

Contro la crisi: cultura e regole

Franco Bruni

Professore ordinario di Teoria e politica monetaria internazionale all'Università Bocconi e vicepresidente dell'ISPI - Istituto per gli Studi di Politica Internazionale, Milano

Solo un imbroglio?

La crisi dei *subprime* ha interrotto un meccanismo finanziario deviato ma dotato di valore economico e sociale, o ha solo fermato un grande imbroglio?

Gli economisti fisiocratici del Settecento pensavano che la produzione agricola fosse l'unica a creare valore: sulla spiga il moltiplicarsi dei chicchi è evidente e il grano si mangia. L'artigianato, l'industria nascente, il commercio fiorente, apparivano invece solo come trasformazioni e spostamenti di ricchezza già esistente. Affermare la loro sterilità, contrapponendola alla schietta produttività dell'agricoltura, aveva un senso politico, allora, ma corrispondeva anche alla difficoltà concettuale di misurare l'aumento di valore derivante dal manipolare beni che materialmente già esistono. Una difficoltà che si cercò poi di superare con la «teoria del valore» di Smith e Ricardo.

Nella contabilità nazionale dei Paesi comunisti, la produzione di nuova ricchezza escludeva i servizi. Anche in questo caso l'attenzione del marxismo per la fisicità delle merci aveva un significato politico, cui corrispondeva però un gradino culturale ancor oggi non del tutto superato. Infatti insistiamo spesso a chiamare «più industrializzati» i Paesi più avanzati, dove il prodotto nazionale per più di tre quarti non viene dall'industria ma è fatto di servizi. L'«industria» appare superficialmente come una fonte più concreta di reddito e sviluppo. Anche fra persone istruite non è difficile incontrare chi, lontanissimo dal marxismo, ha difficoltà a digerire l'idea che i servizi facciano veramente parte del flusso di ricchezza che alimenta la crescita.

Di tutti i servizi, quelli finanziari sono fra i più astratti, intangibili, virtuali. Che si crei vero valore sociale cambiando la forma in cui si incorpora sempre lo stesso denaro, accompagnando la circolazione di

diritti su quel denaro con pacchetti di informazioni sui titolari di tali diritti, è idea ostica. Ancor più di quella che un milione di euro di consulenza strategica entra nel Pil esattamente come un milione di euro di tondino di ferro. Quanto al valore prodotto dalle banche e dalle altre imprese finanziarie, sono diffusi sospetti e pregiudizi: che più che di «valore aggiunto», come viene considerato dalla contabilità nazionale, si tratti di... «valore sottratto», più o meno furtivamente, da chi si trova a manipolare denaro altrui.

L'innovazione finanziaria accentua il problema. Soprattutto quando sposta la produzione di servizi finanziari verso quelli, per così dire, più «astratti». Quando l'attività quasi esclusiva delle banche era raccogliere depositi e fare prestiti, il loro contributo all'economia era più facilmente comprensibile di quando, come recentemente è successo, hanno sviluppato il cosiddetto modello *originate and distribute*, dove il servizio consiste nel trovare chi è disponibile a sopportare i rischi di prestiti che esse valutano, originano, ma poi ricollocano sul mercato. L'innovazione finanziaria ha ridotto l'importanza dell'intermediazione del denaro rispetto a quella della gestione, trasformazione e commercializzazione dei rischi. Nella manipolazione dei rischi, l'innovazione ha sviluppato una serie di strumenti contrattuali, i cosiddetti «derivati», sempre più difficili da capire, al punto che è addirittura un Ministro dell'Economia di un Paese avanzato ad affermare che: «la loro stessa complessità è la prova prima e più chiara della loro sostanziale inutilità e pericolosità»¹. Il «geroglifico finanziario» viene facilmente presentato come qualcosa che, anziché contribuire valore all'attività economica, «tiene in scacco»² le imprese non finanziarie, cioè riduce, anziché aumentare, l'efficienza e la produttività dell'economia «reale». Il valore economico-sociale dei servizi finanziari è così divenuto ancor più intangibile; è incompreso e contestato.

Diventa allora più probabile che una crisi, come quella originatasi nel 2007 sul mercato statunitense dei prestiti immobiliari *subprime*,

¹ G. Tremonti, *La paura e la speranza*, Mondadori, 2008, p. 16.

² «L'intera panopia di prodotti sempre più sofisticati e sempre meno comprensibili... tiene in scacco, da sola, anche le imprese più robuste e consolidate, esponendole ad acquisizioni e scissioni, o quantomeno a pesanti condizionamenti di ogni genere», G. Rossi, *Il mercato d'azzardo*, Adelphi, 2008, p. 70.

sia interpretata come il triste esito di un imbroglio: nulla di veramente utile sarebbe stato interrotto. Il che non corrisponde al vero. Si può cercare di descrivere sinteticamente il meccanismo che ha dato luogo alla crisi³.

Il meccanismo della crisi dei subprime

È un meccanismo composto da fasi collegate ma distinte. Inizia con l'erogazione sempre più abbondante di prestiti, a individui in condizioni economiche sempre più precarie, garantiti da ipoteca sull'abitazione. Prestiti di importo sempre più alto in rapporto alla garanzia immobiliare e organizzati, con varie tecniche, in modo da avere onerosità contenuta all'inizio, risultando così attraenti per i debitori, con successivi bruschi scatti degli interessi e delle rate. Pur nascendo con la garanzia di immobili, i prestiti vengono utilizzati anche per spese di consumo varie. La spinta del credito ipotecario contribuisce molto al rigonfiamento della bolla dei prezzi delle abitazioni.

La crescente rischiosità dell'insieme dei prestiti che così si forma presso le banche, viene gestita con un massiccio ricorso alla *cartolarizzazione*. Gran parte dei prestiti viene ricollocata in entità almeno formalmente autonome rispetto alle banche che li originano. Tali entità «autonome», per procurarsi i fondi con cui acquisire i prestiti dalle banche, emettono titoli obbligazionari da vendere sul mercato. L'attivo delle banche e il capitale proprio che esse devono avere a fronte, sono così disponibili per fare nuovi prestiti. I *titoli obbligazionari vengono «strutturati»* in modo da rientrare in diverse fasce di rischiosità. La fascia più rischiosa comprende quelli sui quali sono corrisposti interessi, e rimborsato il capitale, solo se tutti i prestiti cartolarizzati vanno a buon fine. Segue una fascia di titoli meno rischiosi, dove interessi e capitale sono pagati se una percentuale abbastanza elevata di prestiti cartolarizzati viene a sua volta onorata e rimborsata dai debitori. E così via, fino alla fascia meno rischiosa, che compren-

³ Nel paragrafo che segue si fa uso di F. Bruni, «La crisi dei mutui e il sistema finanziario internazionale», in *L'Italia e la politica internazionale*, Annuario Ispi-IAI, Il Mulino, 2008.

de titoli che non danno problemi a chi li detiene anche se una grande parte dei prestiti cartolarizzati entra in sofferenza. Ogni fascia riceve un «rating» che distingue il suo grado di rischio: a ciò provvedono le apposite agenzie che valutano tale rischio, fungendo peraltro anche, in conflitto di interessi, da consulenti nell'organizzare l'emissione «strutturata». La cartolarizzazione permette così di finanziare prestiti ipotecari molto rischiosi con titoli di diversa rischiosità – e tassi di interesse corrispondenti ai diversi gradi di rischio –, collocati presso investitori che hanno diversa propensione al rischio. Il finanziamento risulta dunque facilitato. In linea di principio si tratta inoltre di titoli commerciabili, la cui liquidità è perciò superiore a quella dei prestiti che finanziano.

Ci può essere un «*secondo round*» di cartolarizzazione. I titoli strutturati derivati dai prestiti – soprattutto quelli di rischiosità media – vengono acquistati da un intermediario che per finanziarsi emette a sua volta nuovi titoli derivati, strutturati in varie fasce di rischio, nelle quali il titolo viene onorato a seconda di quanti dei titoli derivati dal primo round di cartolarizzazione vanno a buon fine. Anche le fasce del secondo round ricevono un rating: quello delle fasce meno rischiose può essere superiore a quello dei titoli del primo round. Da titoli classificati come mediocri (per esempio i «BBB») possono così generarsi titoli considerati a basso rischio («AAA»).

Il processo descritto ha evidentemente un suo «valore aggiunto». I prestiti che ha contribuito a finanziare hanno un impatto sul benessere sociale perché di essi usufruiscono persone normalmente escluse dal credito bancario: i debitori cosiddetti *subprime*. Senza la cartolarizzazione, che distribuisce i rischi, sfruttando con i titoli derivati le diverse propensioni dei diversi segmenti del mercato, non sarebbe possibile finanziare in misura consistente mutuatari con limitato merito di credito. Ma è anche chiaro che la complessità del processo si presta a distorsioni, che creano un fragile castello di carta.

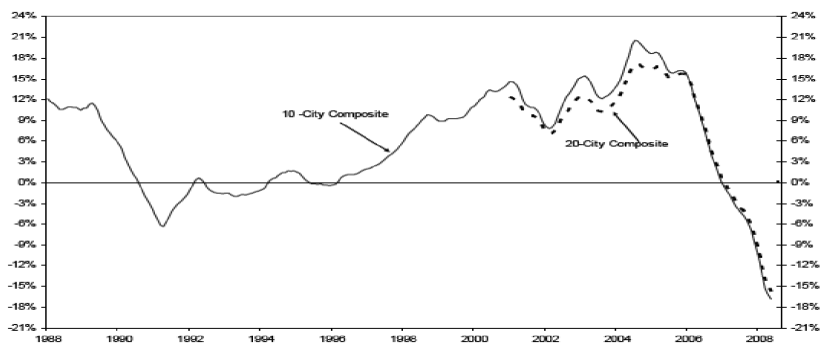
Queste distorsioni sono avvenute. Approfittando della possibilità, tramite cartolarizzazione, di liberare il loro bilancio dai prestiti rischiosi, le banche hanno esagerato nell'erogare i prestiti ipotecari, incentivando a indebitarsi individui e famiglie che difficilmente avrebbero potuto far fronte agli impegni che si assumevano. La valutazione dei rischi di questi prestiti è stata inadeguata e il passaggio di mano dei titoli cartolarizzati ha deresponsabilizzato chi la faceva. Le

agenzie di rating, guadagnando commissioni per il loro lavoro di consulenza e di valutazione, hanno ceduto alla tentazione di giudicare i rischi in modo troppo favorevole. Le entità presso cui le banche delocalizzavano i prestiti da cartolarizzare non erano da loro abbastanza autonome. È diventato dunque difficile valutare la rischiosità degli istituti che hanno avviato il processo. In alcuni casi esisteva una garanzia implicita di rifinanziamento dei veicoli formalmente autonomi, nel caso avessero incontrato difficoltà nel collocamento dei titoli strutturati. L'opacità del processo di cartolarizzazione ha diffuso nel mercato titoli per i quali prezzo di acquisto e valore di mercato, essendo connessi in modo complesso alla probabilità di buon fine dei prestiti ipotecari originari, venivano stabiliti in modo artificioso. Il mercato avrebbe potuto non confermarli quando il possessore dei titoli avesse voluto venderli, più o meno improvvisamente. In altri termini, la liquidità dei titoli strutturati è stata sopravvalutata in modo imprudente.

La crisi è scoppiata quando l'entità delle insolvenze dei mutuatari originari ha innalzato la valutazione del rischio dei titoli strutturati, quando l'aumento dei tassi di interesse voluto dalla politica monetaria ha reso più costosa la liquidità necessaria per finanziarne il possesso, e quando i prezzi delle abitazioni, che erano stati rigonfiati anche dall'eccesso di prestiti ipotecari, hanno preso a scendere con rapidità erodendo il valore degli immobili in garanzia (si veda la Figura 1). La manifestazione delle insolvenze, al diminuire del valore delle garanzie, è stata precipitata anche dal fatto che negli Usa è possibile interrompere il rapporto di mutuo mettendo a disposizione dell'istituto finanziatore «le chiavi» dell'immobile a garanzia. Il ritorno sul mercato di una parte degli immobili originariamente ipotecati ha contribuito all'inversione della bolla, avvitando verso il basso i valori immobiliari. A sua volta, ciò ha alimentato la crisi dei prestiti. La Figura 2 rende l'idea dell'accelerazione delle insolvenze, anche se mostra come essa fosse in atto da più di quattro anni: fra i prestiti ipotecari *subprime* erogati nel 2007 il 13% è diventato moroso dopo 10 mesi, mentre per raggiungere la stessa percentuale di morosità erano occorsi due mesi in più per i prestiti erogati nel 2006, 21 mesi per quelli del 2005, 27 mesi per quelli del 2004, 31 mesi per quelli del 2003. Questa continua accelerazione delle insolvenze avrebbe dovuto, a un certo punto, diventar prevedibile, sia dai mercati che dalle autorità, moderando i prestiti e contenendo la crisi. Ma ciò è avvenuto troppo tardi.

L'estrema, opaca complessità della catena della cartolarizzazione, rendeva inadeguate le informazioni su dove i titoli strutturati fossero finiti, su quali operatori gravassero effettivamente i rischi dell'operazione. Emergeva un intreccio illeggibile di istituti creditizi e di loro

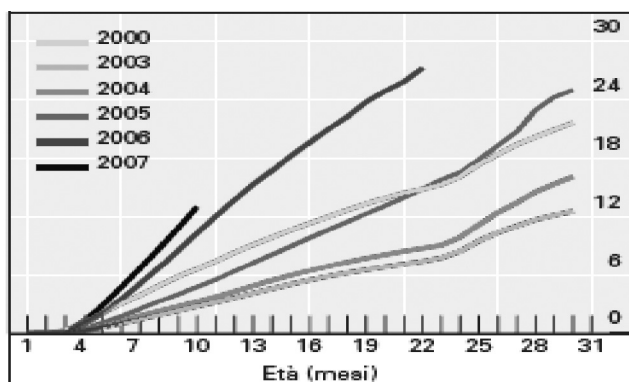
Figura 1 INDICE DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI NEGLI USA



Variazioni percentuali in ragione annua dell'indice S&P/Case-Shiller dei valori delle abitazioni medi di 10 e 20 città.

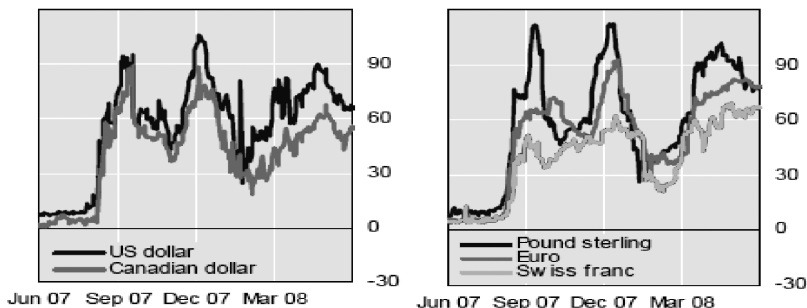
Fonte: Standard & Poor's.

Figura 2 TASSI DI MOROSITÀ DEI MUTUI IPOTECARI *SUBPRIME*: PERCENTUALE DEI PRESTITI IN MORA DOPO ALMENO 60 GIORNI DALL'EROGAZIONE, PER ANNO DI EROGAZIONE



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Figura 3 INDICI DI TENSIONE DEL MERCATO INTERBANCARIO



Differenza (in punti base) fra i tassi interbancari a termine Libor e i tassi base attesi delle politiche monetarie.

Fonte: Committee on the Global Financial System, *Central bank operations in response to the financial turmoil*, CGFS Papers No 31, July 2008.

speciali veicoli societari più o meno indipendenti. Lungo questo intreccio il collocamento dei derivati *subprime* si era diffuso in Europa e altrove, sul mercato globale. In parte notevole non era però uscito dal circuito bancario, non aveva raggiunto i fondi di investimento e gli intermediari non bancari. Nei rapporti interbancari si è allora diffusa la sfiducia, internazionalmente, coinvolgendo anche chi non aveva consistenti rischi *subprime*. Ogni banca temeva che ogni altra fosse incagliata in modo significativo con titoli in sofferenza. Si è inoltre diffuso il dubbio che il problema andasse ben oltre i prestiti *subprime* statunitensi e concernesse gran parte dell'enorme ammontare di cartolarizzazioni e di altre operazioni strutturate che negli ultimi anni hanno riguardato finanziamenti di varia natura, dalle carte di credito al consumo, al risconto della carta commerciale, fino a grandi investimenti industriali, commerciali e ad acquisizioni societarie. La sfiducia ha frenato la circolazione interbancaria della liquidità, cioè il flusso quantitativamente di gran lunga più rilevante del sistema creditizio mondiale, la circolazione del sangue dell'economia, minacciando una restrizione di credito generalizzata e peggiorando le aspettative della congiuntura «reale», cioè degli investimenti, dei consumi, della produzione e dell'occupazione. La Figura 3 mostra come uno dei termometri più significativi della crisi sia proprio la tensione sui mercati interbancari di tutte le principali

valute: la mancanza di fiducia reciproca fra le banche – e il conseguente desiderio di non far circolare la liquidità che si trovano in portafoglio – provoca bruschi rialzi dei tassi sui fondi interbancari non garantiti rispetto ai tassi base controllati dalle banche centrali.

La crisi dei *subprime* non è dunque la fine di un inutile imbroglio, ma la degenerazione di un delicato, complesso meccanismo di finanza innovativa, di per sé socialmente utile e fonte di «valore aggiunto» economico. Il mercato secondario dei prestiti ipotecari e le tecniche con cui i loro rischi sono segmentati e distribuiti fra investitori con diversa propensione a sopportarli, soddisfano i corrispondenti desideri di redditività attesa di tali investitori, mentre permettono di far giungere credito a famiglie che sono effettivamente in grado di rimborsarli ma che altrimenti non avrebbero accesso al finanziamento dei loro acquisti. Più in generale, anche al di fuori dei derivati originati dai prestiti immobiliari, la capacità della finanza innovativa di manipolare i rischi e distribuirli fra gli investitori non ha meno «valore aggiunto» dell'attività con cui le banche, tradizionalmente, facilitano l'incontro fra chi ha un reddito che eccede temporaneamente la sua spesa e chi è in situazione opposta, anche trasformando depositi a vista e a breve termine in prestiti meno liquidi, a medio-lungo termine. In un'economia che, nel suo insieme, è sottoposta a rischi ineliminabili, i contratti finanziari «derivati» facilitano la loro sopportazione e sono perciò proficui per lo sviluppo economico.

La finanza innovativa, ancorché potenzialmente benefica, presenta diversi problemi. Rendendo più elastica, più rapida nell'espandersi e nel ristrutturarsi tecnicamente, l'offerta di credito, facilita il finanziamento delle bolle speculative come, nel caso dei *subprime*, quella che si è sviluppata sulla base di un'aspettativa di crescita duratura dei prezzi degli immobili. Inoltre la finanza innovativa è più difficile da regolare e vigilare di quella tradizionale perché, per definizione, cambia continuamente la sua conformazione e le sue tecniche, e perché la sua sofisticazione può essere fonte di speciali opacità e abusi.

Crisi e cultura finanziaria

La difficoltà dell'opinione pubblica di comprendere l'innovazione finanziaria e il suo contributo allo sviluppo economico si rafforza quando si

affianca ad altri problemi culturali. Dalla sfiducia «puritana» nei banchieri, al sospetto che essi sfruttino posizioni di privilegio informativo e abusino del loro potere di mercato, fino alla controversa accettabilità sociale degli alti profitti degli intermediari finanziari e delle elevate remunerazioni dei loro dirigenti. Il quadro diventa ancor peggiore quando vi si includa un dato di fatto clamoroso, ancorché poco discusso e affrontato: il basso livello medio di conoscenza dei concetti elementari della finanza (*financial literacy*), anche nei Paesi più avanzati, anche in strati sociali non molto bassi, con buona scolarità ed esperienza di diverse transazioni finanziarie. È stato rilevato che un'amplessima parte della popolazione statunitense non comprende, per esempio, il principio dell'interesse composto, il concetto di tasso di interesse al netto dell'inflazione, o l'idea che la diversificazione del portafoglio possa ridurre la rischiosità⁴.

In una situazione dove il valore dei servizi finanziari è misconosciuto, tanto più quanto più essi sono innovativi, dove i banchieri hanno scarsa considerazione sociale e la *financial literacy* scarseggia, è più probabile che si sviluppino crisi finanziarie. È inoltre più probabile che, quando le crisi scoppiano, vengano affrontate con politiche sbagliate.

Le crisi sono più probabili perché, in tale situazione, è più facile che si sviluppino bolle speculative e perché è più frequente che combinazioni varie di spregiudicatezza e credulità diano luogo a malversazioni che finiscono per destabilizzare i mercati. Le «bolle» allontanano i prezzi delle attività finanziarie da valori di equilibrio coerenti con i fattori fondamentali che dovrebbero spiegarli. È ovvio che condizioni culturali inadeguate rendono questo allontanamento più facile, più probabili i contagi psicologici che portano a comportamenti di «esuberanza irrazionale» o a eccessi di pessimismo. La divergenza dai prezzi di equilibrio tende a diffondersi, ad autoalimentarsi, a crescere, distorcendo l'allocazione delle risorse e gonfiando la rischiosità dei bilanci e dei portafogli degli operatori. Le bolle possono durare a lungo ma prima o poi «scoppiano», provocando la crisi. Quanto alle malversazioni destabilizzanti, si tratta evidentemente di conseguenze esasperate delle asimmetrie informative che caratterizzano comunque i

⁴ Si veda A. Lusardi, *Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice?*, NBER w.p. 14084, June 2008, che riporta anche altra bibliografia rilevante.

mercati finanziari ma che fattori culturali avversi rendono più ingenti e pericolose.

I fattori culturali possono anche spiegare l'adozione di politiche sbagliate quando la crisi è scoppiata. Forzando lo schematismo, si possono distinguere due diversi tipi di politiche di gestione delle crisi finanziarie i cui difetti hanno origine culturale.

Le politiche sbagliate «del primo tipo» sono quelle che esitano ad analizzare e a chiarire gli equivoci circa le cause di fondo della crisi, evitano di impegnarsi con interventi strutturali che ostacolino il suo ripetersi, si concentrano sul breve periodo, limitandosi a tamponare le ferite della crisi con salvataggi di banche, intermediari, imprese, risparmiatori, spesso molto costosi per la finanza pubblica o causa di inflazione, quando sono finanziati con creazione di moneta. In un clima culturalmente carente, la difficoltà di capire e far capire le vere origini del problema, e di studiarne rimedi duraturi, si sposa con l'interesse di molti operatori finanziari a evitare interventi strutturali, di regolamentazione e vigilanza, che cambierebbero le regole di un gioco del quale essi riescono a scaricare sulla collettività i costi, quando subentrano ai profitti. Il cinismo con cui la cultura finanziaria inadeguata vede nei mercati finanziari un incomprensibile, inevitabile, irrimediabile imbroglio, supporta l'impotenza a provvedere seri rimedi, giustifica l'inazione di medio-lungo periodo, il concentrarsi di tutta l'attenzione sul salvare il salvabile, al più presto e a tutti i costi. A volte sono le stesse autorità monetarie e finanziarie, di regolamentazione e di vigilanza, più o meno «catturate» dai mercati, a non voler fare emergere le carenze delle azioni con cui non hanno saputo prevenire la crisi, e a essere perciò favorevoli a cacciare la polvere sotto i tappeti, ad azioni tappa-buco, per quanto costose, disordinate e foriere del ripetersi delle imprudenze e degli errori che hanno portato alla crisi. Tutto ciò viene facilitato dall'esasperata sottolineatura dei rischi che la crisi, se non venisse subito soffocata con i salvataggi, comporterebbe per l'intero sistema economico. L'enfasi è tutta sull'evitare che la crisi abbia conseguenze disastrose, piuttosto che sul far pagare i dovuti prezzi a chi ha causato la crisi, punire chi non ha saputo prevenirla, correggere le regole e gli incentivi che ne hanno permesso lo sviluppo. L'esagerazione dei rischi sistemici e della stima dei costi sociali della crisi è anch'essa favorita dalle carenze della cultura economico-finanziaria dell'opinione pubblica e, qualche volta, delle autorità.

Le politiche sbagliate «del secondo tipo» tendono invece a fermare i giochi finanziari, pericolosi e poco compresi, che hanno dato luogo alla crisi, intervenendo con regolamentazioni che soffocano l'innovazione e ingessano i mercati finanziari. Guido Rossi ricorda⁵ l'evento storicamente paradigmatico della repressione finanziaria post-crisi: il settecentesco «Bubble Act» che seguì allo scoppio della bolla della South Sea Company e che per circa un secolo ostacolò la creazione di società per azioni. Dal *regulatory overshooting* risulta un'espansione del dirigismo pubblico nel settore finanziario, o addirittura della proprietà pubblica, con forme di nazionalizzazione più o meno esplicita. La riduzione della libertà dei mercati viene giustificata con il desiderio di stabilità finanziaria e trova supporto nella demonizzazione della finanza, che alberga facilmente nella cultura di chi non la conosce e capisce abbastanza. Anche in questo caso si fanno costosi salvataggi, nel breve periodo, ma i salvati vengono poi depotenziati da regole più intrusive o, addirittura, sostituiti da un'amministrazione sostanzialmente pubblica di parte della finanza.

Le politiche sbagliate del secondo tipo trovano però un ostacolo nella globalizzazione: il Paese che blocca i propri mercati per primo resta spiazzato e perde competitività nella finanza mondiale. Per soffocare i mercati servirebbe una concertazione globale, che è ancor più improbabile della chiusura unilaterale dei sistemi finanziari di singoli Paesi. Per fare davvero politiche di repressione finanziaria occorrerebbe allora smontare l'integrazione finanziaria internazionale, con le misure che prevalevano più di vent'anni fa: controlli dei movimenti di capitali e tecniche di rigido protezionismo della produzione e distribuzione dei servizi finanziari. Ma sono misure che oggi è quasi impossibile reintrodurre, anche per ragioni tecniche dovute alla diffusione della rete informatica. Le politiche sbagliate del secondo tipo sono dunque oggi meno probabili. Non sono però impossibili, né incompatibili, anche in uno stesso Paese, con le politiche del primo tipo, con le quali possono convivere, in una geopolitica finanziaria a chiazze. Inoltre, a differenza delle iper-regolamentazioni repressive, le «nazionalizzazioni», più o meno parziali e mascherate,

⁵ G. Rossi, *Il mercato d'azzardo*, cit., pp. 27-29.

sono tecnicamente compatibili con mercati aperti, almeno nel breve periodo, e possono essere presentate come forme temporanee di salvataggio⁶. Sembra comunque che il pericolo che la crisi porti alla repressione finanziaria, e a un'estesa pubblicizzazione dei sistemi finanziari, sia oggi, nel complesso, inferiore a quello di una politica sbagliata «del primo tipo», di una gestione della crisi che non fa nulla di strutturale, nulla in un'ottica di medio-lungo periodo, al pericolo di un'inazione mescolata a disordinati e costosi salvataggi di breve respiro.

Shiller e la crisi: cause e rimedi «culturali»

L'interesse e l'originalità del libro di Shiller stanno nel fatto che esso si impernia sul problema culturale, sia nell'individuare le cause della crisi che nel suggerirne i rimedi. Quanto alle cause, applica al caso dei *subprime* la famosa teoria della *irrational exuberance*, con cui Shiller aveva analizzato il boom del mercato azionario della seconda parte degli anni Novanta⁷. Cultura e psicologia collettiva spiegano sia il formarsi che il diffondersi delle opinioni alla base delle bolle speculative. Quanto ai rimedi, il libro suggerisce un programma creativo e originale di «democrazia finanziaria», una sorta di rivoluzione culturale nei rapporti fra mercati finanziari e opinione pubblica, con riguardo soprattutto agli strati più deboli della società.

Nell'analisi di Shiller la bolla immobiliare è nata perché tutti, clamorosamente, comprese le autorità di politica economica e finanziaria, hanno trascurato i dati fondamentali del settore, nei confronti del quale hanno alimentato collettivamente un assurdo ottimismo. Questo fenomeno è documentato a fondo nel libro che poi, nel quarto capitolo, articola le sue considerazioni mettendo in discussione l'insieme del «mito del *real estate*», con interessanti considerazioni di urbanistica, di ingegneria, sociologia e demografia. Trascurare i fon-

⁶ Basti ricordare gli interventi della finanza pubblica avvenuti nelle patrie dell'economia di mercato come, per esempio, nei casi Northern Rock nel Regno Unito e Bear Sterns, Fannie Mae e Freddie Mac in Usa.

⁷ R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, second edition, 2005. Rispetto alla prima edizione, apparsa nel 2000, è aggiunta un'analisi della bolla immobiliare, che fornisce anche alcuni dati originali e impressionanti.

damentali non è «razionale», tutt'altro. È, appunto, «esuberanza irrazionale». L'unico elemento di razionalità si può rintracciare nel modo con cui l'esuberanza si trasmette, nella psicologia collettiva: i singoli, colpiti dall'ondata del comportamento di «tutti gli altri», mettono da parte le informazioni che hanno raccolto individualmente, che li indurrebbero a non allinearsi al comportamento generale. Lo fanno «razionalmente» nel senso che ritengono impossibile che tutti gli altri si sbagliano e interpretano il loro comportamento come il segnale di informazioni che loro non hanno ma che giustificerebbero l'esuberanza collettiva⁸.

Le bolle speculative «razionali» sono un'altra cosa. Una delle forme in cui la teoria economica le formalizza è quella in cui tutti sanno che i prezzi ai quali comprano (o vendono) sono fuori equilibrio e che, prima o poi, cambieranno bruscamente in senso avverso, perché la bolla scoppierà. Ma, ugualmente, e razionalmente, proseguono nelle posizioni speculative perché pensano di poterne uscire in tempo, appena prima che la bolla scoppi, lasciando ad altri il cerino acceso e incassando l'utile della speculazione che, nel frattempo, ha destabilizzato il mercato. Nel caso dei *subprime*, l'analisi di Shiller ammette che alcuni sono entrati nella bolla con l'intenzione «razionale» di uscirne prima di bruciarsi le dita: ma non erano in molti e, soprattutto, quasi tutti sono rimasti nella bolla perché si sono irrazionalmente convinti che non sarebbe mai scoppiata⁹. È dunque più un problema di cultura e psicologia che una questione di lucida, spericolata ingordigia speculativa.

Per fronteggiare strutturalmente l'irrazionalità che cresce sulla sprovvedutezza della cultura finanziaria, Shiller ha un programma radicale, che intitola alla «democrazia finanziaria». Il termine rende certamente l'idea di uno sforzo per cercare di evitare che le difficoltà tecniche e le opacità dei mercati finanziari permettano a pochi di ricavarne vantaggi a danno di molti: aumentando le conoscenze, proteggendo gli interessi e accrescendo le opportunità dei molti che sono potenzialmente vittime delle asimmetrie informative. Intesa così, la «democrazia finanziaria» è un bene pubblico, che per venire alla luce in misura adeguata richiede interventi di regolazione e di sussidio. Il

⁸ Shiller descrive così le *information cascades*, a p. 32.

⁹ pp. 45-46.

programma di Shiller si articola su due fronti: il miglioramento della circolazione delle informazioni finanziarie e l'adeguamento della struttura e dell'accessibilità dei mercati per la gestione del rischio.

Per migliorare l'informazione, più che insistere sui programmi di educazione finanziaria di base, Shiller propone di offrire un servizio di consulenza, diretto a tutti, con particolare riguardo alle persone con basso reddito e poca istruzione, sulla loro posizione finanziaria e previdenziale, fornita da organizzazioni di esperti indipendenti, che non hanno altra attività e sono remunerate dai clienti con commissioni e con l'intervento decisivo di un sussidio pubblico. Propone inoltre di approfittare variamente delle possibilità dell'informatica diffusa, per sollecitare forme di *disclosure* finanziaria più profonde e severe e per mettere disposizione, in forma a tutti accessibile, basi di dati contenenti informazioni, in forme compatibili con gli usuali criteri di *privacy*, sui singoli utenti dei servizi finanziari, la loro situazione sul mercato del lavoro, le loro caratteristiche socio-economiche, demografiche, sanitarie, sempre aggiornate, così da permettere lo sviluppo di migliori misure del rischio di insolvenza e delle condizioni che lo determinano. Propone inoltre metodi per diffondere e facilitare il calcolo economico al netto dell'inflazione, una nuova autorità di vigilanza sulla sicurezza dei prodotti finanziari, contratti finanziari standardizzati, in particolare nel caso dei mutui ipotecari, che si applichino in mancanza di esplicito desiderio delle parti di sottoscriverli in forma diversa.

Un mondo finanziariamente più trasparente, dice in sostanza Shiller, è anche un mondo finanziariamente meno ignorante, dove è più difficile che nascano bolle destabilizzanti. Ciò è convincente ma lievemente in contrasto con la spiegazione che dà della bolla immobiliare, dove tutti avrebbero deliberatamente ed euforicamente trascurato a lungo i fondamentali, anche chi sovrabbondava di informazioni e non aveva bisogno di più trasparenza né di consulenti, anche le stesse autorità.

Per una migliore e più «democratica» gestione del rischio, Shiller, lungi dal voler soffocare i mercati dei derivati e demonizzare gli strumenti più sofisticati, suggerisce di trovare forme per far partecipare tutti alle tecniche che l'innovazione finanziaria mette a disposizione. Occorre convogliare tali tecniche nella produzione di prodotti al dettaglio che tutti siano in grado di comprendere. Chi poi emette i sem-

plici strumenti al dettaglio sarà in grado di ricoprire i suoi rischi sui mercati all'ingrosso degli strumenti più complessi.

Un ruolo rilevante potrebbero avere clausole di assicurazione che proteggano le parti di un contratto finanziario da imprevisti peggioramenti del tenore di vita, delle condizioni di salario, salute, da perdite del posto di lavoro, da disoccupazione prolungata, da ribassi del valore dell'abitazione. Combinando adeguatamente vari strumenti, si potrebbero approntare contratti di mutuo ipotecario con termini rivedibili ogni mese in base ai cambiamenti della capacità di pagare dei debitori e alla congiuntura del mercato immobiliare. In pratica si tratterebbe di fondere i contratti di mutuo con contratti di assicurazione. Le prestazioni assicurative sostituirebbero la necessità di salvare *ex post* i debitori più deboli che sono incorsi in impreviste difficoltà; il «salvataggio», per così dire, sarebbe fissato contrattualmente *ex ante*, in modo trasparente e a fronte di un esplicito aumento dell'onere contrattuale, a volte rimborsabile come sussidio pubblico ai mutuatari che si vogliono proteggere. Shiller suggerisce anche come evitare che di questo genere di contratti si faccia un uso improprio e fraudolento.

La ricetta strutturale di Shiller per prevenire le crisi, nel medio lungo termine, proprio perché parte da un'analisi che sottolinea le carenze culturali che favoriscono le crisi, contiene un deciso messaggio culturale. Le ferite causate dalla finanza non si curano soffocandola ma facendola lavorare in modo più pieno, trasparente e «democratico», utilizzandola più intensamente e più diffusamente, con politiche che aiutino a sorvegliarne i mercati ma anche a svilupparli. Il contrario della chiusura, il contrario di un impaurito ritorno a un passato finanziariamente pre-moderno. Coerente con quanto aveva scritto al termine del suo libro precedente, il cui ultimo capitolo è significativamente intitolato «La volatilità speculativa in una società libera»:

«Le politiche che interferiscono con i mercati, li chiudono o li vincolano, anche se a volte sembrano utili, non dovrebbero considerarsi fra le soluzioni di rilievo del problema delle bolle speculative. I mercati speculativi hanno una funzione cruciale nell'allocazione delle risorse... In una società libera non possiamo proteggere i cittadini da tutte le conseguenze dei propri errori... senza finir per limitare la loro possibilità di auto-realizzazione. Non possiamo proteggere del tutto la società dagli effetti delle ondate di esuberanza

irrazionale. ... [Come nel caso] dell'instabilità politica: ... non la affrontiamo chiudendo i partiti ... ma migliorando continuamente le regole per la competizione politico-elettorale. ... così per le bolle speculative: dobbiamo aumentare le transazioni, stimolare gli scambi, aumentare le opportunità della gente di prendere posizioni su mercati più liberi, disegnare forme migliori di assicurazione sociale e fare in modo che le istituzioni finanziarie siano in grado di gestire in modo più efficace i rischi»¹⁰.

Il messaggio è ripetuto nell'ultima frase di questo libro dove Shiller dice che, per quanto difficile possa apparire nell'attuale clima economico e politico, carico di rabbia e di retorica anti-finanziaria, per uscire dalla crisi *subprime* e prevenirne un'altra analoga, occorre proprio *espandere e sviluppare* i mercati finanziari.

Politica monetaria

L'originale insistenza di Shiller sulle radici culturali e psicologiche delle bolle e della crisi, lo porta a considerare ogni altra causa secondaria, dipendente da fattori psico-sociali. In particolare egli sostiene che né gli errori di politica monetaria, né quelli di regolamentazione e vigilanza finanziarie, sono cause «esogene» della bolla. La politica monetaria troppo espansiva, con tassi di interesse troppo bassi, non sarebbe stata fatta, in America e altrove, se le banche centrali avessero capito che si stava sviluppando una bolla immobiliare destinata a scoppiare. Le agenzie di rating non avrebbero dato AAA ai derivati dei *subprime* se non avessero creduto che i prezzi immobiliari non sarebbero mai precipitati. Le autorità di regolamentazione e vigilanza non avrebbero permesso l'imprudente espansione del credito e le acrobatiche cartolarizzazioni dei titoli *subprime*, attraverso una sorta di «sistema bancario ombra» incontrollato, se non avessero condiviso l'ottimismo generale sul settore immobiliare e sullo sviluppo di prestiti ipotecari. Insomma: tutti sono stati colti dalla generale euforia del mercato e hanno agito di conseguenza. L'unico fattore veramente esogeno è stato il montare dell'euforia, dappertutto, anche presso le

¹⁰ R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, op. cit., p. 230; nostra traduzione.

autorità. Shiller sostiene queste convinzioni con argomenti interessanti e testimonianze personali. Ho però l'impressione che esageri e attribuisca agli aspetti psico-socio-culturali anche ciò che richiede spiegazioni diverse e altrettanto importanti.

Pare infatti difficile supporre che le banche centrali non sapessero connettere l'aumento dei valori immobiliari all'espansione della moneta e del credito che procedeva di anno in anno in modo eccessivo. Se non hanno provveduto a frenare i prezzi degli immobili e di altre attività con politiche monetarie più prudenti e lungimiranti, il loro è stato un errore consapevole, derivante dalla paura di sacrificare il tono della congiuntura con tassi di interesse più alti e di dover gestire lo scoppio della bolla speculativa che avevano finanziato. In alcuni casi esse non sono forse state abbastanza indipendenti da pressioni derivanti dalla politica o da operatori di mercato.

Le banche centrali avevano a disposizione le informazioni e le analisi per capire quello che stava succedendo. Basta guardare, per esempio, le Relazioni annuali della Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea, un'antica e prestigiosa istituzione posseduta dalle principali banche centrali del mondo e dove i loro governatori si riuniscono in modo frequente e regolare per esaminare le condizioni monetarie, bancarie e finanziarie internazionali. Fin dalla Relazione del giugno 2003 (!) la BRI notava che:

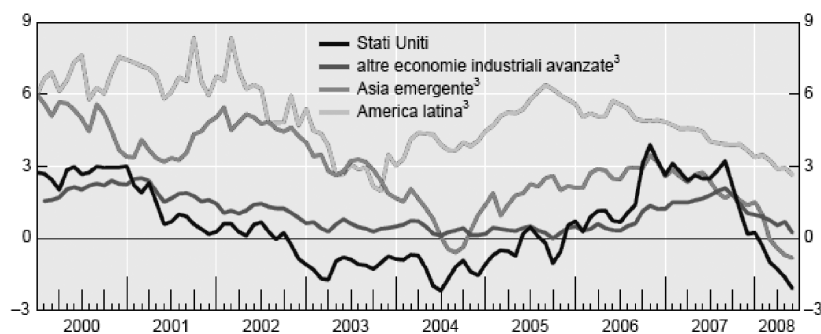
«negli Stati Uniti l'allentamento delle condizioni monetarie – sulla scia della crisi di LTCM prima e del crollo dei corsi azionari poi – potrebbe aver concorso a ulteriori incrementi nei prezzi delle abitazioni. ... Non sono da escludere fasi di debolezza acute a causa dell'accumulo di debito incoraggiato nel frattempo. ... La combinazione di ridotti tassi ipotecari e crescenti prezzi delle abitazioni... ha spinto i consumatori a rinegoziare una quota ingente dei loro debiti... Una quota consistente degli introiti è servita a finanziare un aumento della spesa in consumi o compravendite di immobili residenziali. Poiché quest'ultima tendenza ha intensificato le pressioni al rialzo sui prezzi degli alloggi, non è da escludere che il processo abbia in un certo senso assunto *una dinamica autonoma*»¹¹.

¹¹ Banca dei Regolamenti Internazionali, *73a Relazione Annuale*, edizione in italiano, p. 168 e 5, corsivo non nell'originale.

Non solo era già stata individuata la radice delle dinamiche dei prezzi immobiliari nelle politiche monetarie e creditizie, ma era già stato intuito l'abbrivio di bolla speculativa («una dinamica autonoma») che il fenomeno andava assumendo. Nessuno poteva negare che sui mercati ci fosse ottimismo (l'«euforia» di Shiller). Ma era chiaro che ad alimentare l'ottimismo erano anche politiche monetarie irresponsabilmente espansive. La Figura 4 mostra il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse reali, soprattutto nelle economie avanzate, proprio in coincidenza con la massima accelerazione dei prezzi delle abitazioni: negli Usa, in particolare, i tassi a breve, al netto dell'inflazione, sono stati *negativi* per più di tre anni, dalla fine del 2002. Nella Relazione del 2004, la BRI notava:

«I mercati finanziari sono tornati a mostrare ottimismo, sotto la perdurante spinta di politiche macroeconomiche estremamente accomodanti. I tassi ufficiali delle maggiori economie industriali – a livelli dello 0, dell'1 e del 2% rispettivamente in Giappone, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – si sono situati attorno ai valori minimi dell'era postbellica. ... Un potenziale pericolo potrebbe provenire da un'inattesa accelerazione della dinamica dei prezzi, come fanno forse presagire i recenti forti rincari delle materie prime e la connessa inflazione in Cina, le bolle dei prezzi delle attività e di investimenti non redditizi, come è spesso accaduto in passati periodi di eccessiva espansione del credito. ... In molti Paesi hanno continuato a crescere i prez-

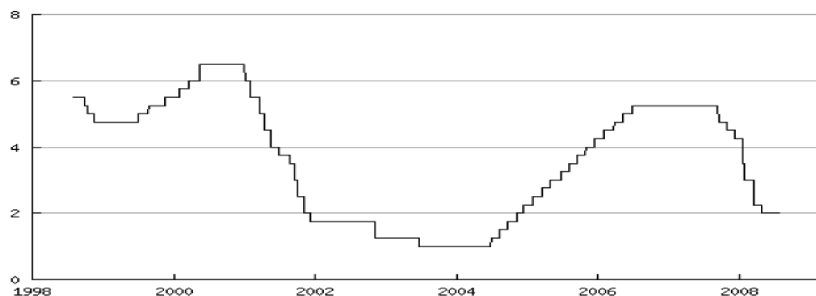
Figura 4 TASSI DI INTERESSE REALI A BREVE^{1,2}



¹ In percentuale. ² Deflazionati con i prezzi al consumo. ³ Medie ponderate in base al PIL e alle parità dei poteri d'acquisto del 2005.

Fonte: M.D. Knight, *Il risveglio dell'inflazione e la turbolenza nei mercati finanziari*, Basilea 30 giugno 2008.

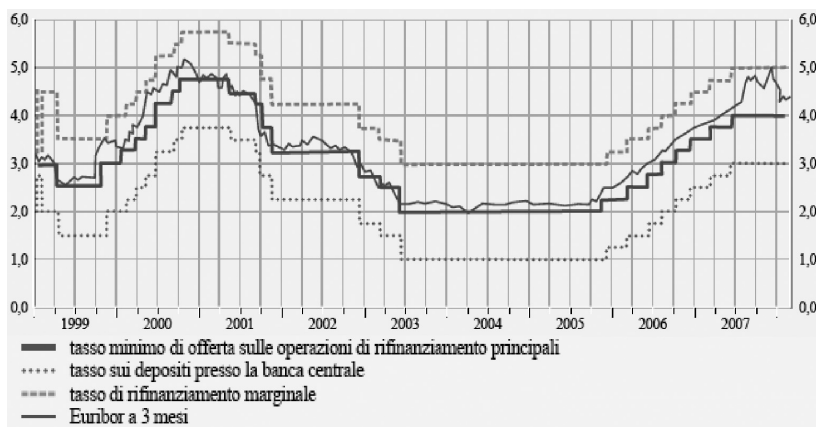
Figura 5 IL TASSO OBIETTIVO DELLA FED



Federal Funds Target Rate.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Figura 6 I TASSI DELLA BCE



Fonte: Bce, Rapporto Annuale, 2007.

zi degli immobili residenziali e, con essi, i livelli di indebitamento. ... L'attuale livello di stimolo delle politiche non è sostenibile a lungo»¹².

¹² Banca dei Regolamenti Internazionali, 74^a Relazione Annuale, edizione in Italiano, p. 3 e 6.

Non si può dunque dire che, almeno tre anni prima dello scoppio della crisi e quattro anni prima dell'attuale effettiva accelerazione dell'inflazione, le autorità di politica monetaria non comprendessero che la loro azione avrebbe causato inflazione, speculazione e instabilità finanziaria. Dalla Figura 7 si può anzi notare come negli Usa il termometro dell'inflazione dei prezzi al consumo avesse già segnalato il pericolo nel 2005. Qui non è questione di carenze culturali o di euforie psicologiche. Si facevano analisi corrette che poi, volutamente, si trascuravano, assieme alle buone regole di politica monetaria.

A proposito del ruolo della politica monetaria nella crisi, ci sono poi tre aspetti della situazione finanziaria globale che invitano a guardare al problema dei *subprime* in un quadro più ampio. Il primo aspetto è che «l'attuale congiuntura non presenta nulla di fondamentalmente nuovo»¹³, nel senso che da secoli l'eccesso di espansione della moneta e del credito producono bolle speculative e inflazione e, successivamente, crisi finanziarie. Negli ultimi decenni c'è stato il *boom* degli anni Settanta, sia sul mercato azionario che su quello immobiliare, e poi quello iniziato a metà degli anni Ottanta finito dopo qualche anno nel crollo dei prezzi immobiliari. In alcuni casi non sono mancate vere e proprie crisi finanziarie di dimensioni e profilo importanti e costosissime, come nei Paesi nordici alla fine degli anni Ottanta, in Messico nel '94 e in Asia qualche anno dopo. Senza voler trascurare le caratteristiche e le gravità specifiche della crisi attuale, bisogna anche evitare di farne una storia troppo a sé, come quella di un'irrazionale, esogena euforia, piovuta dal cielo su cittadini sprovvisti di conoscenze necessarie per evitarla.

Il secondo aspetto è che i *subprime* immobiliari americani sono solo una delle attività coinvolte nella bolla e nella crisi. Hanno senz'altro avuto un ruolo cruciale, anche nel *timing* con cui la crisi finanziaria mondiale si è innescata, e il loro mercato presentava condizioni eccezionali di rischio e disordine speculativo. Ma il problema, fin dall'inizio, si estende molto al di là di quel mercato e della bolla dei prezzi immobiliari:

¹³ Banca dei Regolamenti Internazionali, 78^a *Relazione Annuale*, edizione in Italiano, p. 4.

«I prezzi di molte attività finanziarie erano rimasti su livelli insolitamente elevati per un periodo protratto. Il prezzo dei titoli del Tesoro Usa a lungo termine era stato così alto per così tanto tempo da indurre l'ex Presidente della Fed a parlare di un "enigma"... Anche gli spread di rischio su altri titoli di debito sovrani, sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e su altre attività rischiose erano scesi ai minimi storici. Le valutazioni azionarie continuavano a essere elevate, se non chiaramente eccessive ed erano cresciute in modo spettacolare in molti mercati emergenti. Persino i prezzi dei vini pregiati, degli oggetti di antiquariato e dei francobolli da collezione erano saliti alle stelle»¹⁴.

È l'eccessiva concentrazione dell'analisi di Shiller sugli immobili che lo porta a esagerare il ruolo dell'euforia esogena e a trascurare il fatto che a monte c'erano politiche che creavano bolle da molte parti. I tassi di interesse base troppo bassi incentivavano la ricerca di rendimenti più accettabili con operazioni rischiose e speculazioni. La sovrabbondanza di liquidità stimolava tutti a liberarsene «acquistando illiquidità», cioè comprando case, ma anche altre attività, il cui prezzo veniva sospinto in alto nonostante l'evidente rischio di trovar poi difficoltà a venderle, quando sarebbe stato necessario tornare liquidi.

Naturalmente in questo processo gli intermediari erano spesso più consapevoli – e quindi maggiormente responsabili e colpevoli – di alcuni loro clienti. In una bella conferenza tenuta nel giugno del 2006, l'allora *chief economist* del Fondo Monetario Internazionale, mentre prevedeva, in buona sostanza, lo scoppio della crisi che sarebbe avvenuto un anno dopo, analizzava il modo con cui l'eccesso di liquidità incentiva gli *asset managers* delle banche, dei fondi di investimento, dei fondi pensione, degli *hedge* e *private equity funds*, in crescente concorrenza fra loro, a far credere ai loro clienti che la loro gestione è in grado di produrre rendimenti straordinari a parità di rischio, mentre la stanno orientando verso investimenti che hanno un rendimento atteso elevato proprio perché sono molto rischiosi¹⁵. In

¹⁴ Banca dei Regolamenti Internazionali, *78ª Relazione Annuale*, edizione in Italiano, p. 9.

¹⁵ R.G. Rajan, *Monetary Policy and Incentives*, address at the Bank of Spain Conference on Central Banks in the 21st Century, June 8, 2006, www.imf.org/external/np/speeches/2006/060806.htm.

gergo si dice: far finta di «vendere α » mentre si «vende β ». Le asimmetrie informative lasciano effettivamente una parte del mercato inconsapevolmente ottimista, euforica, incurante dei sintomi di pericolo. Ma questi ultimi sono ben presenti non solo alle autorità, ma anche a molti operatori e intermediari, che trascinano il mercato verso bolle insostenibili.

Il terzo aspetto della bolla e della crisi che non va dimenticato, è che l'aumento eccessivo dei prezzi delle abitazioni e di altri *assets*, che ha trattenuto a lungo in sé, per così dire, il potenziale di inflazione dei prezzi dei beni di consumo (si confronti, per esempio, la Figura 1 con la Figura 7), potenziale contenuto nell'eccessiva creazione di moneta, credito e liquidità, non è l'unico connotato di un quadro di macro-squilibri che negli ultimi 10-15 anni è diventato sempre più precario e pericoloso. Nel quadro spicca il grande e persistente disavanzo della bilancia delle partite correnti statunitensi (Figura 8), cioè il continuo eccesso della spesa degli Usa sulla loro produzione, che ha causato un ingente accumulo di debito estero americano. La politica monetaria espansiva ha facilitato la permanenza del disavanzo e i titoli di debito hanno aumentato la liquidità mondiale. A ciò è connessa la debolezza del dollaro (Figura 9) e la grande incertezza che la fragilità della moneta americana ha causato e causa in tutti i mercati finanziari mondiali; e non solo in quelli finanziari, se è vero che il dollaro fragile viene talvolta indicato come una delle cause presunte dell'eccessiva volatilità ed elevatezza dei prezzi del petrolio e di altre materie prime. L'indisciplina macro-monetaria è anche una delle cause dell'ingente squilibrio della formazione del risparmio¹⁶,

¹⁶ C'è dibattito su quale sia stato lo «shock» principale che ha squilibrato l'economia mondiale, finendo per causare anche gli altri aspetti della turbolenza. Alle responsabilità della politica monetaria è stato contrapposto, in particolare, il cosiddetto *savings glut*, cioè il disequilibrio finanziario internazionale causato soprattutto dall'eccesso di risparmio «mercantilista» di Paesi come la Cina. Non è forse un caso che in questo senso si sia espresso anche l'attuale Presidente delle Fed, B. Bernanke: *The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit*, remarks at the Sandridge Lecture, 19 March 2005. Un recente studio econometrico della Bce conclude invece attribuendo la massima responsabilità del disordine macroeconomico agli «shock monetari» che hanno creato eccesso di liquidità a livello globale: T.Bracke and M.Fidora, *Global Liquidity Glut or Global Savings Glut? A Structural Var Approach*, Ecb working paper No. 911, June 2008.

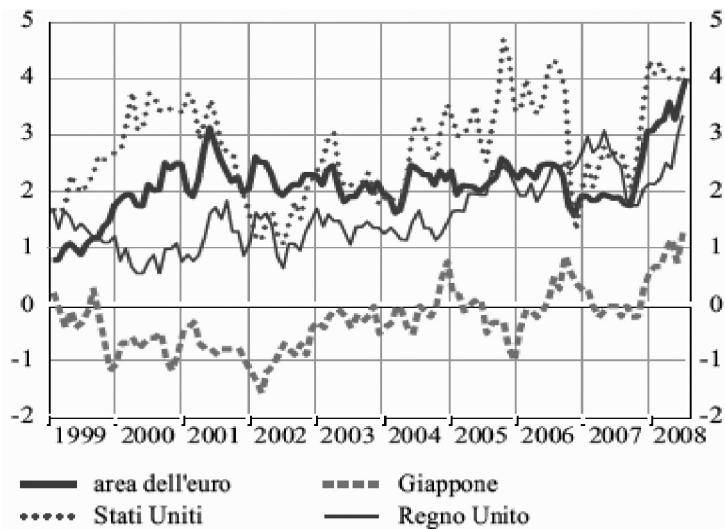
scarsissimo in America e sovrabbondante in Cina. Quest'ultima, come diverse altre economie emergenti, ha cercato di evitare la svalutazione del dollaro, rispetto alla sua moneta, acquistandone in gran quantità e importando così l'eccesso di liquidità e la pressione inflazionistica.

Alla radice di tutto ciò vi è una perdita di controllo macroeconomico, a livello nazionale e internazionale. Particolarmente nociva è stata l'indisciplina delle politiche monetarie. La maggiore responsabilità è stata degli Usa – come evidenzia la politica dei tassi della Fed: si veda la Figura 5 – ma l'infezione dell'eccesso di liquidità si è diffusa ed è stata favorita un po' dappertutto. Anche in Europa i tassi sono stati portati a livelli molto bassi (fino al 2% al lordo dell'inflazione) e mantenuti tali per troppo tempo (Figura 6). Il problema del tasso di cambio della Cina non è stato tanto il suo livello sottovalutato quanto le conseguenze monetarie degli interventi effettuati per mantenerlo basso: le autorità cinesi hanno creato troppi *renmimbi* in contropartita all'acquisto dell'ingente massa di dollari messa a riserva. Anche quando l'eccesso di liquidità è stato riconosciuto come problema e i tassi di interesse hanno cominciato a risalire, è mancata la concertazione internazionale. Quando i tassi Usa, aumentando, hanno innescato la crisi dei *subprime*¹⁷, sono stati rapidamente ricondotti a livelli sempre più bassi, tornando a essere negativi in termini reali (Figura 4 e 5) e ad alimentare la liquidità e la pressione inflazionistica internazionali. Le esigenze di erogare liquidità, per aiutare le banche e la borsa in difficoltà, hanno subito avuto la meglio sulla preoccupazione di alimentare le pressioni inflazionistiche e riconfermare gli squilibri macroeconomici internazionali.

L'impressione è che le politiche monetarie abbiano «perso la bussola». Negli ultimi anni si sono appannati i criteri che le banche centrali si erano date per regolare i tassi e la liquidità. Quanto debbono guardare all'inflazione? Quanto al tasso di crescita e di occupazione? Quanto al tasso di cambio? Quanto alla stabilità bancaria e finanzia-

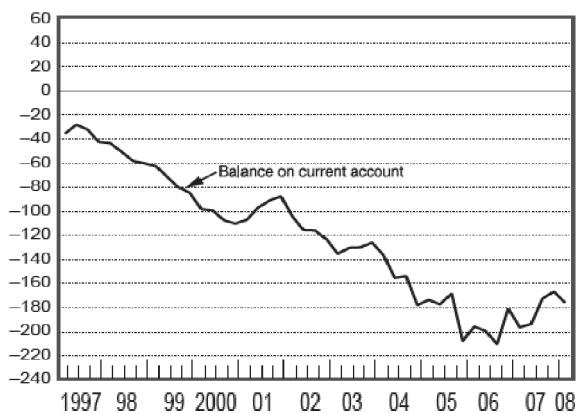
¹⁷ Confrontando la Figura 1 e la Figura 5 si vede come l'aumento dei tassi Usa sia stato contemporaneo al rallentamento dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni, anche se la crisi finanziaria è scoppiata solo a metà del 2007, dopo che i tassi Fed avevano «morso» da un anno, dall'alto del loro 5.25%.

Figura 7 INFLAZIONE (% ANNUA) DEI PREZZI AL CONSUMO



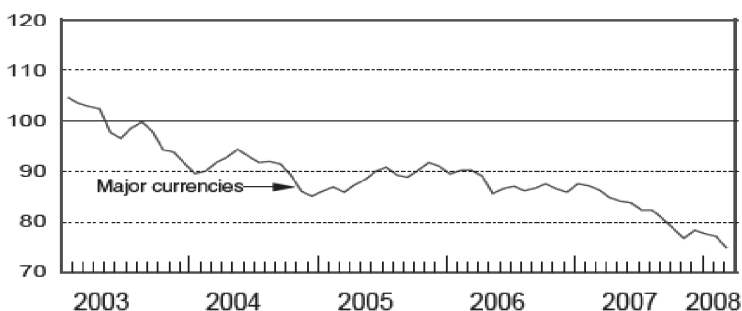
Fonte: Bce.

Figura 8 BILANCIA DEI PAGAMENTI CORRENTI DEGLI USA



Fonte: Bce.

Figura 9 INDICE DEL VALORE MEDIO DEL DOLLARO RISPETTO ALLE PRINCIPALI VALUTE (GENNAIO 1999=100)



Fonte: Bce.

ria? Nel frattempo la teoria monetaria non ha registrato rilevanti novità: il modello di comportamento «ortodosso»¹⁸ rimane quello, cosiddetto, dell'*inflation forecast targeting*, cioè una strategia centrata sul contenimento delle aspettative di inflazione. Rimane cruciale la credibilità delle banche centrali, che si conquista e mantiene aderendo *con costanza a regole di comportamento non troppo flessibili*, evitando la tentazione di abbandonarle con decisioni discrezionali che privilegiano le urgenze del breve periodo rispetto alla *coerenza e alla stabilità di lungo periodo*. La principale delle poche idee nuove diffuse in questi ultimi anni è andata proprio nel senso di aumentare gli impegni di coerenza e trasparenza delle politiche monetarie: suggerendo che le banche centrali rivelino le previsioni che esse

¹⁸ «I migliori risultati della politica monetaria dipendono dai progressi scientifici che sono stati fatti in materia, cioè da un insieme di principi che sono stati sviluppati e dal connesso lavoro empirico, che sono serviti da guida per le autorità che hanno preso le decisioni monetarie»: F.S. Mishkin, *Will Monetary Policy Become More of a Science?*, NBER working paper 13566, October 2007 (nostra traduzione). Anche in O. Issing, *In Search of Monetary Stability: The Evolution of Monetary Policy*, Seventh BIS Annual Conference, 26-27 June 2008, si trova una breve rassegna non tecnica del progressivo formarsi di un'ortodossia monetaria dopo il disorientamento degli anni '70, esposta da un punto di vista molto legato al pensiero della banca centrale europea.

stesse fanno sulle variazioni dei tassi di interesse che decideranno in futuro¹⁹.

Ma le buone regole sono state abbandonate. Al di là della teoria, si assiste a forti divergenze di opinione nel commento delle politiche monetarie e negli auspici sulle loro decisioni. Sia in America che in Europa economisti, operatori finanziari, politici, sono spesso discordi sull'opportunità di variare i tassi in un senso o nell'altro. Ognuno sottolinea un aspetto che va in favore della sua idea: chi vuole tassi bassi ricorda che la crescita è insufficiente o il cambio troppo forte o le banche troppo deboli; chi vuole una stretta anti-inflazionistica sottolinea gli indicatori che minacciano l'accelerare dell'inflazione e ne ricorda i costi economico-sociali. Il paradigma teorico che dovrebbe riportare il tutto a coerenza viene trascurato, risulta indebolito, sembra aver perso la fiducia in sé stesso. Fra l'altro, la natura «globale» dell'inflazione che aumenta, nutrita dalle dinamiche dei prezzi del petrolio e delle materie prime e dal contrarsi dell'effetto deflazionistico dei bassi costi del lavoro dei paesi emergenti, spinge a dire che nessuna banca centrale da sola può combatterla e che quindi non val la pena di alzare i tassi. Si dà per scontato che la concertazione non abbia luogo; il gioco non-cooperativo ha un esito permissivo, scoraggiante. La crisi delle politiche monetarie è una crisi di indisciplina, di disorientamento. Se si vuole uscirne occorre ritrovare regole condivise e l'organizzazione per farle rispettare.

Regolamentazione e vigilanza

Se c'è una crisi delle regole di politica monetaria, la situazione non è migliore per le politiche di regolamentazione e vigilanza deputate a prevenire l'instabilità finanziaria. Il Presidente della *Federal Reserve Bank of New York*, cioè una delle massime autorità monetarie e finanziarie statunitensi, ha scritto recentemente²⁰:

¹⁹ Una spiegazione non tecnica di quest'idea si può trovare, per esempio, in: G.A.Kahn, *Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency?*, Federal Reserve Bank of Kansas City, «Economic Review», First Quarter 2007.

²⁰ Timothy Geithner, *Financial Times*, 9 giugno 2008, nostra traduzione.

«La regolamentazione finanziaria americana è diventata una confusione, un insieme di dispersione di responsabilità e di concorrenza fra diverse autorità nel mettere le regole, una rete normativa che crea incentivi perversi e lascia grandi opportunità di elusione – tramite la scelta delle normative più convenienti – e di evasione. ... La regolamentazione distorce gli incentivi, rendendo il sistema più rischioso».

La fonte è abbastanza autorevole e corresponsabile perché non sia il caso, in questa sede, di documentare la cosa in dettaglio. In una situazione così descritta non può esser vero, come dice Shiller, che la crisi originata dai *subprime* non abbia radici autonome e importanti, indipendenti dall'euforia irrazionale dei mercati, nell'inadeguatezza, nell'inefficienza e nell'arbitrario disordine con cui sono state esercitate la regolamentazione e la vigilanza finanziarie. Negli Usa diverse autorità si occupano di diversi comparti del mercato finanziario, articolate a volte su basi statali, a volte su base federale, con molte sovrapposizioni e, nel contempo, alcune lacune che diventano ingenti nei confronti del rapido sviluppo dell'innovazione finanziaria. Spesso la frammentazione favorisce la «cattura» delle autorità dei vigilanti da parte dei vigilati o di forze politiche interessate a favorirli.

La situazione non è molto diversa in Europa. A giudizio del Fondo Monetario Internazionale, «l'apparato europeo per la stabilità finanziaria è in ritardo. In materia di vigilanza e prevenzione delle crisi la lentezza dei progressi è frustrante. Va dato un mandato europeo alle autorità nazionali, e responsabilità congiunta per la vigilanza degli intermediari finanziari»²¹. Come negli Usa, il problema principale è infatti la molteplicità e la sovrapposizione delle responsabilità di troppe autorità, che crea inefficienze ed è in contrasto con la sempre maggiore integrazione dei vari comparti, nazionali e internazionali, di un mercato finanziario dove ora circola anche una moneta unica. La Commissione Europea osserva che non si riescono a fissare modalità comuni per rilevare le informazioni di vigilanza: «occorre maggior sforzo politico, perché finora la prima responsabilità delle

²¹ *Concluding Statement on the IMF Mission on Euro-Area Policies*, May 30, 2007, paragrafi 12, 13 and 14 : www.imf.org/external/np/ms/2007/053007.htm, nostra traduzione.

autorità di vigilanza finanziaria è di tipo nazionale ed esse non hanno poteri e incentivi adeguati a far convergere la loro azione a livello europeo». Vanno rafforzati il loro mandato e «le loro competenze in materia di vigilanza; le loro deliberazioni vanno prese a maggioranza; esse devono poter disciplinare gli Stati membri imponendo di adeguarsi alle loro direttive o spiegare perché non lo fanno; i loro poteri vanno resi più uniformi e la loro indipendenza dai politici più forte»²². Secondo il Ministero dell'Economia italiano²³ la ricaduta europea della crisi dei *subprime* ha mostrato l'assenza di un'analisi coordinata della situazione, da parte delle autorità degli Stati membri dell'Ue, e la mancata condivisione delle informazioni confidenziali sulle posizioni di rischio dei gruppi finanziari.

Come per la politica monetaria, anche qui c'è una crisi di regole. La questione è resa però ancor più delicata dal fatto che, a differenza della politica monetaria, la teoria delle politiche per prevenire l'instabilità finanziaria non offre un'ortodossia abbastanza robusta e condivisa. Le finalità e le modalità ottimali della regolamentazione e della vigilanza finanziarie hanno sempre avuto numerosi elementi controversi. Si tratta di un complesso insieme di strumenti di intervento e di tanti possibili obiettivi, il cui disegno ottimale non è chiaro in nessun «libro di testo». Lo stesso concetto-obiettivo di stabilità finanziaria è lungi dall'essere definibile e misurabile con precisione e concretezza analoga a quella con cui si definisce e misura la stabilità monetaria, cioè il contenimento dell'inflazione. Quando, perché e fino a che punto si debbono porre vincoli che impediscano a una banca di fallire? Chi e come deve vigilare perché tali vincoli siano rispettati? È in grado l'autorità di vigilanza di comprendere meglio e prima dei mercati lo svilupparsi dei rischi degli investimenti e dunque di interferire utilmente nelle scelte degli operatori finanziari, degli intermediari, per contenere i rischi della loro gestione? In che misura la vigilanza viene interpretata dagli operatori come «protezione» e li deresponsabilizza, finendo per renderli meno prudenti e legittimare la

²² Communication from the Commission, *Review of the Lamfalussy process: strengthening supervisory convergence*, 13364/07, nostra traduzione.

²³ Lettera inviata dal Ministro Padoa-Schioppa al Presidente dell'Ecofin, il 26 novembre 2007: www.tesoro.it/web/apri.asp?idDoc=18378.

socializzazione delle conseguenze dei loro errori? È bene tener separate le banche commerciali da quelle di investimento? Fino a che punto è opportuno che le banche abbiano azioni e controllo di imprese non bancarie, e viceversa? È bene rendere obbligatoria l'esistenza di un'assicurazione dei depositi bancari, che garantisca i depositanti in caso di crisi della banca? Come deve essere organizzata l'assicurazione? Quali sono i criteri contabili più opportuni, per rappresentare il grado effettivo di solvibilità e liquidità di una banca?

Sono solo pochi esempi delle molte domande che non hanno affatto risposta ortodossa e univoca in sede di teoria e dalle quali derivano profonde differenze fra i regimi regolatori esistenti, oltre che accese controversie su come riformarli. Un altro esempio, ma forse il più importante, è quello che riguarda la principale e più diffusa regola prudenziale: la quantità minima di capitale proprio che le banche devono tenere a fronte delle loro attività. In tutto il mondo questa regola si è ispirata negli ultimi decenni al cosiddetto Accordo di Basilea I; sono poi emersi i difetti di Basilea I e ci si è mossi per riformare l'accordo, disegnando Basilea II. L'elaborazione, nelle sedi accademiche, tecniche e politiche, a livello internazionale, è stata lunga e controversa. Il risultato, giunto quasi a definizione solo poco prima che scoppiasse la crisi dei *subprime*²⁴, è considerato da molti insoddisfacente ed è in corso di applicazione in modi diversi nei diversi Paesi. Al riguardo le differenze di opinione sono accese, persino fra le diverse autorità di regolamentazione statunitensi²⁵.

I poteri di chi regola e vigila i mercati finanziari sono per loro natura più invasivi e articolati di quelli di chi esercita la politica monetaria. Ne viene che le politiche di regolamentazione e vigilanza hanno anche uno speciale problema di *assetto dei poteri delle autorità*.

²⁴ L'evoluzione degli accordi di Basilea II è sempre aggiornata in un'apposita sezione del sito della Banca dei Regolamenti Internazionali: www.bis.org/bcbs/index.htm.

²⁵ Per seguire, fino al limite del pettegolezzo, le discussioni e i disaccordi su Basilea II la fonte più tempestiva è «Global Risk Regulator», ISSN 1741-6620, www.globalriskregulator.com. Alcune delle critiche accademiche degli accordi di Basilea II sono contenute da anni nei periodici *statements* degli «Shadow Financial Regulatory Committees» statunitense (www.aei.org/research/shadow/projectID.15/default.asp) ed europeo (www.ceps.be/Article.php?article_id=266). Agli *statements* degli Shadows si rinvia anche per la discussione di diversi aspetti della crisi avviatasi sul mercato dei *subprime*, delle sue conseguenze e degli interventi che richiede.

Chi deve regolare e vigilare quali attività e quali operatori? Le autorità devono essere le stesse per le banche e le società di assicurazione? L'autorità che controlla l'esposizione al rischio di una banca deve essere la stessa che vigila sulla trasparenza con cui i risparmiatori sono informati sulle caratteristiche di un titolo obbligazionario che viene loro proposto di acquistare? Per fare un esempio relativo al caso dei *subprime*: chi protegge gli acquirenti di abitazioni dai comportamenti scorretti di chi eroga loro i prestiti dev'essere la stessa autorità che giudica se i titoli nei quali i prestiti ipotecari vengono poi trasformati sono commercializzati in modo corretto e trasparente? È giusto attribuire parte dei compiti di regolamentazione e vigilanza, cioè finalità di prevenzione dell'instabilità finanziaria, alle stesse banche centrali, responsabili della stabilità monetaria? Le autorità di regolamentazione e vigilanza finanziarie devono essere nazionali o internazionali? Con quali impegni di collaborazione, fra le diverse autorità nazionali e fra autorità di Paesi diversi? È meglio coordinare le diverse autorità, a livello nazionale o internazionale, o stimolare la loro concorrenza – e una certa attività di arbitraggio dei regolati, che in parte scelgono da chi farsi regolare – in modo da favorire chi regola e vigila meglio, rischiando però di favorire chi è più indulgente? In che misura l'autorità può delegare i suoi compiti fidandosi dell'autoregolamentazione dei mercati, degli operatori finanziari, delle agenzie di *rating* (caso molto rilevante per i *subprime*), facendo leva sul loro interesse a evitare errori, scorrettezze e instabilità che nuocciono alla loro reputazione e alla qualità della concorrenza che si fanno? Qual è il grado ottimale di indipendenza delle autorità di regolamentazione e vigilanza dal potere politico? In che modo l'indipendenza deve essere associata alla responsabilità delle autorità circa il risultato della loro attività?

A queste e a molte altre domande, sia più generali che più specifiche, occorrerebbe dare risposte condivise e metterle in pratica. Ma è obiettivamente difficile. Le risposte condivise e applicate con coerenza mancano ai livelli nazionali e dunque, a maggior ragione, ai livelli europeo e globale. Fra le cause della crisi dei *subprime*, fra le determinanti della sua diffusione globale e dei suoi costi, c'è anche questa obbiettiva arretratezza nell'individuazione concorde dei criteri ottimali di regolamentazione e vigilanza. Oltre al fatto che le regolamentazioni esistenti non sono state sempre applicate con rigore e tempe-

stività e la vigilanza prevista sulla loro applicazione è stata spesso lacunosa e inefficiente. In parte si tratta di una conseguenza quasi inevitabile di una fase di accelerata innovazione, nella quale i ritardi di adeguamento dei controlli ci sono stati, prima ancora che nella vigilanza delle autorità, nell'organizzazione interna degli operatori finanziari, nonostante essi abbiano usato, a volte, dosi normali di buona volontà e attenzione. Senza una collaborazione adeguata dei controlli interni dei vigilati, nessuna vigilanza «dall'alto» è sufficiente. Qualche volta a sfuggire ai controlli sono stati comportamenti dolosi, vere e proprie frodi.

È difficile condividere l'idea di Shiller che quasi tutto ciò derivi dal fatto che le autorità hanno in qualche misura condiviso l'euforia irrazionale dei mercati. Non si tratta dunque solo di prevenire ed evitare bolle di euforia, ma di disegnare ed esercitare meglio la regolamentazione e la vigilanza sui mercati. Come reazione alla crisi, come prevenzione di lungo periodo al suo ripetersi, è urgente uno sforzo in questo senso: che coinvolge i ricercatori, le autorità di regolamentazione e vigilanza, l'industria finanziaria regolamentata e vigilata, i politici e l'opinione pubblica.

Crisis management

Se riguardo alla politica monetaria e alle politiche di prevenzione delle crisi Shiller dice, un po' sbrigativamente, che esse possono solo essere cause secondarie della crisi, sulla gestione *ex post* della crisi si sofferma con più attenzione. Infatti riconosce che la soluzione «culturale» della crisi, della quale si è detto prima, è per il medio-lungo periodo. Nel breve occorre gestire il problema che si è creato.

Shiller affronta il tema esplicitamente, dedicandogli un intero capitolo, anche se si lamenta che i giornalisti, quando lo interrogano sulla crisi, sono troppo concentrati sulle prospettive di breve e disattenti alle soluzioni strutturali e durature. Si misura dunque con la questione del *bail out*, cioè degli interventi di salvataggio degli intermediari e degli operatori finanziari in difficoltà, da parte dell'autorità monetaria e della finanza pubblica.

Nel frattempo la crisi è stata in qualche modo gestita, sia in America che in Europa, i *bail out* sono in qualche misura avvenuti, il

denaro pubblico è stato usato, abbondantemente e in varie forme, per interventi a favore delle banche²⁶ e di altri operatori in difficoltà, nonché per sostenere il consumo delle famiglie americane colpite dal crollo dei valori immobiliari. La banca centrale americana è intervenuta anche a favore di banche non commerciali e di investimento, uscendo con ciò dall'usuale interpretazione delle sue responsabilità. In alcuni casi qualche aiuto è andato persino agli azionisti degli intermediari travolti dalla crisi e non sempre il loro management ha dovuto subire completamente le conseguenze delle proprie imprudenze e dei propri errori. Lo stesso abbassamento dei tassi di interesse negli Usa – come osserva anche Shiller – è sostanzialmente una politica di *bail out*. La crisi non è conclusa e la sua gestione diventa sempre più oggetto di analisi e di discussione, anche in collegamento con le riflessioni di più lungo periodo. Infatti la gestione di breve di una crisi finanziaria non è senza conseguenze per il più lungo periodo.

Le conseguenze ruotano attorno alla questione del *moral hazard*. Gli interventi di salvataggio sono di solito interpretati dai mercati come promesse di nuovi interventi del genere, in occasione della prossima crisi. Ciò riduce gli stimoli a essere più prudenti e accorti o, addirittura, spinge a rischiare di più, nella convinzione che le eventuali perdite verranno socializzate. Una crisi finanziaria senza vittime non accresce gli anticorpi necessari per evitarne un'altra.

La gestione delle crisi, in tutto il mondo, è un capitolo delle politiche per la stabilità finanziaria ancor più «in disordine», teorico e pratico, delle politiche di regolamentazione e vigilanza *ex ante*²⁷. Ogni

²⁶ «I provvedimenti meno tradizionali presi dalla Fed durante la crisi hanno avuto un significato fiscale e possono interpretarsi come sussidi alle banche»: S. Cecchetti, *Crisis and Responses: the Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-8*, NBER w.p. 14134, June 2008, nostra traduzione.

²⁷ Dal punto di vista teorico il nocciolo del problema del *crisis management* è il fatto di non potersi più fidare delle semplici regole che costituivano la «saggezza dei nostri antenati». Gli antenati più famosi e prestigiosi sono H. Thornton (*An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, London, Hatchard, 1802) e W. Bagehot (*Lombard Street: A Description of the Money Market*, London, H.S. King, 1873). La semplice saggezza consisteva nella regola di soccorrere solo le istituzioni *illiquide*, non quelle *insolventi*, con prestiti delle banche centrali erogati a fronte di *buone garanzie* e a *tassi di interesse penalizzanti*. Una recente rassegna – scritta in modo non troppo tecnico – della crisi delle regole d'oro di un tempo, e dell'attuale panorama di dubbi teorici e pratici circa la gestione delle crisi, è contenuta

Paese e ogni crisi fanno storia a sé. Nell'Unione Europea il problema è reso particolarmente imbarazzante dal grado crescente di integrazione finanziaria e dal diffondersi di intermediari multinazionali: se la crisi colpisce più stati membri non è chiaro chi, come e quando deve intervenire, fino a che punto, con quali impegni di reciproca collaborazione. L'imbarazzo diventa paradosso se si pensa che, formalmente, i Trattati proibiscono i *bail out*, sia ai governi che alla banca centrale. Ma si tratta di proibizioni poco credibili e l'impressione è che i criteri per il *crisis management* – fatta eccezione per i *memorandum of understanding* che regolano internazionalmente il *lending of last resort* di brevissimo termine delle banche centrali – siano lasciati quasi completamente all'improvvisazione.

Si sentirebbe dunque anche in questo caso un forte bisogno di regole. La mancanza di buone regole di *crisis management* potrebbe persino considerarsi una delle ragioni dell'evolvere incerto e pericoloso della crisi e della difficoltà di affrontarla con una più organica cooperazione internazionale. La questione è però delicata: perché le «regole» di *crisis management* tendono ad aumentarne il potenziale di *moral hazard*. Più i mercati e gli operatori sanno *ex ante* le circostanze, la misura, la forma in cui saranno «salvati», più faranno conto sul salvataggio e meno saranno prudenti. È per questo che, a livello teorico, si dice che l'ottima politica di *bail out* è caratterizzata da «ambiguità costruttiva». L'ambiguità dei criteri di intervento è «costruttiva», cioè benefica per la stabilità del sistema nel lungo periodo, perché lascia gli operatori incerti circa il fatto che verranno aiutati, incentivandone dunque la prudenza. Si riesce così a fare i salvataggi che si ritengono opportuni, in un'ottica di breve periodo, minimizzando il *moral hazard* che ne deriva. L'ambiguità costruttiva è qualcosa che piace molto alle autorità, politiche e burocratiche, perché non sacrifica la discrezionalità del loro comportamento, alla quale connettono la misura del loro potere. Il fatto che, nel caso del *crisis management*, la teoria ritenga ottimale la carenza di regole che piace alle autorità, è una premessa perché le regole non vengano mai completate.

in X. Freixas and B. Parigi, *Lender of Last Resort and Bank Closure Policy*, CESifo working paper No. 2286, April 2008, www.CESifo-group.org/wp.

C'è però un aspetto in cui è possibile e opportuno fare passi avanti. Un conto è l'«ambiguità costruttiva» circa l'*esito della procedura* che viene seguita per decidere un *bail out*. Un conto è l'ambiguità sulla *procedura stessa*. È difficile considerare «costruttiva» l'assenza di regole e di «paletti» circa chi, come e quando, istruisce il processo decisionario che genera i provvedimenti di *crisis management*, circa la distribuzione e i limiti degli oneri e delle responsabilità che ne derivano. Quali autorità di quali Paesi devono decidere, in quali casi, con quale gamma di interventi a disposizione e quali obblighi procedurali, di reciproca consultazione o di accordo? Se tutto può avvenire in ogni caso, se l'improvvisazione delle autorità può sempre dar luogo ai più disparati oneri per la finanza pubblica e al «condono» delle conseguenze a chi è stato irresponsabile o imprudente, l'ambiguità non è costruttiva. Anzi: è una situazione che favorisce le pressioni di chi è interessato a farsi salvare o a salvare qualcuno a ogni costo, un'ambiguità che favorisce l'azzardo morale di chi sa che, se sarà necessario, potrà influenzare l'arbitrio di un *crisis management* senza regole.

È auspicabile che negli Usa, nell'area dell'euro e altrove, possibilmente con qualche forma di coordinamento globale, le procedure con cui si gestiscono le crisi finanziarie di vario tipo e grado e si decidono le diverse forme di salvataggio, più o meno a breve termine, vengano stabilite con chiarezza sufficiente a convincere il mercato che il pericolo di crisi non è un'arma di ricatto senza limiti; un'arma che, chi della crisi è più o meno direttamente responsabile, può usare nei confronti di chi deve gestirla in assenza di adeguate *guidelines*. La gestione della crisi che stiamo attraversando potrebbe (o dovremmo ormai dire: avrebbe potuto?) essere un'occasione per far qualche passo in questa direzione, riducendo l'ambiguità procedurale, pur mantenendo l'ambiguità costruttiva circa il fatto che l'uno o l'altro degli operatori in difficoltà risulteranno effettivamente *bailed out*, e circa la misura in cui lo saranno, quando le procedure decise verranno messe in atto.

Shiller non manca di ricordare i limiti e i pericoli dei *bail out*. Inoltre propone di far uso soprattutto di una forma di *bail out* che ben si presta a essere regolata in modo ordinato e rigoroso. Propone infatti, ricordando una forma di intervento adottato nella grande crisi degli anni '30, di iniettare ordinatamente liquidità in alcuni istituti di credito ipotecario, accettando come garanzia i prestiti in sofferenza. Ciononostante Shiller pare troppo poco preoccupato, anche nel

discutere gli interventi di breve periodo, di raccomandare che la crisi in corso diventi un'occasione per migliorare e rafforzare le regole. Invece la crisi è grave anche perché è una crisi di regole.

«La crisi dei *subprime* dovrebbe affinare la nostra coscienza sociale»: Shiller va oltre le politiche di stabilità bancaria e finanziaria. Considera le conseguenze sociali più ampie della crisi e gli aiuti che le sue vittime più deboli e incolpevoli dovrebbero ricevere: le famiglie rimaste senza casa o sovra-indebitate, o comunque seriamente impoverite dagli sviluppi della crisi finanziaria. Nel farlo si richiama a un «contratto sociale» che legittima l'intervento pubblico. Ma anche in questo caso dà per scontato che il contratto sociale rimanga comunque quasi del tutto implicito. In un progetto di rafforzamento delle regole con cui affrontare le crisi c'è forse spazio anche per esplicitare e condividere meglio le forme di solidarietà sulle quali la collettività può contare per affrontare, col giusto misto di serenità e prudenza, gli inevitabili shock di un'economia che continuamente si trasforma, intraprende, innova e rischia, incoraggiata dall'evoluzione della finanza. C'è un limite, è ovvio, oltre il quale non si possono codificare i comportamenti della politica economica in caso di emergenza. Ma se anche la crisi diventasse oggi grave al punto da tornare ad «allungare le gonne delle donne»²⁸, non è detto che sarebbe bene consentire il ripetersi dell'improvvisata intensità interventista che ha seguito la crisi degli anni '30, al di qua e al di là dell'Atlantico, permanendo poi, come un vizio costoso, per mezzo secolo.

Cultura e regole

Il libro di Shiller mostra con efficacia che la crisi dei *subprime* si è sviluppata e diffusa sulla base di una considerazione carente ed errata dei «fondamentali» che determinano le dinamiche dei mercati immobiliari. La speculazione, che ha gonfiato la bolla e poi l'ha fatta scoppiare, si è alimentata a un'euforia irrazionale che ha coinvolto anche,

²⁸ Nel cap. 5 Shiller ricorda come la crisi degli anni '30 incise sulla psicologia sociale fino a cambiare la moda femminile, facendo sparire le gonne corte a favore di un vestire più formale e meno provocatorio: p. 65.

a tratti, alcune autorità. Quanto alle cure, nel breve periodo occorre intervenire con salvataggi, anche a carico della collettività, per evitare che il contagio della sfiducia e il «domino» delle insolvenze trascino l'economia internazionale verso un disastro comparabile a quello degli anni '30. Occorre inoltre, subito, alleviare in vario modo le ferite che la crisi infligge ai più deboli, anche perché fra essi vi è la maggior parte delle vittime di alcune delle malversazioni e degli imbrogli che nella crisi non sono mancate. Contemporaneamente bisogna mettersi al lavoro per approntare le riforme strutturali necessarie a prevenire nuove crisi, a scoraggiare il ripetersi di irrazionali e dannose euforie. Queste hanno radici «culturali» e psico-sociali e di ciò deve tener molto conto il disegno dei rimedi e delle prevenzioni. Va riconfermata la fiducia nell'utilità dei mercati finanziari e della loro continua innovazione. Occorre anzi approfittare della ricchezza, attuale e potenziale, dell'informazione e della contrattualistica finanziaria, per aiutare tutti, anche chi oggi apparirebbe come più sprovveduto, a fare scelte razionali. Il sogno anti-crisi di Shiller è la razionalità diffusa, la «democrazia finanziaria».

La sua ricetta, che raccomanda salvataggi nel breve e anticorpi socio-culturali nel lungo, non deve però andar disgiunta da un rafforzamento delle regole. La crisi è anche una crisi di regole, carenti e poco rispettate, inadeguate a un'economia e a una finanza che cambiano sempre più svelto. Vanno riviste e rafforzate le regole di politica monetaria, quelle che presiedono al funzionamento e alla vigilanza dei mercati finanziari, senza tralasciare quelle che dovrebbero fissare le procedure e i «paletti» agli interventi di salvataggio di breve periodo. Fra regole e cultura c'è forte complementarità, anche perché le regole importanti non sono mai veramente efficaci se non entrano nel profondo del patrimonio culturale di una collettività.

Sarebbe triste se, come a volte pare di dover temere, succedesse il contrario: se cioè la crisi risultasse in un deterioramento sia sul fronte culturale che su quello delle regole. Se gli anticorpi della cultura e delle regole, anziché stimolati dalla malattia della crisi, finissero per indebolirsi ancor più. Che ciò sia un pericolo è evidente.

Sul piano culturale, la crisi alimenta la critica qualunquista e incompetente dei mercati finanziari, il catastrofismo populista e la caccia alle streghe. Le streghe della finanza appaiono tanto più terribili quanto meno le si conosce, e nessuno vuol conoscere meglio una

strega terribile: ecco il circolo vizioso che può deteriorare la cultura economico-finanziaria sotto i colpi della crisi. Anziché esercitare davvero il «primato della politica» – del quale i demagoghi confusamente presumono e piangono con rumore il sacrificio, un primato che si esercita entrando con pazienza e competenza nel mondo delle tecniche finanziarie per renderle meglio note, per ottenerne un uso più completo e consapevole, per ridurne le asimmetrie informative, per rafforzarne le regole e la sorveglianza –, il primato viene contrapposto polemicamente alle tecniche, diventa propaganda che spinge la gente a conoscerle e praticarle meno anziché meglio. E dalle prospettive di catastrofe che poi non si avverano, ancorché non per suo merito, il politico che le addita e le grida, cercando di suscitare «paura» per meglio vendere «speranza»²⁹, trae soddisfazione, potere e consenso di breve periodo. Al più lungo non pensa granché: perché il famoso *short termism* che spesso è giustamente considerato un difetto dei mercati finanziari, è ancor più un connotato profondo dell'azione e della competizione politica, un *côtè faible* della democrazia.

Quanto alle regole, la crisi può alimentare, anziché indurre a limitare, la discrezionalità arbitraria, che le viola continuamente in modo opportunistico. La manipolazione opportunistica delle regole si accorda bene con la ricerca di consenso di breve andare tipica del populismo culturale di cui sopra. Il quale, agitando la paura della catastrofe, la «peste della speculazione»³⁰ e altri arcani fantasmi come il «mercatismo»³¹ o la «*lex mercatoria*»³², può anche spingere verso la chiusura protezionistica dei mercati e delle economie. Le regole vanno migliorate, in molti casi rafforzate e fatte rispettare con più severità. Ma regole forti e severe non significano regole che «chiudono»,

²⁹ Cfr. il titolo di G. Tremonti, cit.

³⁰ *La Speculazione Peste del secolo?*, G. Rossi e G. Tremonti chiudono l'anno accademico della Facoltà di Filosofia dell'Università Vita-Salute San Raffaele, 14 luglio 2008, www.univr.it/view.asp?id=5724. Cfr. anche G. Rossi, *Il mercato d'azzardo*, cit., p. 70: «Il mercato finanziario del nuovo capitalismo è interamente nelle mani degli speculatori».

³¹ «Il *mercatismo*, ideologia totalitaria inventata per governare il XXI secolo», G. Tremonti, cit., p. 18.

³² «La *lex mercatoria*, creata dalla globalizzazione dei mercati finanziari in una sorta di revival del diritto universale in vigore nel Medioevo», G. Rossi, *Il mercato d'azzardo*, cit., p. 82.

perché sono anzi dirette a far meglio funzionare un mondo aperto, cangiante, competitivo, virtuosamente rischioso. I codici della strada vanno rafforzati non per limitare gli spostamenti e i traffici, ma per renderli più sicuri ed efficienti, non per soffocare ma per meglio gestire la rischiosità di una società sempre più mobile e trafficata. I mercati vanno tenuti aperti e vivaci, come le piazze affollate delle grandi città. Mentre la chiusura protettiva dei mercati, l'exasperazione dei vincoli che ne limitano le innovazioni e ne condizionano la gestione consapevole dei rischi, vanno a favore di chi, sui mercati, occupa già posizioni dominanti, sono uno scambio di favori fra costoro e i politici che chiedono loro supporto e conferma di potere. Così come aumentare il rigore dei codici della strada non deve significare aumentare i privilegi di chi viaggia con le macchine più grosse e già occupa di più le strade, non deve riservare le corsie a chi già domina il traffico, a scapito di chi non ha ancora comprato nemmeno una bicicletta. Ma la metafora del codice della strada non è popolare fra i politici, che trovano riduttivo fino alla vergogna paragonare la politica alla regolazione del traffico: avranno anche ragione, ma spesso disprezzano la metafora perché del traffico (anche di quello finanziario!), più che tutori e facilitatori, vogliono essere protagonisti, dominatori e demiurghi. Ruoli che le crisi, sia della circolazione stradale che dei mercati finanziari, aiutano a rivendicare.