

- Alla ricerca delle vere ragioni della crisi economica -

La crisi dei mercati viene oggi succintamente spiegata come la conseguenza di uno sviluppo eccessivo della finanza privata a detrimento dei riferimenti dell'economia reale. S'invocano nuove regole e si punta il dito contro l'avidità dei grandi finanziari. Si parla di deregulation come di uno spauracchio per il futuro dell'economia. In realtà, osservando tra le pieghe del fenomeno, confrontando le analisi di esperti autorevoli e cercando di ragionare senza farsi condizionare dalla "saggezza convenzionale" del momento, ci si avvede che le cause vanno ricercate altrove. Si scopre allora che la deregulation ha in verità concorso a frenare il disastro e che l'opinione generalmente diffusa dai media al largo pubblico confonde le cause con gli effetti. Si scoprono poi le influenze negative di una politica americana dirigista che ha condizionato i mercati. Si scopre soprattutto il devastante impatto dei rincari nel prezzo del greggio, un fattore incredibilmente sottovalutato e persino sottaciuto. Tutto ciò avviene in un mondo che la globalizzazione ha reso più ricco di opportunità, ma anche decisamente più incerto e dove quindi prevale il ragionamento a breve termine e viene meno la lungimiranza di un tempo.

INDICE

Premessa	pag. 2
L'utilità di Internet	pag. 3
Le altalene della saggezza convenzionale	pag. 4
Cos'è la finanza	pag. 5
Quante e quali regole?	pag. 7
La questione del "fair value"	pag. 7
La deregulation del 1999	pag. 8
L'economia reaganiana	pag. 10
Freddy Mac e Fannie Mae	pag. 11
Il "moral hazard"	pag. 12
Gli shock petroliferi	pag. 13
Conta più il greggio dei subprime	pag. 14
Una storia d'instabilità economiche	pag. 15
La tattica che eclissa la strategia	pag. 17
Conclusioni	pag. 18

Premessa

Il lettore di questo scritto mi conceda di parlare in prima persona per qualche capoverso. Vorrei infatti raccontargli per quali motivi ho deciso di stendere questo resoconto di fine anno sull'ultima pesante crisi economico-finanziaria che ha colpito il mondo intero. Mi ha sempre affascinato la teoria dei sistemi, cioè lo studio d'insiemi articolati il cui gioco delle parti interagenti si possa in qualche modo descrivere con i numeri e con gli strumenti della logica; numeri e logica non mentono. I sistemi economici appartengono certamente a questa categoria, anche se, è ovvio, sono enormemente complessi e anche se il comportamento umano che li influenza non è inquadrabile come, tanto per dire, il moto di un grave. Eppure, il gioco delle parti, per riprendere il concetto di cui sopra, può svilupparsi in modo sorprendentemente simile in campo biologico, fisico, economico.

Non sono un grande esperto di questioni economico-finanziarie, ma come appassionato di sistemi so per certa una cosa: un complesso può comportarsi come fosse ben più della somma delle sue parti, laddove il locale diviene globale. In che modo? Beh, non è qui il caso di rifarsi a complicate equazioni non-lineari. Ci basterà invece un noto paradigma della teoria del caos: l'effetto farfalla. Il battito d'ali di una farfalla che vola, poniamo, in Tanzania può in talune condizioni d'instabilità scatenare un uragano devastante nella Carolina. Per quanto questa relazione amplificata tra cause ed effetti sembri assurda, essa rispecchia una circostanza matematicamente inoppugnabile nello studio dei sistemi. Già, ma cosa c'entra questa storia con la crisi? Un po' c'entra, perché i sistemi economici sono globalizzati e intrinsecamente instabili, perché Wall Street sembra essere stata devastata da un uragano e perché il legame tra causa ed effetto, cioè il suddetto gioco delle parti, è stato tirato in ballo alla tv e sulle pagine dei giornali da molti critici che hanno subito accusato i grandi gruppi privati dell'alta finanza.

C'è poi un'altra questione. Nei sistemi complessi (aperti) vige una condizione del tutto caratteristica: la retroazione ("feedback" in inglese). Che significa retroazione? Significa che l'effetto scatenato da una causa che ha agito sul sistema si trasforma a ritroso in una nuova causa che agisce sul sistema e così via. Per fare un esempio, immaginiamo una videocamera che inquadri uno schermo sul quale compaia l'uscita stessa della videocamera. È evidente che tra segnali d'uscita e d'entrata s'instaura un "loop" d'immagini. Ora, il curioso plasma che possiamo scorgere a video può pulsare ritmicamente, complicarsi o comportarsi in maniera del tutto imprevedibile, laddove cause ed effetti scambiano di continuo i propri ruoli. I sistemi economici evidenziano lo stesso comportamento: sono retroattivi, sono ciclici, sono complicati e diventano spesso del tutto imprevedibili.

A questo punto, non potevo non pensare alla questione delle cause e degli effetti in ambito economico. Mi sono detto allora che la pretesa dei vari analisti televisivi della finanza di distinguere subito i principali fattori scatenanti del crack poteva essere un po' azzardata, un po' come se questi supponessero di conoscere il modio di volare di tutte le farfalle del mondo e di reagire di tutte le molecole d'aria da esse spostate. Forse ciò che questi descrivevano come una causa isolata era in verità un effetto all'interno di un ciclo. Così, mi sono sentito naturalmente indotto a ribaltare l'ottica di quei critici per verificare come stessero realmente le cose. Ho cercato materiale in quella direzione e ne ho trovato parecchio.

Non è finita. I sistemi complessi mostrano spesso un'altra prerogativa: sono illimitatamente influenzati dal loro passato. Come dire che ogni evento lascia in essi una traccia duratura, una sorta di memoria che ne condiziona l'evoluzione. La farfalla che vola nel Medioevo può avere un impatto insospettabile sul presente. Poteva allora essere, mi sono chiesto, che anche il sistema economico capitalistico avesse in queste settimane reagito secondo modalità stabilite da eventi più remoti di quanto comunemente non si pensi? Poteva insomma essere che le cause più influenti non venissero debitamente considerate? In linea generale, se in talune condizioni un'inezia poteva scatenare un pandemonio non era forse meglio cercare di comprendere quali fossero quelle condizioni, invece di dare la colpa ad animali dalle ali più o meno possenti? Farfalle e uragani a parte, era verosimile che gli uomini dell'alta finanza fossero tutti quanti improvvisamente impazziti?

Come si diceva, il sistema economico è largamente condizionato dalla psicologia e dalle scelte umane. Pertanto, è inevitabile che subentrino nell'analisi della situazione anche fattori morali o rivendicazioni. La cosa interessante è che ho presto scoperto che questa dinamica che finisce per individuare facilmente il nemico, il colpevole o il dissennato riflette a sua volta un meccanismo tipico e ricorrente nel gioco delle parti, ossia un vero e proprio tratto sistemistico, anche se non certo inquadrabile con le equazioni. Esso si può descrivere come "saggezza convenzionale". Questa definizione, invero un po' sarcastica, è stata coniata da John Kenneth Galbraith, scomparso quasi centenario circa un anno e mezzo fa.

Galbraith fu un grande economista americano (grande anche nella statura, visto che era alto 1 e 98) che amava come un matto andare controtendenza e nutriva poche simpatie per le ortodossie e le posizioni dell'establishment. Non a caso Galbraith, personaggio indubbiamente scomodo, fu bollato più volte da potenti e benpensanti come "bastardo figlio di puttana". Gli appellativi, più che nuocergli, gli fruttarono notorietà e, comunque, Galbraith ebbe buon gioco a esercitare la sua critica intelligente, abbattendo un mucchio di luoghi comuni e facendo chiarezza nelle leggi dell'economia.

Per venire a capo della saggezza convenzionale del momento ho considerato le analisi di esperti di settore, ho indagato sui meccanismi che sottostanno alla generazione del Pil (valore aggiunto aggregato di tutti i beni e servizi venduti sul mercato) e ho consultato qualche statistica. Successivamente, ho confrontato il materiale così raccolto con le domande che mi ero posto e che discendevano dal mio approccio sistemistico. Naturalmente, ho anche ragionato con la mia testa, sperando, invero con qualche apprensione, che quest'ultimo aspetto non diventasse l'anello debole di tutta la catena argomentativa. Per evitare almeno un po' tale pericolo ho trovato molto utile prendere spunto dagli orientamenti forniti con precisione in un quotato libro divulgativo di economia di un paio d'anni fa nel quale la debolezza della saggezza convenzionale compare a tutto campo. Questo libro, tanto semplice quanto illuminante, è "Freakonomics" di Levitt e Dubner. Ecco dunque qui sotto l'elenco di assiomi che mi hanno ispirato in questa ricerca:

- La saggezza convenzionale è spesso fatta di luoghi comuni
- Effetti anche spettacolari hanno spesso cause sottili e lontane nel tempo
- I cosiddetti esperti possono disporre a proprio uso e costume del vantaggio informativo di cui godono
- Gli incentivi sono la pietra angolare della vita moderna
- Sapere che cosa misurare, e come, rende il mondo molto meno complesso di quanto non appaia

Quello che ho scoperto ha confermato la fondatezza dei miei dubbi iniziali. Perché sia così non voglio anticiparlo in questa premessa e lascio invece al lettore il modo di appurarlo nelle pagine che seguono. Una cosa interessante che mi preme tuttavia evidenziare fin da ora è questa: la questione dei subprime (prestiti a lunga scadenza garantiti da ipoteca immobiliare) ha senz'altro giocato un ruolo nel recente crack finanziario, ma non sembra essere stata così centrale come generalmente si crede. Sussistono infatti questioni legate al commercio del petrolio e alla complessità della globalizzazione che sono verosimilmente più importanti. Questo lo spiegherò meglio più oltre, dopo aver fatto un po' di cronistoria sulle origini della crisi dei subprime e sulla mania americana del credito.

L'utilità di Internet

Secondo una leggenda che risale all'antichità greca un giorno il giovane Alessandro Magno che prendeva lezioni dal grande matematico Menecmo (oltre che da Aristotele) chiese al suo maestro se non vi fosse per caso un metodo spiccio per apprendere i suoi difficili insegnamenti. Menecmo rispose con rispetto, ma anche con risolutezza e forse perfino con un pizzico d'ironia: "Maestà, non v'è alcuna strada regale per giungere alla comprensione della geometria". Oggi i re sono molto rari, ma le illusorie strade regali hanno conservato un'immutata attrattiva, anche perché seguendole ci si può sentire un po' re e un po' grandi saggi. Si dovrebbe però cominciare a dubitare di chi, come la tv o altri media, le indica come fossero autostrade, giacché quando le si percorre ci si ritrova circondati da un po' troppi altri re e altri saggi. In effetti, la saggezza vera non è cosa da tutti. La saggezza vera non è insomma la saggezza convenzionale.

La saggezza convenzionale fa spesso leva sull'opinione di alcuni esperti o presunti tali che vengono interpellati alla bisogna. Ma non necessariamente gli esperti che vediamo in tv sono i migliori, non necessariamente dicono tutto, non necessariamente sono obiettivi e non necessariamente sono indipendenti. Eppure, per il fatto stesso che compaiono sullo schermo possono esercitare leve formidabili. Non bisognerebbe mai dimenticare che gli esperti possono disporre a proprio uso e costume del vantaggio professionale di cui godono. Facciamo un esempio. Se andiamo da un agente immobiliare per vendere o comprare una casa dobbiamo mettere in conto che quest'ultimo, diversamente da noi, conosca molto bene i prezzi del rione o della città e che, proprio per questo, ci racconti eventualmente alcune balle, ottenendo qualche plus commerciale. È questa una condizione nota come "asimmetria informativa".

Oggi disponiamo però di uno strumento per limitare l'asimmetria informativa: Internet. I prezzi degli immobili, ad esempio, sono consultabili via web, senza girare come trottole da un portone all'altro. Lo stesso vale per altri settori e, più in generale, per le informazioni scientifiche, politiche o economiche. La tv e Internet presentano molti punti di contatto, sia in senso tecnico che per i contenuti. Tuttavia, si tratta ancora (per fortuna) di due mondi separati. Molti quotidiani hanno una versione web, ma sussistono anche diversi giornali on line che non hanno un corrispettivo cartaceo. E, ancora, alcune testate dispongono di una versione web che è diversa da quella cartacea. Internet si pone insomma come una fonte d'informazioni realmente ricca e alternativa. Le stupidaggini non mancano, ma basta sapere pazientemente cercare e attentamente confrontare. In questo la responsabilità è tutta nostra.

C'è un aforisma di Galbraith che recita: "I nemici della saggezza convenzionale non sono le idee, ma la marcia degli eventi". Tuttavia, Internet può forse lavorare a favore prima che gli eventi ci travolgano, marciando questi ultimi, manco a dirlo, lungo strade ben differenti da quelle regali. Oggi gli esperti si esprimono su Internet come alla tv, con la differenza che nel web sono molti di più, che parlano da diverse parti o culture del mondo, che hanno ottiche diverse e che spesso vengono commentati da altri esperti. Tutto questo basta per arrivare dritto al cuore dei problemi moderni? Forse no, ma è un buon inizio dialettico. Questo scritto si basa sulla lettura di alcuni testi di economia classici e più recenti, ma anche sul confronto di informazioni reperite via web. Ed è soprattutto per questo secondo fattore che si distacca nettamente dalla saggezza convenzionale del momento.

Le altalene della saggezza convenzionale

La saggezza convenzionale non è solo quel corpus di opinioni che prevale in periodi di relativa stabilità, ma anche l'insieme delle reazioni che si compattano in seguito a grandi sconvolgimenti sociali, politici o, nella fattispecie, economici. In questi mesi si è fatta largo con sorprendente velocità l'idea che la crisi che stiamo vivendo derivi unicamente dagli eccessi di una finanza giudicata "autoreferenziale", cioè focalizzata interamente su sé stessa e sulla costruzione di "castelli di carta", lontano dai reali meccanismi di produzione di ricchezza e quindi laddove sarebbe più facile gonfiare ad arte valori fittizi, essendo in questo favorita dalla mancanza di regole. Insomma, il nemico sarebbe rappresentato da un'élite di manovratori spregiudicati che si muove indisturbato a caccia di prede come uno squalo in mare aperto. Che nella finanza nuotino alcuni predatori è poco ma sicuro, ma forse questo non implica che la finanza tenda per propria natura a qualcosa di pernicioso. O no? E forse le regole possono talora anche peggiorare la situazione. O no? È quello che dobbiamo cercare di capire.

La saggezza convenzionale ha dalla sua alcuni indubbi punti di forza. In genere è ben compresa da tutti, appare a prima vista come una spiegazione convincente di quanto accade e genera ampi consensi. È del resto per questi motivi ch'essa si pone come un ottimo capitale morale su cui investire, tanto per i media che vanno a caccia di audience, quanto per i politici che vogliono fare proseliti. Eppure, sono proprio i politici di alto rango a trovarsi spesso vicini a quelle figure contro le quali si rivolge la saggezza convenzionale che poi cavalcano. Tanto per fare un esempio finanziario, è questo il caso di Kenneth Lay, grande amico di George Bush e stroncato da un infarto nel 2006 dopo una condanna a 25 anni per il disastro dell'azienda di cui era amministratore e presidente, la Enron. E i media? Beh, i media sono quelli che, volendo, riescono a far

credere che sulla Terra siano scesi gli alieni, per riprendere la più grande bufala radiofonica di tutti i tempi, quella (involontariamente) messa in piedi da Orson Welles nel 1938 (prendendo spunto dal romanzo "La guerra dei mondi" di H.G.Wells). Tutto ciò dovrebbe metterci in guardia.

Il passo immediatamente successivo alla formazione della saggezza convenzionale è quello di andare a caccia dei colpevoli, come il Ceo della Lehman Brothers, tanto per citare un altro esempio, preso a pugni nella palestra della banca dopo le sue ammissioni di corresponsabilità nella gestione fallimentare del gruppo. Il signor Richard Fuld ha gravi colpe e, come lui, altri top manager che hanno dovuto portare i libri contabili in tribunale. Di positivo nella vicenda c'è il fatto che in America i vertici pagano quando sono colpevoli. Però, non dobbiamo dimenticare che fino a poco prima della bancarotta figure come quella di Fuld erano osannate dai dipendenti (ora a spasso) i quali percepivano bonus più che succulenti a fine anno. Per tacere dei clienti, ben soddisfatti degli alti guadagni provenienti dai loro investimenti in titoli. Nell'anno 2002 la finanza Usa generava quasi la metà dei profitti nazionali e tutti erano contenti. Finché le cose andavano bene era un vero e proprio tabù parlare male dell'approccio alla finanza dei grandi sistemi di credito.

Ora, in piena crisi, persone come Fuld sono maledette ed è diventato d'obbligo gettare fango sulle gestioni finanziarie di poco tempo fa. Molti operatori finanziari (non solo statunitensi) possono raccontare delle pressioni che hanno ricevuto in questi anni dai vertici aziendali per vendere ai clienti titoli non esattamente difensivi. E succede che quegli stessi capi si lamentino adesso con i sottoposti per il comportamento dei suddetti prodotti. Come dunque si nota, uno dei gravi problemi della saggezza convenzionale è ch'essa ha lo sguardo corto e quindi non sembra portare a dei riferimenti fissi e affidabili, né tra un vasto pubblico clientelare, né nelle cerchia dei professionisti.

Se guardiamo sul lungo orizzonte alla storia economica degli Usa scorgiamo un paese che soccombe più volte sotto il peso delle proprie esuberanze e poi risorge con grande volontà, ma spesso avviandosi verso nuovi eccessi. I pionieri, con tutti i difetti che potevano avere, erano persone concrete che fondavano la vita sulle loro possibilità lavorative. Oggi, invece, una famiglia media Usa è indebita al 170% rispetto al proprio capitale. L'Europa sembra più moderata, ma non è immune da questa dinamica altalenante, anche perché è inevitabilmente agganciata alla locomotiva yankee. Ciò che premia l'America è il suo atteggiamento visionario, la sua propensione all'impresa impossibile, ma è anche ciò che la mina. Ciò che premia l'Europa sono la sua prudenza e la sua sospettosità, gli stessi fattori che poi ne limitano lo sviluppo (ciò che ha in parte salvaguardato le banche italiane è, paradossalmente, la loro arretratezza nelle gestioni finanziarie). Comunque sia, tanto di qua quanto di là, dopo ogni grande crisi, oltre a qualche uomo eccellente dietro le sbarre e a qualche salto dalla finestra, si forma sempre qualche opinione di comodo che viene ostentatamente tirata in ballo e in onore della quale si apre un nuovo corso sociale ed economico.

Non v'è dubbio che la speculazione spinta sia un tratto che negli ultimi anni ha accompagnato grandi movimenti di capitale, tanto nel mondo occidentale quanto in Asia. Basta guardare alla quantità di titoli emessi e alla loro struttura intrinseca, sempre più complicata, così come basta considerare l'operato crescente delle grandi banche d'affari impegnate su questo fronte. La Lehman era considerata fino a pochi mesi fa una banca d'affari eccellente, operante nel solco di una tradizione di oculatezza e lungimiranza quasi bicentenaria. Siccome è fallita, i media deducono adesso che è semplicemente finita l'era delle banche d'affari. Come stanno le cose? Come mai è successo tutto questo? Perché queste altalene? È l'iniziativa dei finanziari che ha condotto al crack o ci sono alcuni fattori pregressi che hanno esercitato qualche influsso sulle loro scelte e sul mercato? I castelli di carta sono una causa o una conseguenza? Le banche d'affari sono davvero orci del capitalismo? E poi: la speculazione è per forza di cose qualcosa di negativo?

Cos'è la finanza

Prima di provare a rispondere a queste domande dovremmo intenderci almeno a grandi linee su cosa sia la finanza. Ebbene, la finanza è tutto ciò che in modo indissolubile ruota attorno ai movimenti di capitale e ai flussi liquidi che si producono nel tempo. Ripetiamolo: nel tempo. Si pensi al motto "Il tempo è denaro". Non è solo un modo di dire semplicistico, ma un dato di fatto nella scienza della finanza. L'aspetto temporale è al

cuore del concetto stesso di finanza. La parola “finanza” ha del resto un’etimologia imparentata con “finire”, giacché si riferisce a “pagare alla fine”, cioè dopo un certo lasso di tempo.

Avere 100 oggi o 100 domani non è la stessa cosa, perché nel frattempo quei 100 possono rendere qualcosa, perché nel frattempo i prezzi possono salire (inflazione), perché nel frattempo è differente la propria esposizione o, semplicemente, perché nel frattempo la facilità con cui i soldi vengono restituiti o richiesti può cambiare. Tutto questo viene debitamente quantizzato nella finanza. Il ragionamento finanziario implica dunque ipotesi sul futuro e sui rischi. E il rischio diventa un costo, qual è ad esempio l’interesse che si paga reiteratamente per poter usufruire di un prestito. Pagare alla fine, per riprendere l’etimologia di prima, equivale a chiedere un prestito, ossia usufruire di una fonte di finanziamento.

Ma perché i prestiti sono così importanti? Perché è grazie a loro che tutti possono provare a mettere a frutto le proprie idee, le proprie conoscenze e i propri strumenti. In un lontano passato erano soprattutto i regnanti o i potenti a loro vicini che finanziavano le attività dei singoli, quando credevano che ne valesse la pena. Oggi i finanziatori sono diffusi sul territorio e sono le banche, gli istituti di credito, i venture capitalist, eccetera. La finanza è necessaria alla produzione reale di ricchezza come l’olio è indispensabile per un motore. Senza finanza, cioè senza valutazioni sul futuro e, diciamo, senza assumersi qualche rischio, l’economia grippa e si arresta, con tutto ciò che di tragico ne consegue.

Un’impresa che cresca deve trovare le risorse per far fronte alle richieste del mercato ed è per questo che si trova spesso nelle condizioni d’indebitarsi (ad esempio, emettendo obbligazioni o chiedendo finanziamenti a banche). Del resto, se ha sempre un mucchio di liquidità è probabile che non gestisca al meglio il proprio business. Nel momento in cui accede al prestito l’impresa entra in un meccanismo temporale e quindi finanziario. Viceversa, nel momento in cui gli istituti di credito vanno in sofferenza le società clienti, private della liquidità, non possono procedere ad acquisti e investimenti e la difficoltà da finanziaria diventa economica. Le ristrettezze economiche finiscono per incidere sui consumi, il che aggrava la situazione generale. Questo è quanto successo in questi mesi.

Poi c’è la questione delle azioni. Quando un’impresa distribuisce la proprietà mediante azioni attiva contestualmente una contrattazione finanziaria (tipicamente in borsa) che immancabilmente la coinvolge. Considerando le tradizioni, le risorse umane, la storia, uno potrebbe dire che un’azienda valga più del prezzo delle proprie azioni. Ed è per questo che i magnati di Wall Street o di qualunque altra importante piazza borsistica possono essere talora visti come dei saccheggiatori. Tuttavia, alla fine è sempre e solo una questione di quanto si è disposti a spendere per acquistare un pezzo di proprietà di un’impresa. Domanda e offerta. Anche qui è il futuro a risultare discriminante, cioè quanto il mercato, a torto o a ragione, si aspetta che un’azienda faccia nel corso del tempo. La sfiducia sulla domanda è quanto ha depresso il sistema borsistico in queste ultime fasi.

Si diceva dei prestiti. Chi presta denaro naturalmente non lo fa gratis, dato che si accolla un rischio e dato che anche il denaro prestato sottosta alla legge della domanda e dell’offerta, come avviene in qualunque altro genere di compravendita. D’altronde, se uno riesce a far rendere il denaro prestato più di quanto non lo paghi troverà sempre più convenienza a lavorare con le finanze altrui, piuttosto che con le proprie. Questo è grosso modo lo sfruttamento della “leva finanziaria” di cui tanto si parla in questi giorni. S’intuisce che tale leva è un’arma a doppio taglio, dal momento che se si sbaglia nelle previsioni il rendimento positivo diventa una passività. Uno strumento finanziario non è buono o cattivo in sé, lo è per rapporto all’uso che se ne fa.

Oggi, dopo quanto è successo, l’acquisto speculativo di aziende terze mediante forte indebitamento (leverage buy out) è visto come un’operazione sconsiderata. Eppure, negli Usa degli anni ’80 ciò ha permesso a molte società di migliorare la propria efficienza, salvandone altre, a beneficio non solo dei dipendenti, ma di tutto il mercato. Ripetiamolo ancora: finanza ed economia sono indissolubilmente legate, tanto in circoli virtuosi, quanto in quelli viziosi. Non è possibile concepire una società che si basi sul libero scambio nel mercato, come la nostra, e che sia priva di finanza. Lo sviluppo dell’economia capitalista richiederà sempre e comunque che qualcuno richieda supporti e affronti qualche rischio. In conclusione, pensare di abolire o vincolare graniticamente la finanza per aggirare i rischi è semplicemente folle ed è esattamente come buttare il bambino insieme all’acqua sporca, per usare un modo di dire tipico.

Quante e quali regole?

Si dirà allora che è una questione di misura, ovvero si dirà che l'aspetto finanziario non deve essere gonfiato a detrimento di quello economico. In effetti, qualche sospetto deve venire se un imprenditore trova sistematicamente più conveniente investire le risorse finanziarie in ulteriori attività finanziarie, piuttosto che nel proprio business. Tuttavia, chi e come stabilisce quando questo meccanismo è un male e quando (leverage degli anni '80) porta invece dei benefici all'economia? Chi e come stabilisce quando la finanza non costituisce una fase di passaggio e prende definitivamente il sopravvento sull'economia? Chi e come stabilisce quando un rischio è accettabile e quando invece rispecchia una speculazione pura? Quante regole occorrono contro l'avidità che finiscono per tarpare le ali anche alle iniziative? Come mai le nazioni che hanno un sistema di regole economico-finanziarie più rigido non sono necessariamente quelle dove la crisi è stata meno intensa?

Poiché nessuno ha la sfera di cristallo, porre dei paletti su questo terreno non solo è molto difficile, ma risulta anche pericoloso, giacché comporta l'eventualità di un potere discrezionale di caratteristiche profondamente antidemocratiche. Il rischio economico-finanziario non potrà mai essere del tutto controllato, a meno di non accettare un rischio ben peggiore, quello dell'economia privata dell'imprenditoria. Nei paesi dell'Unione Sovietica c'era una sola regola economico-finanziaria draconiana: non era ammessa l'iniziativa privata, quindi era abolito ogni rischio d'impresa, ogni finanziamento e ogni speculazione; lo Stato pensava al reddito. Lo Stato era in pratica l'unico imprenditore. Però, libertà politiche e di espressione a parte, il fattore primario che alla fine ha fatto fallire quel sistema livellato è stata proprio una crisi finanziaria generalizzata: non c'erano più soldi per quell'unico imprenditore e quindi nemmeno per i suoi dipendenti.

L'invocazione ripetuta delle regole sembra esordire dall'attitudine a puntare un dito accusatore contro le malversazioni dei grandi investitori, tipicamente quelli che hanno "cartolarizzato" in modo poco trasparente i titoli subprime, impacchettandoli insieme ad altri titoli meno rischiosi e quindi confondendo le carte in tavola. Le norme da scrivere o riscrivere rispecchiano nell'immaginazione comune l'esigenza di proteggere il mercato e i risparmiatori da comportamenti non etici, voraci o azzardati. In realtà, l'etica è un prodotto della cultura, più che di un formalismo normativo. La cultura viene più dallo studio e dalla conoscenza che dai divieti. Nessun sistema di divieti potrà mai rendere un operatore finanziario una creatura etica se già nella sua mente non risiedono dei valori di questo genere. Anzi, le regole, che non sono mai perfette, possono in certe condizioni avallare comportamenti scorretti.

Tutto questo significa che dobbiamo fare a meno delle regole? Niente affatto. I timori di una deregulation selvaggia dei mercati erano e restano legittimi. Ma si tratta anche di valutare bene dove stiano le reali insidie. Non sembra ragionevole credere che l'avidità e l'imprudenza abbiano invaso l'animo umano in un sol colpo, generando nel XXI secolo più squali di quanti non siano mai esistiti in passato. Noi umani siamo generosi o avidi e prudenti o sconsiderati più o meno nella stessa misura da qualche millennio a questa parte. Ma quello che è cambiato, e anche tanto, sono le condizioni in cui ci muoviamo.

C'è un proverbio che dice che è l'occasione a fare il ladro. Ecco, magari non serve molto ricercare con animo da rivendicatore quali siano le situazioni in cui chi ha alte responsabilità inizia bellamente a rubare a destra e a manca; queste sono valutazioni specifiche che si devono lasciare al sistema giudiziario. Certamente, però, serve comprendere come si sia modificato l'habitat generale in cui agiscono i grandi decisori e i grandi investitori. Comprendere è quello che avrebbero dovuto fare soprattutto la Sec (Securities and Exchange Commission, la Cosob degli americani), la Fed (Federal Reserve, la banca centrale Usa) e tanti altri, tra supervisor e autorità. Entriamo dunque nel merito della questione.

La questione del "fair value"

Come si accennava, non è utile produrre una miriade di regole finanziarie se non si è in grado di guardare oltre le regole stesse o, peggio, se per errore si generano con esse dei gravi danni. Lo insegna anche una vicenda critica che riguarda proprio i famigerati titoli subprime che sembrano aver innescato questa crisi.

Vediamo dunque di che si tratta. Negli Usa è stata varata nel settembre 2006 una nuova norma per i titoli registrati nel bilancio delle imprese. Questa regola, fissata dal Fasb (Financial Accounting Standards Board) e nota come Fas 157, è divenuta applicabile per lo più nel 2008, proprio l'anno della grande crisi. La Fas 157 è l'erede di una serie di altre normative mediante le quali si è sempre cercato di fissare quale fosse il valore corretto, il cosiddetto "fair value", da attribuire alla parte finanziaria dell'attivo di un'azienda.

Senza farla troppo lunga, la Fas 157 obbliga una società a registrare a bilancio il valore "mark to market" di un titolo, cioè quello effettivo di mercato o presunto tale in base ad alcuni calcoli, non quello storico di compravendita, ovvero non quello al costo. Prendiamo allora i titoli derivati dall'accensione dei mutui, appunto i subprime. Le rate pagate dai mutuatari concorrono a fornire il flusso di cassa periodico di questi titoli, come fossero delle specie di obbligazioni. Ecco però che con le prime insolvenze da parte dei mutuatari quei titoli iniziano a diventare poco appetibili. A quel punto che succede? Entra in ballo la Fas 157. Il valore dei subprime scende e i loro detentori devono aggiornare i bilanci, ribassando gli attivi. Ma questo significa che quelle aziende, poniamo la Lehman, vedono purtroppo incrementare la propria esposizione (rapporto tra debiti e mezzi propri). Scatta allora il meccanismo di controllo, cioè entra in azione la Sec che veglia sulle transazioni finanziarie e sui relativi rischi. Che fa la Sec? Obbliga società come la Lehman a disfarsi di quei titoli e anche di altri per ridurre il rischio connesso con un'eccessiva esposizione.

Così, da un lato quei titoli vanno ad intossicare terzi, dall'altro la società rinuncia ai flussi di cassa che, seppur ridotti per l'insolvenza, quei titoli avrebbero certamente ancora reso nel corso del tempo. Ma non è finita. Infatti, la vendita massiccia di subprime e di altri titoli da parte delle grandi istituzioni decreta un ulteriore infossamento nei valori di mercato. Si producono allora nuove ondate di vendita obbligata, di mancati flussi di cassa e di diminuzione generale dei valori borsistici. Una spirale perversa. Va detto che sono molti gli esperti sicuri nell'inquadrare la questione della Fas 157 nei termini descritti. Ma non tutti lo fanno. D'altra parte, è altrettanto vero che nessuno abbia escluso con certezza che le cose siano andate proprio in quel modo.

Resta insomma molto più di un dubbio e ciò si porta appresso almeno un vantaggio: insegna che non è mai detto a priori che basti rifarsi a degli automatismi di controllo per cautelarsi dai rischi finanziari gravi. Nel caso in esame è verosimile che proprio l'applicazione indiscriminata da parte della Sec della regola sul fair value, pensata per diminuire il rischio di esposizione, abbia esaltato il rischio medesimo, bruciando in poco tempo quantitativi enormi di liquidità e concorrendo alla bancarotta di gruppi come quello della Lehman. La natura complessa del titolo, un automatismo non soppesato e una norma prudenziale rigida hanno creato una commistione finanziaria distruttiva.

La deregulation del 1999

Si diceva che la deregulation selvaggia è certamente un fattore su cui nutrire timori. Però, a ben vedere, bisognerebbe intendersi meglio sull'aggettivo "selvaggia". Sì, perché per taluni il mercato diventa selvaggio non appena gli viene concesso un po' di spazio di manovra. Vi sono delle persone che pensano che il mercato risulti tanto più pericoloso per tutti quante più libertà gli vengano concesse. Secondo quest'opinione il sistema consumistico è di suo più responsabile di spirali autodistruttive che capace di esercitare azioni di compensazione. La deregulation che molti critici prendono ora di mira risale al 1999.

Il riferimento va qui a una normativa nota come "Glass Steagall Act", stabilita negli Usa nel 1933 a seguito del grande crack borsistico del 1929. Tutto nacque dal fatto che le commissioni d'inchiesta (come il "Pecora Committee") avevano individuato l'origine di alcuni fallimenti nei movimenti di obbligazioni effettuati dalle banche. Quali movimenti? I revisori avevano in pratica osservato che una banca tradizionale poteva collocare nel portafoglio dei clienti i prestiti scottanti concessi ad altre imprese, di fatto trasferendo direttamente ai primi il rischio d'insolvenza delle seconde. Questo apparve come un eclatante abuso informativo o, per meglio dire, come un conflitto d'interesse.

Con l'applicazione della nuova regola si vietava alle banche tradizionali di praticare ogni operazione di compravendita relativa ai titoli emessi da imprese private cui le banche stesse avevano concesso prestiti. Veniva così impedito che le conoscenze di una banca sulla rischiosità di certe aziende venisse sfruttata a danno di ignari acquirenti (un caso di asimmetria informativa). Si noti che con questa restrizione epocale si decretò la netta distinzione operativa tra banche commerciali e banche d'affari. Le prime non potevano imbarcarsi in operazioni speculative, le seconde sì, ma allora senza svolgere la consueta funzione di deposito. Tuttavia, nel 1999 il Congresso Usa e il presidente Bill Clinton procedettero all'abrogazione della normativa (mediante il Gramm-Leach-Bliley Act, passato al Senato con maggioranza schiacciante), abbattendo la parete eretta quasi settant'anni prima tra i due generi gestionali. Come si diceva, alcuni ritengono oggi che quell'abrogazione sia stata una manovra deleteria.

È del resto in virtù delle nuove libertà concesse nel 1999 dallo Stato americano che la Citicorp e la Travelers poterono fondersi, dando corpo a Citigroup, un colosso bancario fondato tradizionalmente sul solo deposito, eppure entrato in modo centripeto nell'ultima bufera finanziaria. Nella vicenda in oggetto il conflitto d'interessi sembra assurgere a livelli elevati, giacché Robert Rubin, già ministro del Tesoro di Clinton e uno dei maggiori fautori dell'abrogazione del Glass Steagall Act, divenne presidente della Citigroup. Questi spinse tra l'altro per un business sempre più vitaminizzato in senso finanziario. Ed è lo stesso Rubin che di recente ha interceduto con successo, affinché Citigroup riuscisse (diversamente da altri) a ottenere dallo Stato americano i supporti necessari per superare la crisi, peraltro senza nemmeno modificare il top management. Non dimentichiamo infine che Rubin è attualmente consigliere del presidente Barack Obama, il che a detta dei critici sembra trascinare in maniera preoccupante il conflitto d'interessi verso il futuro.

Non si può negare che l'abolizione degli steccati eretti dal Glass Steagall Act abbia concorso a incrementare la propensione al rischio di alcune banche americane e abbia reso l'intero sistema più sensibile alla pressione di eventuali commistioni politico-finanziarie. Ma questo è solo un lato della medaglia. In effetti, siccome quella normativa è stata abrogata a larghissima maggioranza, una ragione ci deve essere ed è ora doveroso considerare quale essa sia. Ebbene, se nei critici anni '30 i timori di un abuso dei conflitti d'interesse hanno condotto a conclusioni negative piuttosto univoche, analisi effettuate successivamente hanno invece messo in mostra una situazione ben diversa. In particolare, si può appurare dai numerosi dati a disposizione che i titoli piazzati prima del Glass Steagall Act dalle banche commerciali hanno accusato molto meno problemi di quelli impiegati nelle transazioni delle banche d'affari. Come mai? La ragione è in fondo banale: le banche che dispongono di informazioni sui clienti e su cosa stia dietro l'emissione di titoli di credito operano meglio sul mercato di quei titoli.

In sostanza, ciò che da un certo punto di vista si delinea come una minaccia informativa si pone sotto altri aspetti come un vantaggio competitivo e dunque come una garanzia sulla limitazione del rischio. Ulteriori ricerche hanno poi evidenziato che il mercato diventa presto consapevole di queste circostanze e riesce a regolarsi bene tra pro e contra, soprattutto se il sistema funziona in regime di trasparenza e sottosta a un controllo serio. In queste condizioni le opportunità d'investimento e le iniziative si moltiplicano. Ed è proprio in base a queste evidenze che il governo Usa ha deciso nel 1999 di abrogare il vincolante Glass Steagall Act. Va a questo punto precisato che se non sono pochi i critici della deregulation sottoscritta da Clinton molti di più la reputano a tutt'oggi una manovra azzeccata, anche se adesso queste esternazioni sono controcorrente e offuscate dalla saggezza convenzionale.

Occorre peraltro precisare che l'abrogazione della norma del 1933 non ha affatto comportato una deregulation selvaggia, come alcuni vorrebbero far credere. Il fatto che dopo il 1999 i vincoli operativi che separavano le banche di deposito da quelle d'investimenti non fossero più così rigidi, non ha significato che le banche medesime non fossero più tenute a dare delle garanzie ai risparmiatori, ai dipendenti e allo Stato. Vanno poi annoverate le questioni inerenti le ricapitalizzazioni e le fusioni. In effetti, come lo stesso Clinton ha sottolineato, l'acquisizione della Merrill Lynch da parte della Bank of America ha contribuito non poco a stabilizzare i mercati finanziari indeboliti, ma non sarebbe stata possibile se il Glass Steagall Act fosse stato ancora in vigore.

Sta inoltre diventando sempre più chiaro che la deregulation ha permesso di distribuire il rischio finanziario su più paesi nel mondo e più tipologie di prodotto, evitando quindi le concentrazioni pericolose e mitigando gli effetti dell'ultima crisi. In definitiva, non sussistono elementi per ritenere che la deregulation del 1999 sia responsabile dell'ultimo crack finanziario, mentre vi sono varie indicazioni che abbia potuto contenerlo.

L'economia reaganiana

La statistica è quella cosa che ci dice che quando abbiamo la testa nel forno e i piedi nel frigorifero stiamo mediamente bene, scriveva con umorismo Luciano De Crescenzo nel 1977. In effetti, la statistica è una disciplina complessa che richiede interpretazioni attente. Se usata con sagacia permette però di scorgere tra i numeri verità insospettabili. Chi si occupa di analisi statistiche conosce bene il concetto di correlazione. La correlazione si ha quando due variabili appaiono in qualche modo legate. Ma la correlazione non implica che tra quelle due variabili ci sia un chiaro rapporto causale, anche se così sembra. Per intenderci se A e B appaiono correlate potrebbe essere che A sia la causa di B, ma anche che B sia la causa di A. E potrebbe anche essere che tanto A quanto B siano entrambe effetti di una causa più recondita.

La saggezza convenzionale di adesso la fa molto più semplice: si è sviluppata troppa finanza, quindi è scoppiata la crisi. A, quindi B, punto. Dopo quanto detto, potremmo tuttavia sostenere l'inverso: B quindi A, cioè il sistema è andato in sofferenza, quindi la finanza si è espansa. In questa ottica, il crack sarebbe solo l'ultimo atto di una problematica che era sorta già prima. Possiamo sostenere questa posizione che ribalta la saggezza convenzionale? Tra gli esperti c'è chi lo fa a gran voce, ma con poca eco sui giornali e in tv. Perché? Per lo stesso motivo per cui è difficile far superare a un individuo la paura nera di volare, comunicandogli che l'aereo è statisticamente il mezzo più sicuro per chilometro coperto. La saggezza convenzionale è inevitabilmente intrisa di aspetti irrazionali che appaiono difficilmente eliminabili.

La tesi di chi ribalta il rapporto causale del momento è grosso modo la seguente: con l'introduzione un quarto di secolo addietro di un rinnovato sistema consumistico americano in cui sono state esaltate le disparità di guadagno individuale i consumi sono calati, ostacolando i circoli virtuosi economici e quindi fomentando ripieghi finanziari. Per intenderci, un classico circolo virtuoso è questo: più acquisti di beni da parte del pubblico, più investimenti; più investimenti, più vendite; più vendite, più occupazione; più occupazione, più acquisti. Se non ci sono consumi la spirale dei "più" diventa una spirale dei "meno". Già, ma da dove vengono le suddette differenze nella ricchezza individuale che deprimono la domanda? E di quali ripieghi finanziari stiamo parlando?

Per rispondere dobbiamo riferirci alla politica economica di Reagan, applicata negli Usa a partire dagli anni '80 e poi seguita in parte anche in Europa, soprattutto dalla Thatcher nel Regno Unito. Queste impostazioni hanno favorito le classi più abbienti e l'imprenditoria, nella speranza di dare libero sfogo all'iniziativa e all'innovazione. Tuttavia, esse sono andate a scapito dei lavoratori di fascia economica intermedia e bassa, ossia di una grande fetta della popolazione. In pratica, molte aziende erano fiscalmente supportate dai governi, ma poi non potevano contare sui consumi del mercato impoverito cui si rivolgevano. Nessun problema per i settori del lusso, ma gli altri, che sono la maggioranza, ristagnavano.

Si è di conseguenza attivata una ricerca di fattori che potessero stimolare un più largo consumo. Le aziende hanno iniziato a vendere sempre di più a rate, a concedere finanziamenti, a basare le compravendite sull'utilizzo della carta di credito e via discorrendo. Tutto era finalizzato a far sì che anche chi non poteva prima permettersi certi beni e certi servizi trovasse il modo di ottenerli ugualmente, rinviando nel tempo il problema del pagamento. In sostanza, questo è il punto, si è passati da un consumo basato sul reddito a un consumo basato sul debito, anche se si sono trovati poi innumerevoli escamotage pubblicitari per non farlo apparire come tale (si pensi ad esempio al concetto delle "comode rate" o al "prendi oggi, paghi domani"). In questo noi europei siamo rimasti qualche passo indietro rispetto agli americani, ma non si può negare che la finanza creativa stia facendosi largo anche da noi. Chi oggi compra un'auto nuova, ad esempio, difficilmente riuscirà a trarre maggiori sconti da un pagamento cash, poiché il leasing o il finanziamento sono diventati imperanti.

Effettivamente, la strategia creditizia ha permesso all'economia di girare meglio. Negli Usa la concessione di mutui agevolati ha fatto sì che molti immigrati in condizioni pessime ottenessero una casa e s'integrassero più facilmente nella popolazione, concorrendo poi al Pil e onorando infine i debiti. Il rovescio della medaglia della "credit mania" è che a un bel momento gli stessi processi che in passato si erano rivelati vantaggiosi nel volgere di qualche anno si sono trasformati in distruttivi. Si è giunti a un debito accumulato di 51 mila miliardi di dollari a fronte di un Pil di 14 mila miliardi di dollari. Come dire che il debito ha superato di oltre tre volte e mezza la produzione annuale di ricchezza (l'Italia è anch'essa messa male, ma qui è lo Stato ad avere un debito che è 2 volte il Pil). Come dire che il rischio collettivo accettato per alimentare l'economia è cresciuto molto più dell'economia stessa. Come dire, insomma, che si è teso troppo l'elastico, soprattutto nella vendita degli immobili. E l'elastico si è infine rotto, proprio a cominciare dai subprime. Ma l'elastico avrebbe potuto tornare a contrarsi.

Freddy Mac e Fannie Mae

Sarebbe dunque bastato che lo Stato ricorresse a politiche fiscali e salariali che assicurassero maggiore omogeneità di potere d'acquisto? È senz'altro possibile, ma occorre anche riconoscere che trovare e mantenere il giusto compromesso tra pressione fiscale, distribuzione dei redditi, indebitamento pubblico e incentivi per la produttività non è mai stato un gioco da ragazzi per nessun governo, né politicamente, né tecnicamente. Quello che è certo è che le autorità avrebbero dovuto a un certo punto frenare la rincorsa ai mutui rischiosi. Invece, incuranti dei segnali d'allerta che circolavano, esse hanno fatto esattamente il contrario per varie legislazioni, da Clinton a Bush, fiduciose che il principio "una casa per tutti" avrebbe stabilito delle condizioni ideali per cementare la società, divisa da disparità non indifferenti. Convinti che i conti sarebbero stati prima o poi pareggiati e i debiti estinti, hanno spostato sempre più in là quel "poi".

Tutto questo succedeva in un paese con una domanda interna di beni e servizi ormai alquanto sostenuta, capace di guardare alle sfide del futuro con impegno, risorse impiantistiche e know-how considerevoli, capace quindi di realizzare prodotti interni lordi fenomenali, ma anche una società in cui la povertà si era drammaticamente accresciuta, dov'era facile passare dalla dirigenza alle notti passate in un autobus, dove 40 milioni di persone erano prive di copertura sanitaria e molti disoccupati non usufruivano di sussidio statale. L'America è a tutt'oggi un paese caratterizzato da polarità economiche sconosciute tra le nazioni europee più avanzate. Questo ha generato incertezza e preoccupazione tra le famiglie. La casa ha senz'altro rappresentato un punto di riferimento per guardare al futuro con maggiore fiducia.

Come hanno fatto le autorità governative a sostenere in queste condizioni l'acquisto di immobili da parte dei meno abbienti? Lo hanno fatto appellandosi all'intermediazione di grandi agenzie specializzate, quali le banche semipubbliche Freddy Mac e Fannie Mae (recentemente salvate in extremis da una nazionalizzazione). Fu Clinton nel 1999 a fare per primo grandi pressioni, affinché queste società di housing acquistassero in massa i prestiti subprime emessi dalle banche per l'acquisto di case e rigirassero i mutui a condizioni favorevoli ai soggetti a basso reddito. Condizioni favorevoli significa accesso facile al debito per la casa, ovvero accesso senza o con poco anticipo e senza troppe pretese sugli stipendi.

Ma non è che Freddy Mac e Fannie Mae fossero dei buoni samaritani. Infatti, i prestiti che ricevevano a tassi di sconto particolarmente vantaggiosi non venivano rigirati con la stessa convenienza ai mutuatari cui veniva invece caricato l'onere di interessi più elevati. Facendo leva su questo divario, i due grandi istituti fecero in qualche anno soldi a palate. Ma erano soldi solo sulla carta, cioè con una base di clienti quantomeno dubbia e una riserva di capitale liquido proporzionalmente alquanto scarsa. A questo punto l'allora governatore della Fed, Alan Greenspan, si preoccupò non poco per l'esposizione generale e fece suonare il campanello d'allarme. Tuttavia, le sue forti critiche a nulla valsero al cospetto del Congresso che, soprattutto per opera dei democratici, permise nel 2005 ai due gruppi (peraltro nel frattempo colpiti da alcuni scandali) di proseguire imperterriti lungo la loro strada.

Così, le due banche parapubbliche, guidate da decisioni più politiche che finanziarie, allargarono ulteriormente il portafoglio dei clienti e il fronte della rischiosità. Questa era del resto la direttiva

congressuale. In quello stesso anno ci fu in verità un disegno di legge repubblicano finalizzato a impedire che una banca che godesse di speciali supporti governativi potesse giocare col portafoglio dei clienti. Proprio quello che ci voleva. Tuttavia, i democratici fecero fallire anche questa riforma; del resto, il piano dei subprime è sempre stato caldeggiato dalla sinistra Usa. Il fatto è che la rincorsa alla casa si era ormai avviata. La convenienza dei subprime attirava molti acquirenti e gli immobili tendevano ovunque ad aumentare di prezzo. Le banche, proprietarie degli stessi, confidavano perciò di avere dei capitali molto solidi in mano. Ed ecco che allora offrivano nuovi contratti di mutuo. Nel frattempo, come sappiamo, i mutui venivano ulteriormente cartolarizzati in titoli (i subprime appunto) con ottimi interessi, superiori a quelli di un comune titolo di Stato (tipo Bot).

Alla fine il mercato si è però saturato e le insolvenze hanno iniziato a venire sempre più a galla. Il circolo virtuoso ha preso allora a scricchiolare, trasformandosi successivamente in vizioso. Quelli che avevano in mano i titoli di debito subprime non ricevevano più gli interessi. L'offerta di case era diventata ben più grande della domanda e i prezzi avevano imboccato la discesa. La corsa alla vendita, e quindi ai ribassi, non poté essere mitigata dai giorni di blocco alla compravendita disperatamente imposti dalle autorità. In alcune regioni il valore di mercato delle case era crollato del 40%. Freddy Mac e Fanny Mae s'impoverirono con una velocità molto più elevata di quella con cui si erano arricchite. Le parole rassicuranti di Bush non ebbero alcun peso di fronte alla realtà dei fatti. L'emotività dei mercati fece il resto.

Uno dei grandi problemi dei subprime sarebbe dunque dipeso dal comportamento aggressivo delle istituzioni che siglavano contratti subprime sotto mandato del Congresso? Sicuramente. Queste organizzazioni, vista anche la natura sociale del mandato in un ambiente economico in parte critico e impoverito, non avrebbero dovuto essere indotte a esercitare una leva finanziaria tra i prestiti che ricevevano e i crediti che concedevano. In tal modo ci sarebbero stati meno casi d'insolvenza. Ma, soprattutto, senza la speculazione avallata dalla politica si sarebbero accesi meno mutui. È ben curioso considerare adesso (come dicono osservatori autorevoli) che i politici americani che alimentano l'attuale saggezza convenzionale siano i medesimi che qualche anno fa bocciarono il disegno di legge sulla limitazione del portafoglio clienti da parte delle aziende che godono di ausili governativi.

Il "moral hazard"

Tutto ciò non toglie ovviamente che anche diversi gruppi finanziari privati abbiano sbagliato, inserendosi nel gioco senza troppo guardare dietro le quinte. Ma se l'hanno fatto è perché il gioco era stato ideato dalle autorità statali che, come tali, appaiono sempre garanti di condizioni sicure. Un buon controllo sul rischio pensavano di averlo anche gli acquirenti delle case. Non dovendo esborsare cifre significative per gli anticipi, dovendo fornire attestati economici minimi, avendo rate iniziali leggere da pagare e sapendo che dietro tutto c'era l'iniziativa pubblica, l'investimento sembrava loro più facile e sereno. Così, molti non si sono resi conto esattamente di quanto sarebbe stato preteso nel corso degli anni in cambio delle mura. Considerazioni analoghe valgono per tutte le società e le banche che si sono trovate per le mani i titoli subprime.

Diciamo che questa storia ha insegnato a tutti, offerenti e compratori, che la percezione del rischio e il rischio reale possono essere due cose molto diverse. Come la pubblicità può innalzare il valore percepito di un bene al di sopra di quello reale, così la spinta governativa ha abbassato il rischio percepito al di sotto di quello effettivo. Una corretta valutazione del rischio è esattamente quanto la scienza della finanza insegna a ritenere discriminante. In condizioni ritenute scarsamente rischiose la cautela scema e aumentano le inefficienze, una circostanza piuttosto nota in economia. Esiste un termine tecnico per questa circostanza, introdotto inizialmente nel campo delle assicurazioni: "moral hazard" (azzardo morale).

Facciamo un esempio spiccio. Un collaudatore di auto porta dei clienti iscritti a un evento speciale a fare un giro in pista con l'ultimo modello sportivo della casa. All'ultimo momento, come talvolta capita, un cliente non iscrittosi alla prova chiede anche lui di poter salire sull'auto per un giro col collaudatore. Quest'ultimo potrà acconsentire alla richiesta, tuttavia, vista la mancanza di assicurazione per il passeggero, si accollerà ben pochi rischi e guiderà molto più lentamente. Fannie Mae e Freddy Mac apparivano come delle specie di

assicuratori i cui premi erano pagati dal governo federale, il che ha elevato il moral hazard di tutti gli operatori che iniziarono a fare veloci giri in pista. Ma i politici non hanno la bacchetta magica e non possono ridurre rischi economico-finanziari che non sono riducibili, così come non si può cambiare la fisica dell'elettromagnetismo.

Questo pasticcio del "moral hazard" nasconde altre importanti implicazioni. In effetti, a ben vedere, potremmo sostenere che fosse il costo del denaro fissato dalla Fed a essere troppo basso, non l'interesse dei mutui troppo alto. In tal caso proprio Greenspan, che si lamentava della speculazione di Fannie Mae e Freddy Mac, sarebbe uno dei principali responsabili della crisi dei subprime. Greenspan ha infatti per anni tenuto basso il tasso di sconto con cui la Fed prestava soldi alle altre banche. La sua politica monetaria ha quindi favorito gli investimenti e i prestiti, oliando l'economia e creando posti di lavoro. La strategia ha funzionato bene per qualche anno, ma ha dato l'impressione di un ambiente a moderato livello di rischio, mentre invece non era così. Quando il denaro costa poco l'azzardo morale aumenta inevitabilmente. Ed è un guaio se la struttura sociale già cela in sé alcune tensioni e disparità economiche. Non a caso oggi Greenspan è nell'occhio di molte polemiche.

Da noi in Europa è successo il contrario. La Bce (Banca Centrale Europea) ha sempre mantenuto i tassi di sconto a livelli più sostenuti, malgrado le insistenze di diversi primi ministri. Così facendo, Duisenberg e Trichet, i suoi governatori, hanno frenato l'accesso al credito e quindi hanno nel corso del tempo contenuto gli investimenti industriali. L'economia non è allora riuscita a crescere come aveva fatto negli Usa, la disoccupazione è rimasta alta e gli erari nazionali hanno incassato meno. Tuttavia, l'atteggiamento prudentiale tenuto a Francoforte ha permesso all'Europa di sottrarsi all'azzardo morale e quindi di restare lontana da esposizioni paragonabili a quelle americane. Possiamo dire che ciò che ha concorso alla crescita Usa è anche ciò che l'ha spinto al dramma finanziario, mentre l'Europa ha pagato con uno sviluppo economico inferiore (in Italia molto inferiore) il controllo del moral hazard.

A questo punto, i sostenitori della sinistra americana avrebbero buone ragioni per affermare che la gran parte della crisi affondi le sue radici in un passato piuttosto lontano, quando il presidente Ronald Reagan conferì alla società statunitense un assetto economico con più sperequazioni reddituali e fiscali. Ma quegli stessi sostenitori avrebbero invece torto a indicare la deregulation come la causa di tutti i mali finanziari di oggi. Viceversa, i sostenitori della destra avrebbero ragione a puntare il dito contro il mancato intervento correttivo del Congresso nei confronti di banche come Fannie Mae e Freddy Mac, ma avrebbero torto a ritenere che i guadagni stratosferici del top management non si siano dimostrati un fattore pericoloso in un contesto speculativo (lo vedremo meglio dopo). Resta il fatto che tanto Bush quanto Clinton hanno esercitato pressioni finanziarie senza le quali probabilmente il moral hazard non sarebbe stato così incoraggiato e i subprime non sarebbero stati ciò che poi sono stati.

Gli shock petroliferi

Abbiamo appena visto come una finanza americana ipertrofica sia verosimilmente la conseguenza di una condizione economica critica e non viceversa. La politica reaganiana degli anni '80 e gli errori del dirigismo statale americano negli anni successivi non sono però le uniche cause scatenanti dell'attuale crisi. L'analisi attenta dei dati di mercato mostra infatti che hanno giocato un ruolo cruciale anche altri fattori internazionali che sembrano persino mettere in secondo piano la questione dei subprime. In particolare, lo studioso Jeff Rubin, chief economist alla CIBC (Canadian Imperial Bank Commerce), una delle maggiori banche canadesi, ritiene che sia doveroso focalizzare l'attenzione sull'andamento del prezzo del petrolio, una variabile critica nella nostra economia globalizzata. L'osservazione di Rubin ha fatto il giro del mondo ed è presa in seria considerazione da tutti i maggiori esperti di macroeconomia, tuttavia è ben curioso come l'attuale saggezza convenzionale non sembri volerla considerare, presa com'è dalla faccenda dei subprime.

La ragione primaria che conduce alle considerazioni di Rubin è di nuovo la correlazione: si può infatti osservare che dal 1970 (si rammenti l'"austerità") in poi le crisi economico-finanziarie e i rincari del petrolio si legano tra loro con sistematicità, in modo eclatante cinque volte su sei. Si sa del resto che l'economia è

ciclica e quest'altalena tra petrolio e produzione di ricchezza ne è senz'altro una delle manifestazioni. Tuttavia, si nota anche dai dati che ciò che segue un picco nei prezzi del barile è più caratterizzante di quanto non lo preceda, il che ci spinge a considerare il picco medesimo come una dinamica scatenante tipica (piuttosto che come una conseguenza ricorrente). Naturalmente, l'impatto petrolifero si esprime attraverso il costo dell'energia e quindi nella produzione e nei trasporti, oltre che negli oneri gestionali delle famiglie che pagano le bollette e la benzina e restano quindi con meno soldi per gli acquisti. Per non parlare della spinta all'inflazione. Ma la questione centrale è ora capire cosa succeda tra Pil e prezzo del barile in un'economia globalizzata.

Dobbiamo innanzitutto distinguere i paesi dell'Opec che esportano il greggio dai paesi industrializzati dell'Ocse che ne sono fortemente dipendenti. In genere, nei primi il tasso di risparmio è piuttosto pronunciato. Ad esempio, in Arabia Saudita si ha una media di accantonamento del 50%, a fronte di una media Opec che si attesta comunque sul 40% e che continua a crescere. Nei paesi industrializzati i consumatori tendono invece a spendere parecchio rispetto ai loro redditi. La media Ocse del risparmio è attualmente intorno al 5% ed è in declino. A essere più spendacciona (ma quindi anche più amica della produzione) è proprio la società del paese con il maggiore Pil: gli Usa. Ovviamente, la generazione di ricchezza dell'Ocse dipende dalla disponibilità di greggio proveniente in gran parte dai paesi dell'Opec.

Si genera così un flusso netto di capitali che passa dai paesi industrializzati e finisce nelle casse dei paesi esportatori di greggio. È vero che i paesi dell'Opec reinvestono una parte dei petrodollari incassati in titoli emessi dai paesi dell'Ocse, tuttavia ne resta un'aliquota decisamente cospicua che non viene spesa. Secondo i dati disponibili, dei 700 miliardi di dollari mediamente fatturati ogni anno dalle nazioni esportatrici di petrolio solo 300 sono nuovamente immessi nel circolo mondiale, gli altri 400 non vengono spesi e restano in loco, il che vuol dire che non vanno ad alimentare la domanda e quindi a sostenere l'economia mondiale. Così, l'Opec agisce per taluni versi come una sorta d'idrovora di capitali: più denaro viene reso disponibile grazie al petrolio e più aumenta la potenza dell'aspirazione.

Quando la richiesta dei paesi dell'Ocse cresce è ovvio che il prezzo del greggio salga. Ma, un po' come avviene in borsa con le azioni, la dinamica di compravendita dipende sensibilmente dalle previsioni sul futuro. Ecco allora che in certe circostanze speculative il prezzo del greggio può subire un'impennata. Per quanto appena stabilito, ciò implica che ci sia di colpo un aggravio nei costi energetici, nonché una più larga fetta di profitto mondiale che non viene speso o investito e quindi che subentri una forte depressione della domanda aggregata dei mercati. A questo punto l'economia cade inevitabilmente in recessione, cioè la crescita del Pil va a zero o sotto zero (non si produce valore aggiunto). Ovviamente, ne risentono poi anche gli stessi esportatori di greggio che si vedono costretti a ridurre sensibilmente il prezzo del barile e quindi a incassare di meno.

Conta più il greggio dei subprime

Oltre al livello del prezzo è la velocità con cui lo stesso viene raggiunto a risultare discriminante. Per alcune settimane la pugnata petrolifera non produce enormi effetti, ma presto il sistema va in sofferenza, come se la ferita si fosse infettata o abbia infine compromesso qualche organo vitale. Il peggio arriva in genere dopo un anno dal picco del greggio. Più dura l'ascesa prima della crisi e più le conseguenze della crisi medesima sono negative. Ma non tutti accusano il colpo allo stesso modo. Le economie che dipendono fortemente dalle importazioni dell'oro nero sono più vulnerabili. Tra queste si annoverano molte nazioni europee e, un po' meno, il Giappone. L'Italia risulta particolarmente fragile, mentre la Francia che può contare sull'energia nucleare ha qualche protezione in più. Gli Usa sono sulla carta meno sensibili, giacché, se è vero che consumano 7 miliardi di barili all'anno, ne producono in proprio circa 2 miliardi e hanno scorte notevoli, oltre che fonti alternative. In realtà anche gli Usa sono abbastanza esposti, seppur non come altre nazioni. L'industria automobilistica è infatti in America molto sviluppata ed è una delle più sensibili alle oscillazioni del barile, come si vede bene dai preoccupanti declini nelle vendite di queste settimane di Ford, General Motors e Chrysler.

Negli ultimi 7 anni il prezzo del greggio è cresciuto di ben cinque volte; solo negli ultimi 18 mesi di due volte e mezza. Si tratta d'incrementi drammatici, di vari ordini di grandezza superiori all'inflazione. È probabile che ora stiamo pagando soprattutto lo scotto di queste pesanti imposizioni sui prezzi. Lo shock petrolifero ha insomma verosimilmente innescato il grosso della crisi economica, causando, come già altre volte in passato, una depressione della domanda in base al succitato meccanismo che lega l'Ocse all'Opec. Ma questa volta il colpo inferto è stato più secco e intenso. Di conseguenza, sono crollate le previsioni di vendita e il valore dei titoli trattati a Wall Street o nelle altre borse internazionali.

Già, ma non era partito tutto dai subprime? Cosa c'entra il petrolio con i mutui per le case americane? Stando a quanto appena discusso, la risposta dovrebbe appunto essere: non così tanto come si crede. La flessione del Pil e delle azioni è dopotutto iniziata prima della questione dei subprime e lo ha fatto (nell'ultimo quarto del 2007) maggiormente in Europa e in Giappone, due aree che sono più sensibili degli Usa ai bruschi rialzi del greggio. Quando si è cominciato a parlare della recessione americana la crescita del Pil in Usa era ancora decisamente più sostenuta della gran parte dei paesi europei, già sofferenti. Dovremmo pertanto considerare che il crollo dei subprime negli Usa si sia affiancato a un processo congiunturale più importante e già reso critico qualche tempo prima da un'ascesa prolungata ed esagerata dell'oro nero.

Del resto, se guardiamo alle cifre in gioco intuivamo quale possa essere l'aggravio nei bilanci petroliferi. Gli Usa pagano oggi 200 miliardi di dollari in più per le importazioni di greggio rispetto a quanto non facessero tre anni fa. Questo ammontare da solo è poco meno di un terzo dei vari contributi-salasso dati recentemente dal governo federale all'economia nazionale indebolita. La crisi immobiliare Usa è stata certamente acuta, ma possiamo davvero sostenere che sia stata di per sé capace di mettere in seria difficoltà un'economia mondiale che realizza un Pil di circa 60mila miliardi di dollari? Come hanno potuto i subprime impattare sulle economie europee e giapponesi prima ancora che su quella statunitense? Come si spiega che il calo degli immobili americani abbia influito nel resto del mondo su settori non immobiliari prima che su quelli immobiliari? È più logico legare la crisi dell'auto ai subprime o al petrolio? Fatti due conti, appare in definitiva ragionevole credere che il petrolio abbia una responsabilità maggiore dei subprime in quest'ultima recessione mondiale.

Stando all'esperienza, dovremmo avere toccato il fondo: siamo a 12 mesi dal massimo rincaro del greggio (avvenuto a fine 2007). Come si accennava, un anno corrisponde all'intervallo ricorrente che i dati indicano come necessario per far sfogare la crisi sino alle sue manifestazioni peggiori. Tutto ciò, escludendo ovviamente marcate (e purtroppo non del tutto improbabili) difficoltà geopolitiche sul globo terracqueo che potrebbero riaggravare la situazione. Gli analisti ritengono che 50-60 dollari al barile siano in moneta di oggi la soglia inferiore minima necessaria per far ridecollare la produzione globale. I prezzi del barile sono al momento della stesura di questo scritto poco sopra i 30 dollari al barile, circa 80% in meno rispetto ad alcuni mesi fa. È questo un tonfo fenomenale che fa ben sperare per il 2009. La cattiva notizia, sempre stando alle statistiche, è che, proprio perché il Pil tornerà a crescere, seguirà prima o poi un altro shock petrolifero. Finché dipenderemo strettamente dall'oro nero e non investiremo in fonti energetiche alternative e distribuite (meglio se rinnovabili) la condizione sarà inevitabile e i governi saranno sempre chiamati ad agire in modo massiccio, come in questi tempi.

Una storia d'instabilità economiche

Il grande economista britannico John Maynard Keynes (morto nel 1946) ha scritto che lo Stato deve astenersi dall'interferire con l'economia quando questa va bene e che deve invece intervenire con un gettito ausiliario che stimoli la domanda aggregata quando l'economia naviga in brutte acque e la disoccupazione è elevata. L'ausilio va inteso per Keynes soprattutto come spesa pubblica e accensione di crediti che verranno poi saldati nella successiva fase di ripresa economica. Questa strategia è stata applicata dopo la grande depressione Usa con l'avvento del "New Deal" e in Svezia negli anni '60. In entrambi i casi con successo.

Per metterla in atto col minor dispendio possibile e con sufficiente anticipo occorre che i controllori (banche centrali, autorità di sorveglianza, ministeri) comprendano quali siano gli effetti dei principali driver

dell'economia. Ad esempio, non si può, come ora, tralasciare di parlare pubblicamente dell'influsso dei prezzi del greggio sull'economia mondiale e considerare solo la finanza dei subprime. Seguire i processi e capire quel che avviene è enormemente più importante che applicare ciecamente delle regole concordate a tavolino (si veda la questione del fair value, precedentemente descritta). Non si tratta però di un'operazione facile. Il sistema economico riesce a sorprendere tutti: tecnici, politici, imprenditori o normali consumatori.

Rendersi conto che il nostro sistema economico non è mai veramente in equilibrio (se non nei modelli di studio) è comunque il punto di partenza minimo per affrontare questa sfida. Eppure, la saggezza convenzionale parla spesso di colpevoli che hanno "rotto" l'equilibrio. È quindi piuttosto scontato che, lungi dal poter prevedere e orientare il futuro, per suo tramite non si possa nemmeno fare tesoro delle esperienze negative del passato. La nostra storia è una collezione di cicli economici che con una buona dose d'instabilità sono passati sulle teste di chi non ha capito bene quel che stava succedendo e non ha quindi potuto prendere i necessari provvedimenti per salvare la situazione o almeno minimizzare i danni. Vale la pena dare una rapida scorsa a tre eventi paradigmatici.

Uno dei drammi economici più gravi dell'antichità fu quello che, dopo una plurisecolare era di fasti, accompagnò il declino (prima lento e poi accelerato) dell'Impero Romano. Le invasioni barbariche causarono devastazioni e saccheggi che misero a dura prova i bilanci imperiali. Parallelamente, la produzione agricola crollò, impoverendo la popolazione intera. Per far fronte alle difficoltà pecuniarie l'impero coniò molte nuove monete, per di più con un tenore d'argento percettibilmente minore di quelle precedenti. Il risultato fu un drastico deprezzamento delle medesime. Per ottenere gli stessi beni o servizi occorsero così valori nominali più elevati, ciò che è noto come inflazione. Le grandi masse dei poveri persero allora il loro potere d'acquisto e l'economia affondò. Alla recessione e all'inflazione galoppante subentrò addirittura un ritorno alla pratica del baratto. I più deboli cercarono la protezione dei potenti, il che fu la premessa per dare poi origine al vassallaggio medievale.

Per il secondo esempio spostiamoci avanti nel tempo fino alla ricca Olanda del XVII secolo. Qui avvenne il primo tonfo borsistico della storia, pochi anni dopo che la borsa stessa fu inventata. Una bizzarra mania era a quei tempi scoppiata tra la gente: tutti ambivano a possedere dei tulipani, specie se affetti da un virus (virus del mosaico) che ne alterava la tonalità cromatica naturale, dando luogo a petali striati e multicolori. La moda imperversò a un punto tale che acquistare quei fiori venne presto considerato nella società come un investimento molto redditizio. Non pochi vendettero immobili per comprare serre e bulbi di tulipano in quantità. I prezzi salirono alle stelle e l'intero sistema commerciale olandese si modificò per supportare le richieste sempre più pressanti del mercato. Nel 1637 la bolla speculativa scoppiò e iniziarono le vendite. Il panico si diffuse e spinse i prezzi dei tulipani ancor di più al ribasso, insieme all'indotto. Fu una catastrofe che mandò sul lastrico molte persone. Persino chi aveva lucrato con la compravendita dei fiori si trovò a fare i conti con la recessione e quindi ci rimise.

Veniamo all'ultimo esempio che qualche anziano ancora ricorda. Nel 1929 ci fu un gigantesco crack, quello ben noto del giovedì nero della borsa di New York. Fino a poco prima l'economia americana era andata bene. Le ragioni dell'evento sono tuttora oggetto di discussione, ma, in linea di massima, si può affermare che la crescita venne arrestata dalla veloce saturazione dei mercati, ciò che causò un crollo della domanda e quindi dei prezzi. Come già in Olanda, un circolo virtuoso subì un'involuzione e divenne vizioso. La differenza è che nel 1929 erano in ballo capitali ben più consistenti e interessi molto più diffusi. Non a caso la depressione che ne conseguì fu generalizzata, pesante e lunga e la crisi si ripercosse non marginalmente anche fuori dagli Usa.

Queste tre vicende lontane secoli una dall'altra, al pari di altri eclatanti esempi, mostrano come la prosperità generi congiunture sempre più articolate che alla fine sorprendono i controllori impreparati con nette recessioni. Ad esempio, la crisi romana avrebbe potuto essere meglio contrastata se solo i consiglieri degli imperatori avessero avuto qualche rudimento sull'inflazione. Gli olandesi avrebbero potuto evitare il crollo borsistico se le autorità, invece d'intervenire con enorme ritardo, avessero per tempo messo in guardia i mercati della fatuità del business dei tulipani. Infine, la Fed, costituita nel 1913, non avrebbe dovuto per anni

applicare una politica di tassi di sconto molto bassi per poi incrementarli bruscamente alla fine degli anni '20 alle prime avvisaglie d'involuzione dei mercati, peggiorando così la situazione.

Anche in quest'ultima fase di capitalismo abbiamo assistito a una sofferenza economica che è subentrata a un periodo di sviluppo relativamente florido. In effetti, dopo i problemi transitori dei titoli tecnologici e il dramma dell'11 settembre l'economia e la borsa sono progredite per circa 5 anni (soprattutto nel 2005-2007). Non per nulla in questo intervallo il prezzo del petrolio è cresciuto enormemente. Ed è proprio questo genere di andamento positivo a fronte di un protratto rialzo del greggio che avrebbe dovuto impensierire e indurre a moderare le esposizioni finanziarie, gli investimenti e, in fondo, lo stesso sviluppo del Pil mondiale. Invece, ci si è cullati nell'illusione che la crescita economica avvenisse in condizioni di equilibrio globale. Si dimentica ripetutamente che la crescita in sé è dopotutto sintomo d'instabilità del sistema. E lo è tanto più quanto maggiormente dipende da risorse concentrate su cui pochi possono decidere.

La tattica che eclissa la strategia

Non c'è dubbio che la globalizzazione abbia reso l'economia delle varie nazioni alquanto più estesa di una volta. Tuttavia, l'allargamento internazionale di molti mercati non significa semplicemente che aumentino le dimensioni dei capitali spostati e della geografia di compravendita. La globalizzazione implica soprattutto che entrino in gioco molti più fattori e attori economico-finanziari. In sostanza, il sistema capitalistico non è solo più grande, è anche più complesso. Difficile dire se per questo esso sia divenuto intrinsecamente più instabile, forse sì, ma non è tanto questo il punto. Il punto è ch'esso risulta più difficile da analizzare e controllare. Così, in un certo senso, potremmo trovarci in una condizione paragonabile a quella in cui operavano i consiglieri degli imperatori romani la cui capacità di supervisione veniva sopraffatta dagli effetti dell'inflazione, un fenomeno economico all'epoca ancora ignoto.

Il priceing del barile di greggio di cui sopra, ad esempio, è una questione internazionale che non si può governare come fanno le banche centrali con il tasso di sconto, i governi con la politica fiscale oppure i sistemi giudiziari con l'insider trading. Ci sono incontri e accordi, si capisce, ma il prezzo del greggio resta pur sempre una variabile a impatto globale difficile da sorvegliare. E questo vale in fondo anche per gli stessi paesi esportatori i quali pure risentono delle recessioni economiche e che dopotutto proprio per questo hanno adottato una strategia di risparmio dei profitti in luogo di una strenua rincorsa al Pil. Quest'ultima la fanno gli altri, appunto per mezzo del petrolio che importano.

Ma il petrolio non è l'unico fattore che complica la vita a chi deve fare previsioni sui mercati globalizzati. L'eterogeneità degli assetti economici gioca pure un fattore cruciale. Cina e India hanno tassi di crescita, configurazioni sociali, impostazioni produttive e costi differenti dall'Occidente. Inoltre, ben un terzo del debito americano, il maggior produttore mondiale di Pil, è in mano straniera, soprattutto delle potenze commerciali emergenti. Per non parlare delle zone interessate da problemi geopolitici o del terrorismo internazionale. Queste condizioni senza precedenti generano complessità addizionale e sollevano problematiche rispetto alle quali non si ha ancora sufficiente esperienza.

Cosa si fa quando tutto appare più complesso e imprevedibile? Si cerca di semplificare. Come? La reazione tipica è quella di diminuire le incognite del futuro, accorciando gli orizzonti operativi, ossia ponendo gli obiettivi di ricavo più a ridosso del presente. In questo modo si massimizza il prodotto tra i profitti attesi e la probabilità stimata di ottenerli. Maggiore il guadagno, maggiore il rischio. Se l'imprevedibilità cresce questa legge si comprime nel tempo. Meglio portare i soldi a casa subito. In effetti, la lunga storia dell'economia insegna che quando il sistema si avvicina a situazioni dall'evoluzione incerta, come carestie, pestilenze, recessioni o guerre, ogni imprenditoria si orienta su tornaconti veloci. La globalizzazione apre molte porte e non è paragonabile alle situazioni appena descritte, tuttavia ha con esse in comune la circostanza di dare luogo a incertezze previsionali. C'è un (brutto) neologismo mutuato dall'inglese per definire questo comportamento: "sciortermismo" (da "short term", breve termine).

Il calcolo a breve non è di per sé un male, dato che comunque concorre a racimolare profitti che altrimenti non verrebbero incamerati, a vantaggio degli sviluppi aziendali e quindi del Pil. Il guaio è che lo sciortermismo tende oggi a sostituire il ragionamento a lungo termine. In sostanza, la tattica prevale gradualmente sulla strategia. Ne derivano un'aggressività e una superficialità caratteristiche. Per fare un esempio recente, la più grande agenzia assicurativa del mondo, l'Aeg, ha scoperto una domenica sera di non avere abbastanza liquidità per tirare avanti sino al mercoledì seguente; e dire che una compagnia di questo tipo dovrebbe eccellere nella valutazione del rischio. Una svista incredibile che è un segno dei tempi.

Lo sciortermismo ha un'altra ricaduta tipica: la politica degli incentivi personali. Negli ultimi 15 anni i manager sono stati sempre più pagati in funzione del rendimento subitaneo dei capitali investiti. Un modo tipico di gestire la remunerazione è quello di dare delle azioni dell'impresa ai dirigenti, la cosiddetta "stock option". Un altro modo è provvedere a premi legati al raggiungimento di obiettivi vicini. Per fare un esempio, nell'anno 2000 il guadagno individuale medio per la sola stock option tra i Ceo delle prime 500 imprese Usa è stato di circa 15 milioni di dollari. Nello stesso anno i primi cinque direttori dell'Ibm guadagnavano in stock option quasi 700 volte di più di quanto poteva ottenere un dipendente medio. Il 2000 è stato un anno di picco per questi incentivi, ma l'entità dei premi, così come le disparità, sono rimaste eclatanti sino ad oggi. Prima degli anni '90, invece, le remunerazioni non erano soggette a un trattamento così "intensivo" (e la gente si scandalizzava meno).

Quando un manager può contare su enormi premi, bonus o stock option a breve termine tende inevitabilmente a far prevalere il suo interesse su quello dell'impresa nel lungo termine. Aumenta anche il livello del moral hazard, per riprendere un termine già visto in precedenza. Infatti, si opera con la garanzia che vengano premiati i risultati di oggi, a prescindere dal domani. Nel futuro è l'azienda a dover pagare, cioè gli azionisti che la posseggono e i dipendenti che ci lavorano, molto meno il manager che magari si disfa per tempo delle azioni ricevute come remunerazione. Non a caso la bolla dei subprime è stata gonfiata da responsabili commerciali che campavano di bonus a breve, vendendo immobili anche a chi non poteva permetterseli (e facendo per questo anche carte false). Si capisce in definitiva che lo sciortermismo indotto dalla complessità dell'economia ha impedito che il top management adottasse quella lungimiranza che è necessaria ad ogni impresa per sopravvivere a lungo nel mercato.

Ubs, la più grande banca svizzera, ha perso una battaglia importante sui mercati finanziari a causa di un eccessivo coinvolgimento nella vicenda dei subprime, ciò che per qualche settimana le ha fatto forse rischiare di essere assorbita da istituti arabi. L'aspetto che colpisce è che Ubs ha sempre avuto una tradizione conservativa e di oculata gestione; malgrado questo, non è riuscita a sottrarsi alle recenti pressioni dello sciortermismo, soprattutto per via della sua sede americana, entrata nel moral hazard alimentato dal dirigismo governativo. Il salvataggio ad opera del governo di Berna non le ha impedito di accusare una forte emorragia di clienti europei, disgustati dal suo comportamento speculativo (la clientela asiatica, più speculativa, ha invece retto bene). Oggi, dopo le dimissioni del suo Ceo, Ubs riconosce pubblicamente gli errori commessi e, probabilmente, si è mossa per prima in una profonda revisione dei propri controlli finanziari e dei propri criteri d'incentivazione. Non a caso, molti guardano a Ubs in attesa di vedere l'applicazione di un nuovo modello di remunerazione che possa conciliare al meglio gli obiettivi a lungo dell'azienda con gli interessi dei singoli responsabili operativi.

Conclusioni

Ricapitolando, non sembra essere vero che la crisi economico-finanziaria si sia originata dall'operato sconsiderato dell'alta finanza privata. Quest'ultima ha le sue colpe, ma il comportamento sopra le righe che ha manifestato va considerato piuttosto come un effetto caratteristico che s'inserisce in un filone pregresso. L'analisi storico-razionale mostra infatti che la speculazione spinta di gruppi come la Lehman Brothers non è stata una causa primaria nel recente crack, bensì la conseguenza di una condizione stabilita nel tempo, persino esasperata, dai vari governi Usa. Senza la politica reaganiana e senza le successive ingerenze dello Stato è possibile, se non probabile, che i subprime e il moral hazard non avrebbero causato tanti problemi finanziari a Wall Street. Gli intenti sociali dei governi federali e il miraggio dei politici di poter guadagnare

facilmente con le case hanno finito per danneggiare tutti, specialmente i meno abbienti verso i quali quegli sforzi erano dopotutto diretti.

In quanto alle regole, sebbene nessuno possa negare che dei vincoli saggi siano sempre auspicabili, si direbbe che non sia questo il punto nodale. Anche laddove essi sono forti la crisi è stata spesso altrettanto intensa. Per fare un paragone figurato, non è che da quando esistono i correttori ortografici dei Pc la stampa delle riviste sia esente da errori di battitura; anzi. Nessun automatismo può sostituire l'attenzione o l'etica dei principali attori dell'economia, viceversa gli automatismi e la fretta rendono superficiali e avventati. La deontologia e l'attenzione sono fatti culturali, più che di un sistema di divieti. Inoltre, bisogna desumere dagli eventi storici che la libertà lasciata al mercato non sia affatto un motivo di preoccupazione. La deregulation introdotta nel 1999 da Bill Clinton ha concorso a tamponare il crollo finanziario iniziato con i subprime. La questione dei vincoli del mercato è comunque delicata, giacché comporta l'eventualità di derive antidemocratiche o il pericolo di un'economia ingessata e incapace di svilupparsi, come quella sovietica.

Il commercio del petrolio è una questione cruciale. A conti fatti, il peso attribuito ai subprime appare decisamente esagerato nel quadro dell'economia Usa e, a maggior ragione, in quello mondiale. Sussiste una correlazione incredibilmente sottovalutata dai media tra gli shock petroliferi e le cicliche crisi economiche. Forse è così perché l'impatto onnipresente e continuo del greggio finisce per camuffare la sua criticità al cospetto di eventi storici più isolati, appunto come la recente faccenda dei mutui Usa. I paesi esportatori dell'Opec (più o meno furbamente) reinvestono solo una porzione dei petrodollari guadagnati nel Pil mondiale. Ben più della metà di quei profitti finiscono in forma di risparmio locale. In questo modo la domanda dei mercati globali non viene sorretta. Quando il prezzo del greggio sale velocemente la condizione viene esasperata e per contraccolpo si ha una recessione mondiale. Visto l'andamento dei prezzi e le cifre in gioco, il petrolio appare il principale (anche se non l'unico) responsabile dell'attuale crisi economico-finanziaria.

Globalizzazione. L'estensione internazionale dei mercati non solo ha aumentato le dimensioni dei vari commerci, ma li ha resi più articolati ed eterogenei, creando nuovi valori aggiunti, ma anche complessità aggiunta. La globalizzazione è oggi condizionata dalle attività produttive di Cina e India, dai debiti transcontinentali, dal succitato meccanismo petrolifero Ocse-Opec, oltre che dai problemi geopolitici. In questo contesto che è difficile da capire e prevedere le imprese tendono a ridurre le loro pianificazioni pluriennali, spingendosi verso operazioni più aggressive e a breve termine, come attestano anche le politiche di remunerazione del top management, rivelatesi per lo più dannose. Lo sciortermismo ha senz'altro contribuito alla crisi, ma non come conseguenza di una propensione alla speculazione in sé, bensì come reazione tattica ai grandi incerti finanziari ed economici stabiliti dalla globalizzazione.

Gli incerti sono intrinseci nella manipolazione dei soldi, un'attività che risale dopotutto al conteggio delle pecore, i soldi di una volta. Se però abbiamo fatto strada da quando contavamo le pecore è perché abbiamo messo in gioco le nostre idee, perché abbiamo sognato, speculato, chiesto prestiti, pagato col rischio. Anche ora stiamo pagando. L'America è un paese di grandi visionari, scoperto da un visionario; ed è per questo che errori e insegnamenti vengono spesso entrambi da lì. Ma l'America, con l'industria dell'autotrazione, le banche d'affari, i bilanci bellici, i subprime e le importazioni di greggio, sebbene faccia sempre la parte del leone, è ormai anch'essa parte di un tutto. La sfida che attende imprese, controllori, politici e persino consumatori del mondo intero è quella della complessità globale.

Per cogliere con armonia le opportunità di un mondo allargato e limitarne invece le minacce è necessario che la velocità con cui tutti noi acquisiamo conoscenza sul sistema capitalistico sia almeno paragonabile a quella con cui il sistema stesso inesorabilmente si complica nel tempo. Forse occorreranno a breve altri Keynes e altri Galbraith per riuscire nell'intento. Ricordando le storture della saggezza convenzionale, una cosa sembra indiscutibile: bisognerà studiare di più e ascoltare meno le opinioni spacciate in tv.