause prossime di cui ci stiamo occupando. Il fatto è che né il Governo né il Congresso americani si sono mai decisi, prima d'ora, ad intervenire in materia. A dire il vero, già nel 1994 il Congresso Democratico, fiutando la gravità del problema, aveva approvato la legge sulla "Homeownership opportunity and equity protection" che imponeva alla Federal Reserve di fissare e far rispettare gli standard agli operatori che concedevano mutui e che non erano sottoposti ad altra forma specifica di regolamentazione. Ma Alan Greenspan, il potente presidente della FED (1987-2006), accecato dall'ideologia del *greed market* (il mercato dell'avidità) – che ben poco ha a che vedere con il *free market* – si rifiutò ripetutamente di implementare quella legge. L'argomento utilizzato fu che gli scambi di derivati avvenivano tra professionisti altamente qualificati che non avevano certo bisogno di tutele. Una fiducia questa che Greenspan fondava, ciecamente, sul celebre modello di Black-Scholes-Merton per determinare il valore dei derivati. Un modello secondo il quale sarebbe bastato guardare al prezzo di un asset e non anche al rischio che esso ingloba per dare il giusto valore (*fair value*) ad un altro titolo – poniamo, un'opzione – che ci viaggia sopra.

Un'avvisaglia importante della grave aporia contenuta nel modello si ha già nel 1998 – l'anno successivo a quello in cui Scholes e Merton ricevono il premio Nobel per l'economia – quando fallisce il LTCM (*Long Term Capital Management*), l'hedge fund nel cui consiglio di amministrazione sedevano entrambi gli studiosi. Ma anche di fronte a tale evidenza, Greenspan non ritenne di intervenire, salvo ricredersi alcuni anni dopo come diremo nella sezione 4. Neppure nel 2002, quando al seguito dei celebri "corporate scandals" (i casi Enron e Worldcom del 2001), venne approvata la legge Sarbanes-Oxley, si colse l'occasione per porre rimedio ai dilaganti conflitti d'interesse in capo sia alle agenzie di rating sia ai tantissimi promotori finanziari che "consigliavano" ai clienti di comprare titoli che di là a poco si sarebbero rivelati spazzatura. Come si può verificare, la Sarbanes-Oxley si occupa bensì dei conflitti di interesse nella governance d'impresa, ma esclude, paradossalmente, dal suo ambito di applicazione le agenzie di rating e le imprese che si dedicano alla intermediazione finanziaria. Col risultato che tali soggetti hanno acquistato un tale potere di influenza sulla politica da far dimenticare il celebre principio di separazione su cui si regge l'ordine sociale liberale. Occorre dire, peraltro, che forse gli stessi regolatori pubblici non erano in grado di conoscere, con una qualche approssimazione il volume effettivo delle transazioni speculative. La ragione è presto detta. Alla fine degli anni '90 le banche commerciali e di investimento iniziano a dar vita ad un gran numero di entità fuori bilancio sponsorizzate da una o più di esse. Si tratta delle cosiddette OBSE (*Off-balance Sheet*

Entities): società autonome che non compaiono nel bilancio delle banche sponsor, alla quali pagano però commissioni ingenti. Sono tali le società veicolo per scopi speciali che, una volta create, entrano in un cono d'ombra che le rende pienamente opache all'osservatore esterno. In tali condizioni, parlare di trasparenza a favore dei risparmiatori è poco più di un *wishful thinking*.

Di una terza causa prossima del crack finanziario conviene dire: l'eccesso di *leverage* (indebitamento). Va ricordato che il volume delle transazioni speculative posto in essere nel corso dell'ultimo quarto di secolo è stato realizzato quasi interamente con denaro preso a prestito. Un rapporto considerato normale di leverage per un un *hedge fund* o per un fondo di *private equity* è dell'ordine di 30 a 1 – quanto a dire 30 dollari di debito contro 1 dollaro di capitale reale. (Cinque anni fa, la Morgan Stanley fu una delle cinque grosse banche di affari americane che ottenne dalla SEC – l'equivalente USA della CONSOB italiana - la duplice autorizzazione ad indebitarsi fino ad un rapporto di 40 a 1 rispetto al proprio capitale e a sostituire con l'autoregolamentazione i controlli esterni). Ebbene, nella vicenda delle imprese dedite ai mutui sub-prime, il rapporto di leverage era diventato negli ultimi anni praticamente infinito, dal momento che tali imprese avevano un capitale reale pari a zero. Come oggi è diventato a tutti noto, il gioco si fondava sulla creazione di debito. Quella che gli USA si sono lasciati alle spalle è stata un'era di spensieratezza finanziaria: acquisti a credito senza copertura; mutui concessi a tutti sull'intero valore dell'immobile; carte di credito distribuite a chiunque; ricorso a strumenti finanziari ipersofisticati. Fino ad un certo punto, il gioco ha assicurato profitti – meglio sarebbe dire rendite – astronomici, ma non appena gli investitori hanno cominciato a guardare dentro la scatola nera, è iniziato il panico. Per essere precisi, le cose hanno principiato ad andare male quando, a partire dal 2005, i rialzi dei tassi di interesse decisi dalla FED hanno reso più gravose le rate dei mutui subprime, il che ha accresciuto il rischio di insolvenza delle famiglie più esposte, cioè più vulnerabili. La mancanza di un mercato secondario dei CDO – si rammenti che e' grazie ai CDO che le banche americane hanno potuto concedere a larghe mani i mutui – non ha permesso un adeguamento graduale dei loro prezzi alle nuove condizioni di rischio. Quando l'insolvenza è diventata evidente, l'adeguamento del prezzo si è realizzato tutto in una volta, determinando così svalutazioni selvagge – perfino eccessive – degli asset degli operatori che tenevano in portafoglio il CDO. Il collasso ne è stata immediata e logica conseguenza.

E' risaputo che da quando è stata inventata la moneta, gli uomini si dedicano a produrre moneta falsa. Al tempo della circolazione metallica, questo avveniva frodando sulla quantità di metallo prezioso in essa contenuto; poi, con l'emissione sconsiderata di banconote; oggi,

con l'inflazione dei crediti. Come già aveva anticipato negli anni '40 del secolo scorso l'economista francese Jacques Rueff, il modo oggi raffinato di creare moneta falsa è quello di far partire una bolla speculativa. Alexandre Dumas, nel suo *Il tulipano nero*, descrive con la penna del grande letterato e con grande anticipazione dei tempi, la meccanica della logica speculativa con riferimento alla prima grande bolla speculativa tra 1620 e 1630, nota come "febbre dei tulipani". Dopo secoli di tentativi vari, si può dire che il mondo della finanza è riuscito, almeno in parte, a sottrarre allo Stato e alla politica il potere di controllo monetario. Ecco perché la crisi in atto non troverà definitiva soluzione fino a quando la politica e il corpo sociale non riprenderanno in mano il governo dell'attività finanziaria, indirizzandola al suo fine naturale che è quello di porsi al servizio degli investimenti, della produzione, degli scambi. Proprio secondo il celebre detto di Baron Luis: "Dateci buona politica, e io vi darò buona finanza".

Quanto precede mi porta alla quarta delle cause prossime: l'abolizione, nel 1999, della legge Glass-Steagall del 1933 che sanciva la separazione tra banche commerciali e banche di investimento – le prime sottoposte a massicci controlli; le seconde a forme di controllo più blande. Il vento della deregulation reaganiana soffiò così forte da armare la mano di Gramm-Leach-Bliley cui si deve quell'abolizione. Con l'esito che sarebbe stato facile immaginare. Non contento di ciò, sempre Gramm si fece paladino della legge sulla *Commodity Futures Modernization* firmata da Clinton il 21 dicembre 2000, poco prima di lasciare la presidenza americana. Il portato di tale norma era di sottrarre i prodotti finanziari derivati alla regolamentazione e alla sorveglianza sia della SEC sia della Commissione per il Commercio dei Titoli Future, ciò che consentì un'espansione senza precedenti dei derivati scambiati al di fuori del mercato borsistico. Al solo scopo di dare un'idea grezza dell'aumento del volume di affari associato ai derivati si consideri che dal 2000 al 2007 essi sono passati, come valore di sottoscrizione, da 100 trilioni a 600 trilioni di dollari, una cifra corrispondente all'incirca a 10 volte il PIL mondiale. (Si veda, al riguardo, R.J. Shiller, *Finanza Shock*, Egea, Milano, 2008).

Alle banche di investimento si aggiunsero così hedge fund e fondi di private equity in grado di creare credito al di fuori del canale bancario e capaci di speculare sui mercati finanziari con i soldi presi a prestito. A parere del presidente della House Banking Committee, Barney Frank, più di metà del credito creato negli anni recenti proviene da istituti non soggetti ad alcuna regolazione. Ma non c'era da allarmarsi - si è pensato - perché l'amministrazione Bush in diverse occasioni ebbe a dichiarare che questi nuovi giocatori finanziari offrivano transazioni ad adulti consenzienti e consapevoli dei rischi cui sarebbero andati incontro. Non c'è bisogno di grande preparazione economica per comprendere come ragionamenti del

genere trascurino completamente di tenere in conto quegli effetti indiretti che ricadono su soggetti che non hanno preso parte alle transazioni e che si chiamano, nel gergo economico, esternalità pecuniarie. A dire il vero, nel 2005 Greenspan aveva bensì rivolto al Senate Banking Committee l'invito a prendere in seria considerazione il livello di rischio al quale Fannie e Freddie stavano esponendo l'intero sistema, ma il provvedimento che alcuni membri repubblicani del Congresso avevano predisposto per la bisogna non venne mai votato, anche per la ferma opposizione del Partito Democratico.

3. *Le cause remote e strutturali della crisi*

3.1. Le cause descritte nel paragrafo precedente sono prossime perché, sebbene sufficienti a scatenare la crisi finanziaria in atto, non sono anche necessarie. La crisi infatti si sarebbe comunque manifestata, sia pure in forme diverse, anche con perturbazioni diverse da quella dei mutui subprime. Quando la tempesta abbatte la casa, la causa principale è la debolezza strutturale dell'edificio, pur essendo vero che senza quella perturbazione perfino la casa costruita sulla sabbia resterebbe in piedi. Raggruppo i fattori di crisi che chiamo strutturali in tre blocchi.

Il primo concerne il mutamento radicale nel rapporto tra finanza e produzione di beni e servizi che si è venuto a consolidare nel corso dell'ultimo trentennio. A partire dalla metà degli anni '70 del secolo scorso, la più parte dei paesi occidentali hanno condizionato le loro promesse in materia pensionistica ad investimenti che dipendevano dalla profittabilità sostenibile dei nuovi strumenti finanziari. Al tempo stesso, la creazione di questi nuovi strumenti ha via via esposto l'economia reale ai capricci della finanza, generando un bisogno crescente di destinare alla remunerazione dei risparmi in essi investiti quote crescenti di valore aggiunto. Le pressioni sulle imprese derivanti dalle borse e dai fondi di private equity si sono trasferite in pressioni ancora maggiori in altre direzioni: sui dirigenti ossessivamente indotti a migliorare continuamente le performance delle loro gestioni allo scopo di ricevere volumi crescenti di stocks options; sui consumatori per convincerli, mediante l'impiego di sofisticate tecniche di marketing, a comprare sempre di più pur in assenza di potere d'acquisto; sulle imprese dell'economia reale per convincerle ad aumentare il valore per l'azionista (*shareholder's value*). E così è accaduto che la richiesta persistente di risultati finanziari sempre più brillanti ha cominciato a ripercuotersi, attraverso un tipico meccanismo di *trickle*

down (di sgocciolamento), sull'intero sistema economico, fino a diventare un vero e proprio pattern culturale. Per rincorrere un futuro sempre più radioso, si è così dimenticato il presente.

Dopo oltre trent'anni di finanziarizzazione, lo stato dell'economia mostra preoccupanti segni di debolezza sotto tre aspetti specifici. Primo, la finanziarizzazione – che per funzionare ha bisogno di includere nella sua logica un numero crescente di economie nazionali – ha progressivamente sostituito alle relazioni intersoggettive transazioni anonime e impersonali. La ricerca senza limiti dei *capital gains* (guadagni in conto capitale) ha fatto sì che valori come lealtà, integrità morale, relazionalità, fiducia venissero via via accantonati per fare spazio a principi d'azione finalizzati al conseguimento dei risultati a breve termine. Si è così potuto diffondere il disastroso convincimento in base al quale la liquidità dei mercati finanziari sarebbe stata un sostituto perfetto della fiducia. Al tempo stesso, poiché la valutazione di borsa è tutto quanto l'investitore è tenuto a considerare quando deve prendere le sue decisioni, si ha che la crescita può agevolmente essere costruita sul debito: questo il senso ultimo del processo di finanziarizzazione. Quale la conseguenza veramente pericolosa di questa “nuova” cultura? Quella di stravolgere il modo di concepire il nesso tra reddito da lavoro e reddito da attività speculativa. Se la finanziarizzazione viene spinta in avanti a sufficienza – si è fatto credere – non v'è bisogno che le famiglie, per provvedere alle proprie necessità, attingano in misura prevalente ai propri salari. Dedicandosi alla speculazione, esse possono ottenere per altra via il reddito necessario per conseguire livelli crescenti di consumo. Anzi, se e nella misura in cui riduzioni salariali favoriscono la redditività delle imprese quotate in borsa, può accadere che le famiglie compensino in misura più che proporzionale la riduzione dei redditi da lavoro con aumenti dei redditi di borsa. In tal modo, il conflitto endemico alla società post-moderna, quello tra la figura del lavoratore e la figura del consumatore – per generare valore azionario occorre che le imprese si ristrutturino con operazioni quali la delocalizzazione, l'*outsourcing*, le fusioni e acquisizioni: ciò riduce bensì il salario, ma riduce anche i prezzi dei beni di consumo – verrebbe risolto con la figura dell'investitore-speculatore. La finanziarizzazione induce così il risparmiatore, piccolo o grande che sia, a trasformarsi in speculatore, accorto o meno che sia.

Non dobbiamo allora sorprenderci se nell'arco dell'ultimo quarto di secolo, per un verso, è aumentata, fino a raggiungere livelli mai visti in precedenza, la volatilità dei rapporti di lavoro (la cosiddetta precarietà, che ben poco ha a che vedere con la flessibilità) e per l'altro verso è andata aumentando, in tutti i paesi dell'Occidente avanzato, la disuguaglianza nella distribuzione dei redditi. Come ci informa il Rapporto OECD dell'ottobre 2008 (*Growing unequal? Income distribution and poverty in OECD countries*), la distanza tra ricchi e poveri è aumentata sensibilmente nel periodo indicato. (L'Italia è seconda fra i paesi sviluppati, dopo gli

Stati Uniti, in questa non invidiabile graduatoria). E' agevole comprenderne la ragione, non certo unica, ma principale: quando i redditi provengono dal lavoro (manuale o intellettuale che sia) lo scarto tra i più e i meno pagati non potrà mai superare una certa soglia; non così quando essi provengono da attività speculative oppure quando certe remunerazioni sono legate, come avviene nel caso delle stocks options per i dirigenti, agli andamenti borsistici. Quando l'unitarietà della persona viene artificiosamente frazionata in figure come quella del lavoratore, del consumatore, dell'investitore-speculatore, l'esito non può che essere disastroso. Già J.M. Keynes nel ben noto saggio del 1926, *La fine del laissez-faire*, aveva individuato con la lucidità e la preveggenza che gli erano proprie, la causa dei "maggiori mali economici del nostro tempo "nelle" grandi sperequazioni di ricchezza che si determinano quando particolari individui, godendo di posizioni o abilità particolari, riescono a trarre vantaggio dall'incertezza e dall'ignoranza "e quando" per gli stessi motivi, le grandi imprese diventano spesso una lotteria" che fa venir meno le "ragionevoli aspettative imprenditoriali".

Il terzo segno di preoccupante debolezza, cui sopra facevo cenno, è la diffusione a livello di cultura popolare dell'ethos dell'efficienza come criterio ultimo di giudizio e di giustificazione della realtà economica. Per un verso, ciò ha finito col legittimare l'avidità – che è la forma più nota e più diffusa di avarizia – come una sorta di virtù civica: il *greed market* che sostituisce il *free market*. "Greed is good, greed is right" (l'avidità è buona; l'avidità è giusta), gridava il protagonista del celebre film del 1987, *Wall Street*. Per l'altro verso, l'ethos dell'efficienza è all'origine dell'alternanza, ormai sistematica, di avidità e panico. Né vale sostenere, come più di un commentatore ha tentato di spiegare, che il panico sarebbe conseguenza di comportamenti irrazionali da parte degli operatori. Perché il panico è nient'altro che un'euforia col segno meno davanti; dunque se l'euforia, secondo la teoria prevalente, è razionale, anche il panico lo è. Il fatto è che è la teoria ad essere aporetica, come dirò nel prossimo paragrafo.

3.2. Ma come ha potuto il processo or ora descritto raggiungere il livello di pervasività e di incidenza di cui tutti oggi sono consapevoli? Senza il supporto scientifico di una certa scuola di pensiero economico le cose non sarebbero andate come sono andate. Prima di darne ragione, una premessa è indispensabile. A differenza di quanto accade nelle scienze naturali, quella economica è fortemente sotto l'influenza della tesi della doppia ermeneutica, secondo cui le teorie economiche sul comportamento umano incidono, tanto o poco, presto o tardi, sul comportamento stesso dell'uomo. Quanto a dire che la teorizzazione in ambito economico mai lascia immutato il suo campo di studio, dal momento che essa non solo plasma le mappe

cognitive dell'agente economico, ma gli indica anche la via che deve essere seguita se si vuole conseguire in modo razionale lo scopo. Ora, se quest'ultimo è la massimizzazione del guadagno (o altra specificazione della funzione obiettivo) e se, come è ovvio, lo scopo di un'azione prescrive quali debbano essere i mezzi richiesti per realizzarlo, il circolo ermeneutico è presto chiuso. E' per questa fondamentale ragione che l'economista non può trincerarsi dietro una presunta neutralità assiologica nel momento in cui produce modelli e teorie, soprattutto quando è consapevole del fatto che i prodotti del suo lavoro scientifico generano un certo modo di pensare e vengono presi come base di riferimento dal decisore politico.

Nel caso specifico di cui ci stiamo occupando, dove si è maggiormente manifestata questa assenza di responsabilità da parte degli economisti, una assenza che è consistita nel non aver fatto tesoro, quanto meno, del principio di precauzione nel suggerire determinate linee di azione? In primo luogo, nell'aver fatto credere che quello di efficienza fosse un criterio oggettivo (cioè neutrale rispetto ai giudizi di valore) di scelta tra opzioni alternative. Un semplice apologo che riprendo, con adattamenti vari, da J. Wight e J. Morton (*Teaching the Ethical Foundations of Economics*, New York, NCEE, 2007), vale a convincerci del contrario. In un ospedale sperduto, il medico di guardia ha a disposizione dieci dosi di un siero salvavita. Una certa notte arrivano all'ospedale due gruppi di dieci persone ciascuno, tutte bisognose del siero. Il medico sa che le persone del gruppo *A*, ricevendo il siero, avranno salva la vita. Quelle del gruppo *B*, invece, hanno una probabilità del 50% di restare in vita dopo aver ricevuto l'iniezione. A chi somministrerà le dieci dosi il nostro medico se vuole allocare quella risorsa scarsa in modo efficiente? Al gruppo *A*, perché in tal modo salverà dieci, anziché cinque, vite umane.

Supponiamo ora che al medico giunga la seguente informazione: le persone del gruppo *A* hanno un'età media di ottant'anni con una speranza di vita residua di cinque anni; mentre quelle del gruppo *B* sono bambini di cinque anni, che hanno una speranza di vita residua di ottanta anni. Come si comporterà in tale nuova situazione il nostro? Se l'obiettivo è quello di massimizzare il numero di anni di vita, la sua scelta cadrà sul gruppo *B*, dal momento che quattrocento anni di vita (5×80) superano di gran lunga i cinquanta anni di vita (5×10) che egli assicurerebbe se il siero venisse distribuito al gruppo *A*. Per completare la parabola, si assuma che le dosi in questione non siano di proprietà dell'ospedale, ma di una farmacia privata che è disposta a venderle a chi offre il prezzo più alto. In tali condizioni, se l'obiettivo diventa quello di massimizzare il ricavo (e quindi il guadagno), il medico si comporterà in modo efficiente se distribuirà il siero salvavita ai soggetti del gruppo *A*.

Il messaggio dell'apologo è chiaro: si può utilizzare il criterio di efficienza, e in forza di questo prendere decisioni, solo dopo che si è fissato il fine che si intende perseguire. Quanto a dire che l'efficienza è strumento per un fine e non un fine in sé. Affermare pertanto che i comportamenti di banchieri e trader – che in massa si sono gettati nel gioco della speculazione finanziaria nel corso dell'ultimo ventennio – devono dirsi legittimati dalla circostanza che costoro seguivano un canone di razionalità volto ad assicurare un'efficiente allocazione delle risorse finanziarie, è a dir poco una tautologia, indice di plateale sprovvedutezza metodologica.

C'è un secondo ambito dove l'influenza del *mainstream* economico è stata decisiva nel contribuire a determinare il disastro finanziario. Si tratta del retroterra teorico che ha avvalorato il principio della massimizzazione dello *shareholder value*. In breve, si tratta di questo. Tre sono le concezioni con cui la teoria microeconomica guarda all'impresa: l'impresa come associazione; l'impresa come coalizione; l'impresa come merce. La prima vede l'impresa come comunità, cui prendono parte diversi portatori di interessi (lavoratori; investitori; clienti; fornitori; territorio), che cooperano per conseguire un comune obiettivo, e che è organizzata per durare nel tempo. E' questa l'idea - si badi - da cui nasce la "corporation" americana, la quale in origine è un ente non profit la cui governance viene mutuata da quella dei monasteri benedettini e cistercensi. La corporation è un bene di per sé e, poiché tale, non può essere lasciata ai capricci del mercato, e di quello finanziario in special modo. La concezione dell'impresa come coalizione, invece, si sviluppa a partire dal pionieristico contributo del premio Nobel Ronald Coase, che nel celebre saggio del 1937 "Perché esiste l'impresa" difende la tesi secondo cui l'impresa nasce per risparmiare sui costi di transazione, cioè sui costi d'uso del mercato. Ogni negoziazione di mercato, infatti, implica specifici costi e dunque un'impresa ha ragione di esistere fin tanto che i costi di transazione superano i costi di esercizio della proprietà.

Infine, a partire dagli anni '60 del secolo scorso in economia inizia a prendere corpo, fino a divenire oggi dominante, l'idea dell'impresa come merce, che, in quanto tale, può essere comprata e venduta sul mercato al pari di ogni altra merce. Essa è, pertanto, nulla più di un "fascio di contratti" (*nexus of contracts*) che, a seconda delle convenienze del momento, vengono siglati da una pluralità di soggetti ognuno alla ricerca del massimo guadagno individuale. Ebbene, se l'impresa è nulla più di una merce, è evidente che l'unica classe di stakeholder che merita attenzione sia quella degli azionisti e ciò per l'ovvia considerazione che per vendere ci vuole un proprietario e, d'altra parte, chi compra un'impresa, pagandone il prezzo, ne diviene il proprietario. C'è da meravigliarsi, allora, se a partire da una tale concettualizzazione dell'impresa, si arriva a concludere che obiettivo del management è quello

di massimizzare il valore per l'azionista-proprietario? Si tenga presente che è il principio dello *shareholder's value* ad aver ispirato in senso ideologico il processo di finanziarizzazione. E' questo il principio che induce ad esaltare le quotazioni in borsa e ad assegnare all'azionista il *free cash flow* – la cassa che resta una volta onorati tutti i costi operativi, finanziari e fiscali. Per migliorare i rendimenti che si aspetta di incassare, l'azionista–proprietario dell'impresa associa, nel perseguimento dell'obiettivo, i manager mediante il riconoscimento di remunerazioni legate anch'esse al rendimento del capitale – le stock options sono lo strumento più noto, ma non il solo. Se poi il management non è performativo, le quotazioni dell'impresa crolleranno ed essa passerà in altre mani che provvederanno a rimediare alla perdita di efficienza. Ma per tutto questo occorre considerare l'impresa come merce! Ora, anche a prescindere dagli abusi di potere da parte dei manager, frequentatissimi in questi anni, è l'impianto teorico dello *shareholder's value* ad essere errato, come ho argomentato nel mio “The ethical anchoring of Corporate Social Responsibility” (in L. Zsolnai (a cura di) Yearbook of Business Ethics, vol.1, 2006).

Infine, di una terza precisa responsabilità della professione degli economisti in questa vicenda mette conto dire. Come si è ricordato nella sezione 2, il modello teorico sul quale gli operatori della finanza creativa hanno eretto il loro edificio di titoli strutturati – titoli cartolarizzati basati su mutui o prestiti, reimpacchettati poi in obbligazioni sintetiche come i CDO – è il celebre modello Black-Scholes-Merton, elaborato negli anni '70 sulla scia di precedenti intuizioni di R. Lucas, il padre nobile della teoria delle aspettative razionali che ricevette il premio Nobel per l'economia nel 1995. (Myron Scholes e Robert Merton lo riceveranno due anni dopo). Oggetto di studio del modello è l'andamento nel tempo del prezzo degli strumenti finanziari e la sua conclusione principale è che, sotto certe condizioni, è possibile eliminare il rischio degli investimenti. Si legge nella motivazione con la quale l'Accademia di Svezia conferì nel dicembre 1997 il Nobel ai due economisti americani: “Le banche e le banche di affari usano la metodologia [di Merton e Scholes] per valutare i nuovi strumenti finanziari e offrire strumenti ritagliati sui rischi dei clienti. Al contempo, questi istituti possono così ridurre l'esposizione al rischio sui mercati”. Si legge ancora nel *Bollettino* della Harvard Business School dell'ottobre 1997 – Università nella quale Merton si era da poco trasferito dal vicino MIT: “In effetti, usando la formula di Merton diventa possibile costruire un portafoglio virtualmente privo di rischi” (sic!). Perché “virtualmente”? Per la semplice ragione che gli eventi che potrebbero invalidare le conclusioni del modello sono talmente rari da poter essere di fatto dimenticati. Si tratta di eventi del tipo “cigno nero”

– espressione che entra nell’uso comune a partire dal 1697, quando una squadra di esploratori olandesi si imbatté per la prima volta in Australia in un cigno nero.

Perché la realtà ha allora “disobbedito” al modello teorico? La risposta ci viene dallo stesso Alan Greenspan che, dopo aver denunciato, sul *Financial Times* del 17 marzo 2008, “i modelli troppo semplici per catturare la realtà”, il 23 ottobre 2008, di fronte alla Commissione di Controllo del Congresso americano dichiara, con un tasso di opportunismo pari soltanto a beata irresponsabilità: “Negli ultimi decenni si è formato un vasto sistema di gestione del rischio e dei prezzi, unendo le migliori intuizioni di matematici ed esperti finanziari rilanciate da importanti progressi nella tecnologia dei computer e delle comunicazioni. Un premio Nobel [invero, sono tre i premi Nobel] è stato assegnato per la scoperta del sistema di assegnazione dei prezzi che sostiene gran parte della crescita del mercato dei derivati. L’intero edificio intellettuale, tuttavia, è crollato nell’estate dello scorso anno perché i dati inseriti nel modello di gestione del rischio coprivano in genere solo gli ultimi vent’anni, un periodo di euforia”. Come dire: la colpa è dei cigni neri! Eppure, già nel 2007, Nicholas Taleb nel suo bestseller *The black swan* aveva anticipato che quel che si sarebbe poi verificato a partire dal luglio 2008. Quando un certo pensiero unico in ambito manageriale enfatizza il ruolo del debito come fattore determinante per creare valore per gli azionisti è ovvio, poi, che si arrivino ad applicare principi contabili calibrati – si pensi al *fair value*, al *market-to-market* – come se le crisi non dovessero esserci mai. E se queste si verificano la responsabilità è degli operatori che si sono comportati in modo irrazionale!

Per fissare un confronto, può essere interessante rileggere la conclusione cui giungeva nel 1965 quel grande dell’economia che è Paul A. Samuelson nel celebre articolo in cui viene introdotta, per la prima volta, l’ipotesi dei mercati efficienti (*efficient market hypothesis*) secondo cui i prezzi riflettono in ogni istante tutta l’informazione disponibile e il prezzo di un titolo è la migliore stima del suo valore intrinseco. Dopo aver dimostrato formalmente che “i movimenti dei corsi azionari seguono una passeggiata aleatoria (*random walk*), un processo nel quale ogni variazione è completamente casuale e imprevedibile”, Samuelson concludeva: “Non si dovrebbero trarre troppe conseguenze dal teorema che ho appena dimostrato. In particolare, non ne segue che i mercati competitivi reali funzionino bene”. Un esempio, questo, di umiltà intellettuale e di saggezza politica. E sempre Samuelson nell’articolo sul *Corriere della Sera* del 20 ottobre 2008 scrive: “Il sottoscritto e alcuni colleghi del MIT e delle Università di Chicago, Wharton, Pennsylvania e molte altre, rischiano di subire un assai rude trattamento quando incontreranno San Pietro alle porte del Paradiso”, p.(9). Una dichiarazione, questa, che fa il paio con quella di E. Phelps, anch’egli premio Nobel, che

nell'articolo dell'11 novembre 2008 sul *Corriere della Sera* ha scritto: “Le banche hanno parlato della discesa dei prezzi delle case come se fosse la conseguenza di un qualche shock... In realtà non sono stati terremoti, periodi di siccità o altri fattori esterni a provocare la caduta dei prezzi. La causa principale è stata una previsione basata su modelli teorici *del tutto erronei*”. (Corsivo aggiunto). Su una linea lievemente diversa si muove Nicole El Karoui, la famosa studiosa francese dell'Università di Parigi VI cui si deve l'infrastrutturazione matematica del calcolo stocastico sulla cui base sono stati costruiti i modelli per i derivati: “Credo che in questa crisi i matematici abbiano giocato il ruolo più piccolo, anche se non voglio negare ogni responsabilità. Certe volte si sono comportati come ingegneri che progettano auto troppo veloci... Forse i matematici non hanno spiegato bene i rischi di questi prodotti, ma non siamo noi i primi responsabili di questa crisi. I grandi investitori che si sono appropriati dei derivati avevano gli strumenti per comprenderne la portata” (*Il Sole 24 Ore*, 26 ottobre 2008). La similitudine rende l'idea, ma non è calzante appieno: primo, perché anche il non esperto di ingegneria meccanica è in grado di valutare i rischi dell'eccessiva velocità; secondo, perché nel caso della circolazione stradale vi sono apposta i divieti di velocità. C'è dunque da sperare che da oggi le nostre concezioni del funzionamento dei mercati finanziari cambino sostanzialmente e che gli economisti tornino a prendere atto delle conseguenze devastanti che scaturiscono dalla “grande divisione” – di humane memoria – tra razionale e ragionevole.

3.3 Passo da ultimo al terzo blocco di cause remote. Esse hanno tutte a che vedere con le specificità della matrice culturale che si è andata consolidando negli ultimi decenni sull'onda, da un lato, del processo di globalizzazione e, dall'altro, dell'avvento della terza rivoluzione industriale, quella delle tecnologie info-telematiche. Due aspetti specifici di tale matrice sono rilevanti ai fini presenti. Il primo riguarda la presa d'atto che alla base dell'attuale economia capitalistica è presente una seria contraddizione di tipo pragmatico - non logico, beninteso. Quella capitalistica è certamente un'economia di mercato, cioè un assetto istituzionale in cui sono presenti e operativi i due principi basilari della modernità: la libertà di agire e fare impresa; l'eguaglianza di tutti di fronte alla legge. Al tempo stesso, però, l'istituzione principe del capitalismo – l'impresa capitalistica, appunto – è andata edificandosi nel corso degli ultimi tre secoli sul principio di gerarchia. Ha preso così corpo un sistema di produzione in cui vi è una struttura centralizzata alla quale un certo numero di individui cedono, volontariamente, in cambio di un prezzo (il salario), alcuni dei loro beni e servizi, che una volta entrati nell'impresa sfuggono

al controllo di coloro che li hanno forniti.

Sappiamo bene dalla storia economica come ciò sia avvenuto e conosciamo anche i notevoli progressi sul fronte economico che tale assetto istituzionale ha garantito. Ma il fatto è che nell'attuale passaggio d'epoca - dalla modernità alla dopomodernità - sempre più frequenti sono le voci che si levano ad indicare le difficoltà di far marciare assieme principio democratico e principio capitalistico. Il fenomeno della cosiddetta privatizzazione del pubblico è ciò che soprattutto fa problema: le imprese dell'economia capitalistica vanno assumendo sempre più il controllo del comportamento degli individui - i quali, si badi, trascorrono ben oltre la metà del loro tempo di vita sul luogo di lavoro - sottraendolo allo Stato o ad altre agenzie, prima fra tutte la famiglia. Nozioni come libertà di scelta, tolleranza, eguaglianza di fronte alla legge, partecipazione ed altre simili, coniate e diffuse all'epoca dell'Umanesimo civile e rafforzate poi al tempo dell'Illuminismo, come antidoto al potere assoluto (o quasi) del sovrano, vengono fatte proprie, opportunamente ricalibrate, dalle imprese capitalistiche per trasformare gli individui, non più sudditi, in acquirenti di quei beni e servizi che esse stesso producono.

La discrasia che ne consegue sta in ciò che, se si hanno ragioni cogenti per considerare meritoria l'estensione massima possibile del principio democratico, allora occorre cominciare a guardare quel che avviene *dentro* l'impresa e non solamente quel che avviene nei rapporti tra imprese che interagiscono nel mercato. "Se la democrazia - scrive Dahl (A Preface to economics democracy, Berkeley, Univ. of California Press, 1985) - è giustificata nel governo dello Stato, allora essa è pure giustificata nel governo dell'impresa". (p.57) Mai sarà compiutamente democratica la società nella quale il principio democratico trova concreta applicazione nella sola sfera politica. La buona società in cui vivere non costringe i suoi membri ad imbarazzanti dissociazioni: democratici in quanto cittadini elettori; non democratici in quanto lavoratori o consumatori. Nel suo recente saggio, *Supercapitalismo. Come cambia l'economia globale e i rischi per la democrazia*, (Fazi Ed., Milano, 2008), R. Reich - ex ministro della prima presidenza Clinton - difende la tesi secondo cui la concorrenza posizionale rappresenta oggi una seria minaccia alla democrazia. Quanto a dire, che non è vero che è il libero mercato ad essere prodromico alla democrazia; al contrario, è il principio democratico a rendere libero il mercato.

Il secondo aspetto riguarda l'insoddisfazione, sempre più diffusa, circa il modo di interpretare il principio di libertà. Come è noto, tre sono le dimensioni costitutive della libertà: l'autonomia, l'immunità, la capacitazione. L'autonomia dice della libertà di scelta: non si è liberi se non si è posti nella condizione di scegliere. L'immunità dice, invece, dell'assenza di coercizione da parte di un qualche agente esterno. E', in buona sostanza, la libertà negativa (ovvero la "libertà da") di cui ha parlato I. Berlin. La capacitazione, (letteralmente: capacità di

azione) nel senso di A. Sen, infine, dice della capacità di scelta, di conseguire cioè gli obiettivi, almeno in parte o in qualche misura, che il soggetto si pone. Non si è liberi se mai (o almeno in parte) si riesce a realizzare il proprio piano di vita. Ebbene, mentre l'approccio liberal-liberista vale ad assicurare la prima e la seconda dimensione della libertà a scapito della terza, l'approccio stato-centrico, vuoi nella versione dell'economia mista vuoi in quella del socialismo di mercato, tende a privilegiare la seconda e la terza dimensione a scapito della prima. Il liberismo è bensì capace di far da volano del mutamento, ma non è altrettanto capace di gestirne le conseguenze negative, dovute all'elevata asimmetria temporale tra la distribuzione dei costi del mutamento e quella dei benefici. I primi sono immediati e tendono a ricadere sui segmenti più sprovveduti della popolazione; i secondi si verificano in seguito nel tempo e vanno a beneficiare i soggetti con maggiore talento. Come J. Schumpeter fu tra i primi a riconoscere, è il meccanismo della distruzione creatrice il cuore del sistema capitalistico - il quale distrugge "il vecchio" per creare "il nuovo" e crea "il nuovo" per distruggere "il vecchio"- ma anche il suo tallone d'Achille perché, a meno di creare adeguate "safety nets" (reti di sicurezza), è evidente che coloro che si vedono danneggiati dal meccanismo della distruzione creatrice si organizzeranno per boicottarla, creando lobbies di tipo neo-corporativista per impedire che il processo di innovazione abbia luogo. D'altro canto, il socialismo di mercato - nelle sue plurime versioni - se propone lo Stato come soggetto incaricato di far fronte alle asincronie di cui si è detto, non intacca la logica del mercato capitalistico; ma ne restringe solamente l'area di operatività e di incidenza. Come si può comprendere, la sfida da raccogliere è quella di fare stare insieme tutte e tre le dimensioni della libertà: è questa la ragione per la quale il paradigma del bene comune appare come una prospettiva quanto meno interessante da esplorare.

Alla luce di quanto precede, riusciamo a comprendere perché la crisi finanziaria non può dirsi un evento né inatteso né inspiegabile. Ecco perché, senza nulla togliere agli indispensabili interventi in chiave regolatoria e alle necessarie nuove forme di controllo, non riusciremo ad impedire l'insorgere in futuro di episodi analoghi se non si aggredisce il male alla radice, vale a dire se non si interviene sulla matrice culturale che ha sorretto finora il sistema economico.

4. Anziché una conclusione

Che dire a conclusione di queste brevi note? Che se il presidio pubblico costituito dal sistema delle regole e degli enti di vigilanza e controllo – un presidio che avrebbe potuto impedire lo scoppio di una crisi finanziaria dalle proporzioni mai viste in precedenza – non ha

funzionato, ciò è dovuto ad una pluralità di ragioni, alcune di natura contingente (cfr. la sezione 2), altre di carattere strutturale (cfr. la sezione 3). Tuttavia, sono proprio queste ultime a farci comprendere come *questa* crisi sia diversa, sotto il profilo qualitativo, da quelle che l'hanno preceduta.

Quando a partire dal 1984, la più parte dei paesi europei hanno iniziato a seguire gli Usa sulla via della deregulation finanziaria, forse nessuno aveva intravisto il pericolo mortale che ne sarebbe derivato: la recisione dei legami tra democrazia e mercato. Ma un mercato che espunge dal proprio orizzonte la democrazia per far posto alla sola efficienza – nel caso di specie, nelle forme della massimizzazione dei rendimenti – sospinge l'economia su un sentiero di sviluppo oligarchico, il che è quanto di più lontano possa esserci dalla prospettiva liberale. Il paradosso del liberismo – inteso in senso stretto – è che esso si sega il ramo su cui è assiso: mirando esclusivamente all'efficienza, esso dimentica che democrazia e libertà sono valori ad essa superiori. Ecco perché già Adam Smith insisteva che un ordine sociale autenticamente liberale aveva bisogno di due mani per durare nel tempo: invisibile l'una – quella di cui tutti parlano, anche se spesso a sproposito forse per una carente capacità interpretativa – e visibile l'altra – quella dello Stato che deve intervenire in chiave sussidiaria, come diremmo oggi, tutte le volte in cui l'operare della mano invisibile rischia di condurre verso la monopolizzazione o oligopolizzazione dell'economia. Un solo dato a tale proposito: le prime cinque banche americane (Citigroup, Bank of America, J.P. Morgan, Wachovia, HSBC) controllano il 97% dell'industria dei derivati e si accollano il 90% del rischio implicito. (Si tenga a mente che nella *Ricchezza delle Nazioni* del 1776, la metafora della mano invisibile viene citata una sola volta, mentre parecchie sono le pagine che A. Smith dedica ai modi di intervento dello Stato).

Oggi stiamo assistendo ad una sorta di pena del contrappasso. A far tempo dalla grande depressione del 1929, mai si era assistito ad uno spiegamento di forze nell'economia da parte del settore pubblico come quello in atto. Come la realtà insegna, quando in nome dell'ideologia si esagera in una direzione, il pendolo della storia sospinge poi, inesorabilmente, nella direzione opposta. La duplice promessa – di istituzioni finanziarie che sarebbero state in grado di autoregolarsi da sole e di risultati economici che avrebbero assicurato a tutti rendimenti superiori alla media degli stessi – si è rivelata per quello che era e che è: una tragica menzogna, anche se mascherata e edulcorata con argomentazioni pseudo-scientifiche. La più plateale delle quali aveva assunto la seguente struttura sillogistica. Per aumentare sempre più la redditività del capitale occorre alzare i livelli di rischio. D'altro canto, se il più alto rischio così ricercato viene suddiviso in una miriade di titoli e veicoli

finanziari; *se* i prodotti finanziari così creati vengono spalmati su una massa sufficientemente ampia di investitori; *se* si estende all'infinito l'orizzonte temporale delle decisioni economiche, se tutte e tre queste condizioni vengono soddisfatte, allora è come se il rischio venisse annullato e quindi dimenticato.

Non ci vuole molto a comprendere come l'esito di una tale mistificazione della realtà abbia potuto generare la situazione di cui oggi siamo tutti spettatori tristi. Eppure, anche lo studente più sprovveduto di economia sa che c'è una legge economica, retaggio di antica saggezza, che dice che il valore di un prodotto finanziario complesso (si pensi ai CDO e ai CDS) mai può eccedere il valore della sua componente più debole – proprio come la forza di una catena è la forza del suo anello più debole. Ma *sacra auri fames* e ideologia hanno fatto strame di questo e di altri principi basilari dell'economia.

La crisi – che letteralmente significa transizione e in quanto tale è destinata a concludersi (forse nell'arco dei prossimi due o tre anni) – lascia in eredità a tutti gli attori un messaggio e un monito importanti. Alle banche commerciali e di investimento e alle varie istituzioni finanziarie l'invito è che esse tornino a riappropriarsi del fine proprio del fare finanza e che giungano a comprendere due cose. Primo, che l'etica della virtù, di ascendenza aristotelica, è “superiore” all'etica utilitaristica se il fine che si intende perseguire è il progresso morale e materiale della società. Secondo, che è giunto il tempo di sostituire ai canoni dello *scientific management*, ormai obsoleti perché adeguati al modo di produzione industriale che non è più, quelli dello *humanistic management*, il cui elemento centrale è la persona umana e non più la risorsa umana. La società dopomoderna non può tollerare che si continui a parlare di “risorse umane”, alla stessa stregua di come si parla di risorse finanziarie e di risorse naturali.

Alle autorità di governo questa crisi dice pure due cose fondamentali. In primo luogo, che la critica sacrosanta allo “Stato interventista” in nessun modo può valere a disconoscere il ruolo centrale dello “Stato regolatore”. In secondo luogo, che le autorità pubbliche collocate ai diversi livelli di governo devono consentire, anzi favorire, la nascita e il rafforzamento di un mercato finanziario pluralista, un mercato cioè in cui possano operare in condizioni di oggettiva parità soggetti diversi per quanto concerne il fine specifico che essi attribuiscono alla loro attività. Penso alle banche del territorio – da non confondere con le banche di territorio – alle banche di credito cooperativo, alle banche etiche, ai vari fondi etici. Si tratta di enti che non solamente non propongono ai propri sportelli finanza creativa, ma soprattutto svolgono un ruolo complementare, e dunque equilibratore, rispetto agli agenti della finanza speculativa. A tale proposito, v'è da ricordare che dalla crisi i fondi etici sono usciti molto

bene: né fughe di clienti, né crolli nei rendimenti si sono registrati. Il mercato europeo ha raggiunto i 2700 miliardi di euro, con un aumento di oltre il 102% in due anni. Se negli ultimi decenni le autorità di governo avessero tolto i tanti lacci e laccioli che ancora gravano sui soggetti della finanza alternativa, la crisi odierna non avrebbe avuto la potenza devastatrice che stiamo conoscendo.

Un solo esempio, per tutti. Si considerino quelle regole di Basilea 2 – frutto dell'accordo delle autorità pubbliche dei paesi dell'area Ocse – che concernono la valutazione del rischio per le imprese che chiedono credito. Se si analizzano attentamente i modelli che cercano di misurare la probabilità di insolvenza delle imprese si scopre che i parametri utilizzati a tale scopo – ammontare di profitti distribuiti (*TSR, total shareholder return*); *Roe (return on equity)* e altri – che per loro natura sono centrati su obiettivi di breve periodo – mentre costituiscono indicatori adeguati se riferiti alle grandi imprese di tipo capitalistico, non lo sono affatto quando si tratti di imprese cooperative o di piccole e medie imprese che operano in territori ben circoscritti. E' dunque chiaro che i criteri di Basilea 2 non sono neutrali, dato che discriminano tra tipologie diverse di impresa, col risultato che banche commerciali e banche del territorio vedranno le loro politiche di impieghi caricate di pesi che invece non gravano sulle spalle dei grandi gruppi bancari. Un assetto istituzionale autenticamente liberale non può tollerare discriminazioni del genere.

Cosa ha da comunicare la crisi attuale alla teoria della finanza e agli economisti in generale? Un duplice insegnamento. Primo, che quanto più spinta è la raffinatezza degli strumenti analitici (matematici ed econometrici) impiegati, tanto più alta deve essere la consapevolezza dei pericoli insiti nell'impiego pratico dei prodotti della nuova tecno-finanza. E' questa irresponsabile mancanza di umiltà intellettuale ad aver indotto non pochi economisti del *mainstream*, inclusi prestigiosi, ma poco saggi, premi Nobel, a guardare con supponenza ad autori come J. M. Keynes e Hyman Minsky e a considerare superati maestri del calibro di John Hicks o di James Tobin (entrambi premi Nobel), studiosi nelle cui opere erano già prefigurate buona parte delle conseguenze che ora stiamo registrando. (Ricorderò sempre l'immagine metaforica di Hicks quando, ancora nei primi anni '70 del secolo scorso, insisteva sulla necessità di inserire, di tanto in tanto, granelli di sabbia negli ingranaggi della macchina finanziaria, per rallentarne la velocità – un'idea questa che poi Tobin tradurrà nella proposta nota come "Tobin tax"). L'umiltà avrebbe poi consentito di fare tesoro di un notevole precedente storico, quello del celebre economista americano Irving Fisher, tanto geniale sotto il profilo matematico (Gibbs, il grande fisico della termodinamica era stato uno dei suoi mentori) quanto catastrofico speculatore di borsa. Nell'autunno del 1929 dichiarò

pubblicamente che i corsi azionari avevano ormai raggiunto la massima stabilità e che mai Wall Street sarebbe andata incontro a un crollo. Fu così che, operando sulla base del modello teorico che lui stesso aveva elaborato, Fischer perdette, oltre alla reputazione di economista, quasi l'intero patrimonio di famiglia.

Cosa c'è alla base di certa arroganza intellettuale ancora così frequente in non pochi circoli accademici? L'incapacità di comprendere, per difetto di preparazione filosofica, la distinzione tra razionalità e ragionevolezza. Un argomento economico può ben essere razionale, matematicamente ineccepibile, ma se le sue premesse, cioè i suoi assunti, non sono ragionevoli, risulterà di scarso aiuto; anzi, può condurre a disastri. Ha scritto il celebre filosofo della scienza von Wright (*Immagine della scienza e forme di razionalità*, Roma, Carocci, 1987): "I giudizi di ragionevolezza sono orientati verso il valore; essi vertono ... su ciò che si ritiene buono o cattivo per l'uomo. Ciò che è ragionevole è senza dubbio anche razionale, ma ciò che è meramente razionale non è sempre ragionevole". La ragionevolezza, infatti, è la razionalità che rende la ragione ragione dell'uomo e per l'uomo. Perché tale, essa è espressione di saggezza e non solo di abilità intellettuale.

La seconda grande lezione che dalla crisi arriva all'economia è quella di affrettare i tempi del superamento della cosiddetta "saggezza convenzionale" (*conventional wisdom*), secondo cui *tutti* gli agenti economici sarebbero mossi all'azione da un orientamento motivazionale di tipo egocentrico ed auto-interessato. Oggi sappiamo che tale assunto è fattualmente falso: è certamente vero che, a seconda dei contesti e dei periodi storici, c'è una percentuale, più o meno alta, di soggetti il cui unico obiettivo è il perseguimento del *self-interest*, ma questa disposizione d'animo non descrive l'intero universo degli agenti economici. Eppure, i modelli della teoria della finanza continuano a postulare – mi auguro ancora per poco – che gli agenti siano tutti *homines oeconomici*. La conseguenza è sotto gli occhi di tutti: da quei modelli discendono direttive d'azione che vengono "vendute" al settore bancario e finanziario. A loro volta, i dirigenti che guidano la danza in tale settore si adoperano, con grande abilità tecnico-comunicativa, per trasformare quelle direttive in precisi prodotti che vengono poi suggeriti o consigliati – si fa per dire – alla vasta platea degli investitori, individuali o collettivi. Alcuni di questi sono presi da "fame del denaro", ma molti altri sono indotti a scelte che non avrebbero operato in presenza di una effettiva pluralità di offerte. Il punto è che i modelli matematico-finanziari non suggeriscono solamente linee di condotta; essi cambiano la *forma mentis* delle persone, come i risultati più recenti della ricerca sperimentale delle neuroscienze confermano *ad abundantiam*.

Quale, infine, il monito che la crisi invia ai soggetti della società civile portatori di cultura? Pensiamo ad iniziative quali: *deleveraging* delle banche; assicurare i conti di deposito; sanzionare gli amministratori; muovere passi decisivi verso una nuova architettura del sistema finanziario mondiale; prendere misure concrete per scongiurare il rischio che alla crisi in atto si aggiunga quella delle carte di credito Usa, etc. Tutto ciò è utile e va urgentemente attuato, ma non basta, perché questa crisi ha ridotto, in modo impressionante quella specifica componente del capitale sociale che è la fiducia generalizzata, quella cioè a largo raggio. Sappiamo da tempo che un'economia di mercato, per funzionare, può fare a meno di tantissime cose, ma non della fiducia, perché quella di mercato è un'economia contrattuale e senza fiducia reciproca non c'è contratto che possa essere siglato. Dopotutto, anche i CDS e gli hedge funds – creati apposta per dare garanzie – postulano contratti, sia pur di forma particolare. Mai si dimentichi che il mercato è un consumatore, non un produttore di fiducia, anche se è vero che istituzioni mercantili ben disegnate favoriscono la diffusione e l'amplificazione delle relazioni fiduciarie. Un indicatore grezzo, ma eloquente, della mancanza di fiducia ci viene dalla constatazione che, nel mercato interbancario, perfino le banche che hanno liquidità in eccesso hanno cessato di concedere prestiti ad altre banche, preferendo acquistare titoli di Stato certamente meno remunerativi.

E' alla società civile che spetta il compito di riannodare le “corde” tra tutti coloro che operano nel mercato e che questa crisi ha maldestramente spezzato. (Si rammenti che fiducia, dal latino *fides*, significa letteralmente “corda”, come Antonio Genovesi nel suo *Lezioni di economia civile* del 1765 aveva lucidamente chiarito). Ma da dove partire per cercare di portare a termine un compito del genere? Dalla ricentatura sia del discorso economico sia del nuovo disegno istituzionale sulla categoria di bene comune. Un tempo assai presente nel dibattito culturale, questa categoria è stata finora sistematicamente confusa – purtroppo anche dagli addetti ai lavori – con quella di bene totale oppure di bene collettivo. Niente di più fuorviante e quindi deleterio (cfr. S. Zamagni, *L'economia del bene comune*, Citta Nuova, Roma, 2007). Che la nozione di bene comune conosca, oggi, sull'onda delle vicende che qui si è cercato di interpretare una sorta di risveglio, di rinnovato interesse è cosa che ci viene confermata da una pluralità di segni e ciò apre alla speranza. Non c'è proprio da meravigliarsi di ciò: quando si arriva a prendere atto della crisi di civilizzazione che incombe, si è quasi sospinti ad abbandonare ogni atteggiamento distopico, osando vie nuove e di pensiero e di azione.

Nome file: Zamagni LA LEZIONE E IL MONITO DI UNA CRISI ANNUNCIATA
Directory: C:\documenti
Modello: C:\Users\giva\AppData\Roaming\Microsoft\Templates\Normal.dotm
Titolo: LA LEZIONE E IL MONITO DI UNA CRISI ANNUNCIATA
Oggetto:
Autore: giva
Parole chiave:
Commenti:
Data creazione: 25/01/2009 23.56.00
Numero revisione: 3
Data ultimo salvataggio: 25/01/2009 23.57.00
Autore ultimo salvataggio: girolamo valenza
Tempo totale modifica 1 minuto
Data ultima stampa: 27/01/2009 22.00.00
Come da ultima stampa completa
Numero pagine: 22
Numero parole: 9.735 (circa)
Numero caratteri: 55.495 (circa)