

## La crisi finanziaria: guasto meccanico o parabola moralistica?

di Lord Griffiths of Fforestfach

La crisi finanziaria oggi in corso rappresenta il più grave fallimento bancario della storia, la peggiore recessione dai tempi della Grande depressione degli anni Trenta e il più grande salvataggio di qualsiasi comparto economico nella storia. Per un breve lasso di tempo, dalla metà del settembre a quella di ottobre del 2008, il sistema finanziario mondiale si è trovato letteralmente a un passo dal collasso. Molti sono i Paesi le cui banche sono state nazionalizzate in tutto o in parte, il sistema finanziario è allo sbando e le teorie economiche di stampo keynesiano si sono riaffacciate alla ribalta.

A oggi è impossibile calcolare il costo della crisi in termini di perdita di Pil o anche quantificarla in migliaia di miliardi di dollari. La tragedia umana – in termini di disoccupazione crescente, sconcertanti prospettive per maturandi e laureandi, e l'effetto del rovinoso indebitamento sui pignoramenti di case – è sotto gli occhi di tutti. La crisi avrà effetti di non poco conto sulla struttura delle nostre economie, oltre che sulla struttura della società. Per via della disoccupazione in ascesa e dei tagli ai programmi statali di spesa, paesi come Bulgaria, Lettonia, Lituania, Francia, Ungheria, Grecia e Islanda hanno già toccato con mano gli effetti delle tensioni sociali. Anche in Gran Bretagna e Irlanda le abitazioni dei banchieri e delle loro famiglie sono state assediata da una popolazione indignata.

La prospettiva di un collasso finanziario e di una grave crisi hanno sollevato dubbi non soltanto sulla solidità del sistema finanziario ma anche sul futuro dello stesso capitalismo. Il presidente francese Nicolas Sarkozy ha affermato che «il *laissez-faire* è finito [...] così come il mercato onnipotente che la sa più lunga di noi». Secondo quanto riportato dalla stampa, il cardinale Cormac Murphy O'Connor, primate della Chiesa cattolica d'Inghilterra e Galles, avrebbe affermato che, così come nel 1989 il crollo del muro di Berlino segnò la scomparsa del comunismo, con la crisi finanziaria del 2008 è morto il capitalismo.

Questa crisi ha suscitato l'indignazione della popolazione per gli effetti del sistema bancario e per l'avidità dei banchieri. I ribassisti (*short sellers*) sono stati attaccati dall'arcivescovo di York, John Sentamu, che li ha definiti «rapinatori di banche e razziatori di *asset*». L'Arcivescovo di Canterbury ha sentenziato che «negli anni recenti, il motore degli immensi introiti finanziari di molti è stato il commercio di debiti altrui senza alcuna responsabilità». Come conseguenza dell'aver fissato l'obiettivo di profitto su capitale azionario della Deutsche Bank al venticinque per cento, il suo amministratore delegato Joseph Ackerman è stato oggetto dell'accusa di trasformare il fare soldi in una forma di idolatria dal decano protestante di Germania, Wolfgang Huber, il quale

*Lord Griffiths of Fforestfach ha insegnato presso la London School of Economics e la City University. Ad inizio anni Ottanta ha fatto parte del Consiglio Direttivo della Banca d'Inghilterra. Tra il 1985 e il 1990 ha rivestito l'incarico di Direttore della Policy Unit del Primo Ministro Margaret Thatcher, svolgendo un ruolo di primo piano nel programma di privatizzazione e di liberalizzazione attuato in Gran Bretagna. Al termine del suo incarico, fu elevato al rango di Pari d'Inghilterra. Lord Griffiths of Fforestfach è attualmente Vice-Chairman di Goldman-Sachs.*

Questo paper è basato in parte sull'intervento pronunciato da Lord Griffiths in occasione della conferenza *The Challenge of Financial Instability for Market Capitalism* organizzata dall'Istituto Bruno Leoni a Roma il 5 dicembre 2008

sostiene senza mezzi termini che «nelle attuali circostanze, il denaro è divenuto un dio». Papa Benedetto XVI ha descritto la crisi finanziaria come il trionfo dell'avidità sul bene comune.

Nella prima sezione di questo paper esaminerò le radici della crisi, nella seconda risponderò alla domanda di cosa è andato storto, nella terza mi soffermerò a considerare le diverse critiche etiche e morali che sono state formulate e, infine, nella quarta getterò uno sguardo alle sfide sollevate al futuro delle economie capitaliste dalla rinascita del keynesismo e dall'accrescimento dell'intervento nella vita economica e della proprietà pubblica.

### I. LE RAGIONI DELLA CRISI

Data la natura esplosiva assunta della crisi bancaria dopo il 15 settembre 2008, quando Lehman Brothers fu posta in regime di amministrazione controllata, si sarebbe tentati di pensare che quella che oggi inghiotte l'economia mondiale sia venuta fuori dal nulla, in maniera del tutto inaspettata. Niente è più lontano dalla realtà. I mattoni della crisi sono stati messi in fila uno dopo l'altro, anno dopo anno. Per capirne il contesto, è utile guardare separatamente ai suoi tre elementi costitutivi: il ciclo economico, la bolla speculativa degli *asset* e la crisi bancaria. Noi siamo ora nella fase caratterizzata dalla contrazione di un ciclo economico, dallo scoppio di una bolla degli *asset* e dalla peggiore crisi bancaria che la storia ricordi.

È necessario esaminare separatamente questi tre elementi.

Per prima cosa occorre prendere in considerazione il ciclo economico. Dal punto di vista storico, questi eventi sono stati una caratteristica costante del capitalismo.<sup>1</sup> Episodi del genere sono stati registrati fin dalle prime fasi del capitalismo moderno durante il Diciottesimo secolo. Negli Stati Uniti, i documenti del National Bureau of Economic Research registrano gli alti e bassi dei cicli e il prolungamento delle loro fasi di espansione e di contrazione. A partire dal 1854 sono 33 i cicli economici certificati. Il più recente apice si è verificato nel dicembre del 2007, a seguito dell'espansione a partire dal punto più basso del novembre 2001. Il periodo medio di contrazione negli Stati Uniti (vale a dire quello che intercorre tra il punto più alto e quello più basso) tra il 1854 e il 2001 (32 cicli) è stato di diciassette mesi, mentre nel periodo dal 1945 al 2001 è stato di soli dieci mesi. Sembra probabile che in America, quella in corso sarà la crisi più dura dopo quella del 1929-33.

Nel Regno Unito si sono verificati approssimativamente venti cicli a partire dalla metà del Diciannovesimo secolo, con le recessioni più gravi concentrate alla fine della Prima e della Seconda Guerra mondiale e il crollo di Wall Street del 1929. Fatta eccezione per questi casi, la durata della maggior parte delle recessioni è stata solo questione di mesi. Negli anni successivi alla Seconda Guerra mondiale vi sono stati tre periodi durante i quali si è riscontrata una crescita trimestrale negativa del Pil: 1973-75, 1979-81 e 1990-92.

La recessione del 1973-75, che fece seguito alla rapida espansione monetaria e fiscale del cosiddetto "Barber Boom", fu aggravata dalla quadruplicazione del prezzo del petrolio decisa dall'OPEC nel dicembre 1973. Ciò condusse, agli inizi del 1974, alla set-

<sup>1</sup> Occorre dire tuttavia che i cicli economici non è necessariamente un tratto endemico del capitalismo, se si assume un punto di vista hayekiano, alla luce di quanto insegnato dalla Scuola austriaca di economia. Per i rappresentanti di tale scuola, il ciclo economico deriva fundamentalmente dalla politica monetaria. Si veda, tra gli altri, F.A. Hayek, *The Denationalization of Money*, Londra, Institute of Economic Affairs, 1978.

timana lavorativa di tre giorni, la quale portò a sua volta all'“inverno dello scontento” quando l'industria accorciò la settimana lavorativa perché lo sciopero dei minatori aveva ridotto le forniture alle centrali elettriche. La recessione del 1979-81 fu causata dalla stretta politica monetaria necessaria per tenere sotto controllo l'inflazione, da un brusco aumento del tasso di scambio reale, dallo choc di un ulteriore aumento dei prezzi del petrolio voluto dall'OPEC e dal bilancio deflazionistico del 1979. La recessione del 1990-92 è stata attribuita al capovolgimento della fiducia costruita durante gli anni del boom degli anni Ottanta, alimentato dalla deregolamentazione finanziaria e dagli insostenibili aumenti nei prezzi degli *asset*, della proprietà e del capitale netto (*equity*).

Nel Regno Unito, l'attuale depressione si presenta dopo 63 trimestri consecutivi di crescita economica. A partire dal terzo quarto del 1992 al primo del 2008, il tasso di crescita del Pil è stato positivo in ciascun trimestre. Lo scoppio della bolla dot.com del 2000-01 non ha determinato una crescita negativa del Pil come negli Stati Uniti. Questo è un boom estremamente lungo, e sarebbe bisogna tornare indietro al Diciannovesimo secolo per trovare un simile periodo di prosperità.

Questo boom prolungato nel Regno Unito ha fatto parte dell'altrettanto lungo boom dell'economia mondiale, a sua volta sospinto da due fattori eccezionali. Il primo è costituito dal crollo del comunismo, la disgregazione dell'ex URSS, l'ingresso della Cina nell'economia mondiale e la liberalizzazione della politica del “licensed raj” in India. Sarebbe stato un caso eccezionale se solo uno di questi eventi si fosse verificato nel lasso di pochi anni. Che così tanti siano capitati nello stesso frangente è l'equivalente dell'imbattersi in un cigno nero. I risultati furono sensazionali. Come conseguenza di questi cambiamenti, più di due miliardi di persone entrarono effettivamente nell'economia mondiale. Questo significò, soprattutto per i paesi asiatici, la produzione – basata sul basso costo del lavoro – di beni poco costosi poi esportati nei paesi del G7. Ne conseguì una rapida crescita economica globale, una inflazione moderata e la piena occupazione negli Stati Uniti, nell'Europa dell'Est e negli altri paesi sviluppati.

Il secondo fattore è che quei paesi, in modo particolare quelli asiatici, che aprirono le porte all'economia mondiale avevano alti tassi di risparmio. Quello della Cina, ad esempio, era superiore al 40 per cento. Questo non perché i cinesi fossero inclini al risparmio in misura maggiore rispetto agli americani o agli europei, bensì perché senza un servizio sanitario nazionale e un welfare state essi avevano la necessità di fare provvista per il futuro. Gli effetti di questo enorme incremento del risparmio nell'economia mondiale significò tassi di interesse ridotti in tutto il mondo. Di conseguenza si innescò una “corsa al guadagno” da parte degli investitori e si schiuse uno straordinario periodo di innovazione finanziaria da parte delle banche.

Il secondo elemento della crisi è stato il quasi collasso del sistema bancario globale. È comunemente ritenuto che le crisi finanziarie siano eventi eccezionali e rari. Per quanto riguarda gli ultimi decenni vengono in mente la crisi delle finanziarie “savings & loan” negli Stati Uniti alla fine degli anni Ottanta, le crisi russe e del sud est asiatico del 1997-8, la crisi del settore bancario secondario britannico del 1973-75 e la Grande depressione statunitense del 1929-33, durante la quale fallirono più di diecimila banche. A conti fatti, è evidente che le crisi finanziarie non sono assolutamente né eccezionali né rare. Ricerche compiute dal FMI (novembre 2008) hanno documentato 124 crisi sistemiche bancarie, 208 crisi valutarie e 63 casi di inadempienza e ristrutturazioni del debito pubblico nel periodo dal 1970 al 2007.

L'attuale crisi bancaria ha avuto inizio il 9 agosto 2007 quando la banca francese BNP Paribas sospese i prelievi da tre dei suoi fondi. Più tardi quello stesso mese, dal fallimento della Northern Rock scaturì la prima corsa pubblica agli sportelli di una banca in

Inghilterra dai tempi dell'Overend Gurney nel 1867. Nonostante le code davanti alle filiali della Northern Rock, tutto ciò non innescò una crisi sistemica. A differenza degli Stati Uniti che patirono una severa crisi bancaria nel corso degli anni Venti e Trenta, in quel periodo il Regno Unito non ha visto alcuna corsa agli sportelli. Nonostante il fallimento della banca d'investimento Bear Stearns la crisi corrente è stata ragionevolmente contenuta fino al collasso, avvenuto il 15 settembre 2008, di un'altra banca di investimento statunitense, Lehman Brothers. Questo è stato il punto di non ritorno a seguito del quale la crisi si è intensificata fino a diventare la peggiore crisi finanziaria della storia. Successivamente due banche britanniche sono state nazionalizzate (Northern Rock e Bradford and Bingley), tre sono state costrette a ricevere imponenti iniezioni di capitale azionario governativo (Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB e HBOS), mentre ad altre due il governo ha richiesto l'aumento del capitale privato (Barclays e HSBC).

Negli Stati Uniti, le cinque maggiori banche d'investimento non esistono più in questa forma legale: Bear Sterns è stata salvata da JP Morgan, Merrill Lynch è stata comprata dalla Bank of America, Lehman è fallita, sia Morgan Stanley e Goldman Sachs sono state trasformate in *holding* bancarie (*bank holding companies*), che significa che furono regolate dalla Fed piuttosto che dalla Sec. Nel frattempo il gigante delle assicurazioni AIG è stato salvato dal Tesoro americano, analogamente a quanto avvenuto nel caso di Fannie May e Freddie Mac. La Washington Mutual (il più grande istituto della storia bancaria statunitense) è stata chiusa e venduta a JP Morgan. Ai primi di ottobre il governo statunitense investì capitale pubblico in Citybank, JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Morgan Stanley, Goldman Sachs, State Street e Bank of New York Mellon. Da quel momento il governo degli Stati Uniti ha investito quantità ancora maggiori di denaro dei contribuenti in Citybank e Bank of America.

In Europa sono state nazionalizzate due grandi banche belghe; tre islandesi sono fallite; due tedesche hanno dichiarato fallimento ma sono state salvate. Irlanda, Grecia e Germania hanno annunciato una garanzia per tutti i depositi bancari mentre la maggior parte degli altri Paesi europei hanno aumentato il livello della loro garanzia minima. In Asia, alcuni paesi quali Malesia, Singapore, Indonesia e Hong Kong hanno garantito la protezione dei depositi, così come fatto da Australia e Nuova Zelanda.

La terza dimensione della crisi è stata la prolungata bolla dei prezzi delle abitazioni, in particolare negli Usa, nel Regno Unito e in Spagna. In Gran Bretagna, la lunga espansione dell'attività economica nel periodo tra il 1991 e il 2008 è stata accompagnata da uno spettacolare aumento dei prezzi delle case. Negli anni Novanta i prestiti alle famiglie crebbero a tassi straordinariamente alti. Per la metà degli anni Settanta la proporzione delle richieste di prestiti delle famiglie inglesi rispetto al loro reddito si aggirava attorno al 50 per cento. Nel 2000 questo rapporto era salito fino al 100 per cento e per il 2007 al 160 per cento. I prestiti venivano concessi al 125 per cento del valore di una proprietà e sei volte il reddito dei mutuatari. Negli anni dal 1990 al 2007 il prezzo delle abitazioni nel Regno Unito è stato di molto sopra il loro *trend* di lungo periodo. Robert Schiller dell'Università di Yale stima che l'incremento del 50 per cento del prezzo delle abitazioni tra il 2000 e il 2005 negli Stati Uniti sia stato parte della più grande bolla immobiliare che la storia ricordi.

## II. COSA È ANDATO STORTO?

Seppure la semplice domanda "cosa è andato storto?" necessita di una risposta complessa è certo che il contesto di questa risposta sono i crescenti macro squilibri che si sono prodotti negli ultimi anni. Abbiamo già visto che il protrarsi del boom nel Regno Unito coincideva con l'espansione dell'economia mondiale. Questo boom è stato ac-

compagnato da macro squilibri, vale a dire i crescenti avanzi nella bilancia dei pagamenti in Cina, Giappone e nei paesi esportatori di petrolio e un deficit in forte crescita negli Stati Uniti. Vi erano numerosi fattori alla base di questi squilibri: tra di essi la decisione dei paesi contraddistinti da un attivo della bilancia dei pagamenti di limitare la rivalutazione delle proprie valute e di agganciarle al dollaro; un altro fu la capacità dei mercati finanziari asiatici di intermediare il forte risparmio esistente in quei paesi; un terzo fattore era rappresentato dalle differenze demografiche tra i paesi occidentali in passivo, la cui popolazione invecchia progressivamente e i paesi in attivo, che diedero avvio alla crescita del risparmio.

Il risultato di questi squilibri furono tassi d'interesse reali decrescenti (nel Regno Unito, ad esempio, appena sopra il quattro per cento nel 1990 e inferiori all'uno per cento nel 2007), una crescente proprietà estera del debito federale statunitense (nel 1994 la proprietà straniera dei buoni del Tesoro Usa era inferiore al venti per cento mentre nel 2007 raggiungeva quasi il 60 per cento) e un'enorme crescita del debito.

Questo periodo vide un incremento enorme del debito al consumo nel Regno Unito, negli Usa, in Spagna, in Irlanda e in Australia, al punto che, nel momento in cui bolla immobiliare fosse scoppiata, non si sarebbe potuta evitare una forte recessione.

Nel 2005 fui presidente di una commissione, istituita dal primo ministro ombra, in materia di debito al consumo nel Regno Unito, con particolare attenzione ai suoi effetti sui meno abbienti. L'indebitamento delle persone era cresciuto più rapidamente nel Regno Unito che nel resto d'Europa e aveva raggiunto un totale di poco superiore a mille miliardi di sterline. La Banca d'Inghilterra e il Tesoro britannico erano piuttosto fiduciosi rispetto agli sviluppi di questa situazione. Il grosso del debito era rappresentato da ipoteche sulla casa e sulla base dei suoi studi la Banca concluse che i proprietari di case gravate da ipoteca «[avevano] al momento poche difficoltà nel pagare gli interessi». Il ridotto livello dei tassi d'interesse costituiva un incentivo ad ottenere prestiti, inoltre i prezzi delle abitazioni erano cresciuti in linea con il debito familiare. Come commissione, il nostro punto di vista era differente. La nostra conclusione fu che

«il debito è una bomba a orologeria le cui lancette continuano ad andare avanti e che potrebbe essere innescata in qualsiasi momento da un qualsiasi numero di scosse a carico dell'economia».

Facemmo notare che, fin da quando si era iniziato a raccogliere dati sull'economia, si erano verificati cicli nell'attività economica e, nonostante il lungo periodo di prosperità negli anni Novanta e nei primi di questo secolo, il ciclo economico non si era smaterializzato. La nostra prospettiva differiva considerevolmente da quella ufficiale,

«in futuro [la bolla] scoppierà, si verificherà il crollo dei prezzi delle case, i tassi di interesse diventeranno più alti, si produrrà una recessione economica, la crescita della disoccupazione, l'incapacità dei debitori a ripagare i propri prestiti, pignoramenti e aumento dei casi di insolvenza».

Pubblicammo il nostro rapporto nel marzo 2005, ben prima dello scoppio della crisi bancaria. A nostro giudizio, l'incremento del debito al consumo era di per sé un problema talmente grave che, anche a prescindere da un'eventuale crisi bancaria, avrebbe probabilmente causato un'acuta depressione economica.

Quello che non era stato considerato era che quando la depressione si fosse manifestata essa sarebbe stata considerevolmente aggravata dallo sviluppo del sistema bancario ombra, o "sistema bancario parallelo", verificatosi nella prima parte del decennio.

In un discorso del giugno 2008 Timothy Geithner, presidente della Federal Reserve di New York affermò che

«la struttura del sistema finanziario mutò radicalmente durante il boom, con una crescita vertiginosa nella porzione degli *asset* al di fuori del sistema bancario tradizionale. Questo sistema crebbe fino a diventare davvero grande, in particolare nei mercati monetari e dei fondi».

Gli *asset* più importanti creati al di fuori del sistema bancario tradizionale erano *commercial paper* garantita (debito a breve termine), *auction preferred securities* (titoli privilegiati ad asta), *tender option bonds* (obbligazioni a offerta d'acquisto) e note a tasso variabile molte delle quali erano detenute in veicoli d'investimento strutturato (SIV) e *conduit* ("società condotto"). Geithner proseguì affermando che:

«l'ampiezza dei rischi di lungo periodo e dei patrimoni relativamente liquidi finanziati da passività di brevissimo termine resero molte delle società veicolo e altre istituzioni di questo sistema fiscale parallelo vulnerabili a una classica corsa agli sportelli, ma senza le protezioni quali le assicurazioni sui depositi vigenti nel sistema bancario per ridurre simili rischi».

Tra il 1997 e il 2007, nel Regno Unito, il debito delle istituzioni finanziarie passò da circa il venti per cento del Pil a oltre il 200 per cento. Tra i primi anni di questo decennio e il 2008 il rapporto di indebitamento delle banche di investimento si accrebbe notevolmente e in alcuni casi, come quelli di UBS e Deutsche Bank, in modo sensazionale. Nel 2002 nel Regno Unito l'ammontare dei prestiti concessi dalle principali banche eguagliava appena quello dei fondi raccolti ma nel 2008 il gap nel finanziamento ammontava a 400 miliardi ed era finanziato da depositi interbancari esteri.

La ragione principale della crescita del sistema bancario ombra fu il desiderio delle banche di detenere *asset* di redditività superiore in un momento in cui i tassi di interesse erano precipitati a livelli così bassi. Il sistema riuscì in questo intento creando società-veicolo fuori dal bilancio patrimoniale – SIV e *conduit* – le quali non erano tecnicamente banche e quindi non dovevano attenersi ai requisiti regolatori con cui queste dovevano fare i conti.

Col senno di poi, oggi è chiaro anche che la decisione del Tesoro Usa e della Federal Reserve di lasciare che Lehman Brothers venisse messa in regime di amministrazione controllata (15 settembre 2008) fu un punto di non ritorno che spinse il sistema finanziario globale fin quasi al tracollo. Sarebbe difficile sopravvalutare l'importanza del crollo di Lehman nel trasformare un'inevitabile depressione per cui solamente poche istituzioni finanziarie avrebbero patito difficoltà in una crisi bancaria sistemica. Fino al settembre 2008 solo un piccolo numero di istituti si erano trovati in difficoltà ed erano stati salvati: Northern Rock e Bradford e Bingley nel Regno Unito, IKB in Germania, Bear Stearns negli Stati Uniti. Comunque, l'assunto implicito nei mercati dei capitali di tutto il mondo era che alcune istituzioni finanziarie erano o troppo grandi o troppo importanti per fallire. Se ciò fosse avvenuto, il sistema stesso sarebbe stato messo a repentaglio e Lehman Brothers era considerata una di quelle istituzioni. Quando Lehman si avviò verso il fallimento, tutti gli altri istituti ritennero che anche esse sarebbero state lasciate al proprio destino e questo diffuse la paura e il vero e proprio panico nei mercati finanziari di tutto il mondo e determinò un crollo della fiducia tra banche. A quel punto ciascuna banca preferì evitare di concedere prestiti interbancari, persino quelli *overnight*, perché non avevano certezza alcuna sul valore degli *asset* che gli altri istituti potevano offrire a graanzia. Fu questo elemento, più di tutti gli altri, a minare la fiducia tra banche e a portare il sistema finanziario globale sull'orlo del baratro per ben due volte nei primi di ottobre.

Molti commentatori e politici addossano la colpa dei nostri problemi solamente a uno dei vari elementi in gioco, vale a dire banche e banchieri. Le banche sono senza dubbio vulnerabili all'accusa di essersi assunte rischi eccessivi, di mancanza di trasparenza in alcuni mercati e di non aver voluto (e in qualche caso, di non aver saputo) spiegare la natura di determinati prodotti finanziari. Nel suo Rapporto sulla stabilità finanziaria dell'ottobre 2008, la Banca d'Inghilterra indicava che era diventato «sempre più chiaro che i problemi all'interno del sistema bancario erano profondi, radicati nella debolezza strutturale dei bilanci patrimoniali che si erano definiti durante gli anni del boom». Il che includeva bilanci gonfiati, eccessivo possesso di *asset* ad alto rischio e illiquidi, strumenti di debito che facevano conto in misura eccessiva sul *funding* "all'ingrosso" di lungo periodo e livelli di capitale inadeguati. Alcune banche perseguivano modelli di business carenti. Altre erano guidate da manager troppo sicuri di sé. Alcune banche erano più vulnerabili a queste accuse rispetto ad altre e hanno pagato un prezzo salato. In ogni caso, la crisi ha messo in luce un sistema nel suo insieme sottocapitalizzato, ha evidenziato la mancanza di trasparenza e la particolare vulnerabilità di certi mercati, come quello dei *credit default swaps*, al rischio di controparte a causa dell'assenza di standardizzazione e di una *clearing house*.

A ogni modo, una descrizione imparziale delle cause della crisi deve assegnare parte della responsabilità a soggetti diversi dalle banche. Deve, come minimo, includere nella lista dei colpevoli la politica monetaria poco rigorosa delle banche centrali, l'inedeguata valutazione del rischio da parte delle agenzie di credito, gli enti pubblici che hanno favorito i mutui sub-prime, le sviste dei regolatori, l'incoraggiamento di sempre più prestiti da parte delle autorità e l'eccessivo indebitamento da parte della popolazione. Sarebbe davvero ingenuo sostenere che una crisi di questa magnitudine possa essere spiegata con una sola causa, vale a dire le banche.

La maggior parte delle critiche mosse alle politiche monetarie "rilassate" delle banche centrali si è appuntata sulla figura di Alan Greenspan, il presidente della Fed, e soprattutto su quella che è stata battezzata la "Greenspan put option". L'accusa è che, a causa dell'immissione di liquidità nel mercato ogniqualvolta si verificavano delle difficoltà – seguendo la politica voluta da Greenspan – gli investitori iniziarono ad aspettarsi che la Federal Reserve avrebbe intrapreso un'azione decisiva per impedire al mercato azionario di fallire, ma che non avrebbe fatto nulla per impedirgli di crescere. Effettivamente, Greenspan stava concedendo al mercato la garanzia che i prezzi non sarebbero crollati. Il risultato fu che tra il crollo della Borsa del 1987 e il picco dell'agosto 2008, l'indice S&P 500 delle maggiori società statunitensi crebbe con un tasso di crescita annuale medio del dodici per cento. Dato che il professor Senno di Poi ha sempre ragione, occorre ammettere che l'accusa secondo la quale Greenspan ha ripetutamente mancato di contrastare le bolle degli *asset* non è priva di fondamento. Nella metà degli anni Novanta egli ammise che c'era una bolla degli *asset* nel mercato azionario ma si rifiutò di rendere più rigidi i requisiti relativi ai margini per gli operatori. Più tardi, sempre negli anni Novanta, Greenspan sostenne che una nuova regolamentazione del mercato dei derivati non quotati in Borsa avrebbe portato scompiglio nei mercati finanziari. Scommise sull'edilizia abitativa come un investimento sicuro in quanto i proprietari delle abitazioni sarebbero stati in grado di fare fronte a eventuali flessioni dei prezzi delle case. Esaltò la crescita dei mutui subprime a favore di mutuatari che prima di allora non avrebbero mai potuto ottenere un prestito per l'acquisto di una casa. Nel 1998, a seguito del collasso dello *hedge fund* Long Term Financial Management, Greenspan abbassò i tassi d'interesse. È difficile non condividere, almeno in parte, l'opinione di Greenspan secondo cui è estremamente difficile determinare il momento in cui il prezzo crescente di una classe di *asset* rappresenta una bolla speculativa. D'altro canto, è difficile non

concludere che egli abbia costantemente indotto i mercati a credere che, se ci fossero stati problemi, la Federal Reserve avrebbe immesso ulteriore liquidità nel mercato.

Anche il governo statunitense e le sue varie agenzie hanno rivestito un ruolo significativo nella formazione di questa bolla. Uno degli obiettivi permanenti delle politiche pubbliche negli Stati Uniti è sempre stato quello di aumentare il numero di proprietari di casa tra le famiglie a basso reddito, mettendole così nella condizione di vivere il sogno americano. È stato così tanto con l'amministrazione Clinton che per quella Bush. La tesi era che la proprietà della casa crea comunità stabili, accumula capitale da passare ai propri figli e incoraggia il risparmio. Gerry Corrigan, il precedente presidente della Fed di New York non fece che ribadire le convinzioni di molti americani quando riferì alla Commissione Tesoro della Camera dei Comuni che «lo sviluppo del mercato dei mutui subprime era un'idea nobile poiché cercava di dare accesso alla proprietà della casa a quegli individui e a quelle famiglie a cui gli standard storici non avrebbero mai concesso alcuna speranza di poter essere proprietari delle case in cui vivevano». È stato proprio per questa ragione che il governo statunitense ha istituito Fannie Mae (1938) e Freddie Mac (1970) nella forma di società a sostegno pubblico per acquistare ipoteche dalle società finanziarie che concedevano mutui. Sempre per questo motivo, le due società vennero create come istituti "parastatali" in grado di finanziarsi a tassi d'interesse poco superiori a quelli praticati alle autorità federali.

Nel 2002, il Department of Housing and Urban Development impose a Fannie Mae e Freddie Mac di rispettare determinate «aliquote per la casa alla portata di tutti», incoraggiandole in tal modo a elargire somme ancora più considerevoli ai mutuatari subprime. Quando i prezzi delle case crollarono e i mutuatari non furono più in grado di pagare il proprio debito, Fannie Mae e Freddie Mac dovettero essere salvate dalle autorità. Non è un'esagerazione affermare che il governo statunitense, pur con le più lodevoli intenzioni – aiutare i poveri a essere proprietari delle case da loro abitate – ha contribuito in maniera significativa alla crisi subprime che ha sua volta ha acceso la miccia di quella finanziaria.

Un altro gruppo di istituzioni che sono andate incontro – e a ragione – a una serie di critiche è quello dei regolatori del sistema finanziario. Il rapporto del FMI sulla stabilità finanziaria dell'aprile 2006 affermava che

«c'è una crescente consapevolezza che la dispersione del rischio creditizio da parte delle banche a un più vasto e diversificato gruppo di investitori, piuttosto che accumularlo nei propri bilanci, ha contribuito a rendere il sistema bancario e finanziario in generale più elastico.

L'accresciuta elasticità può essere vista nel minore numero di fallimenti bancari e in una più costante offerta di credito. Di conseguenza oggi le banche commerciali possono essere meno vulnerabili agli choc creditizi o economici in generale».

Negli Stati Uniti, lo stesso anno la Federal Deposit Insurance Corporation rilevò che

«più del 99 per cento di tutte le istituzioni assicurate rispettava, se non eccedeva, i requisiti dei più alti standard regolatori del capitale».

Nel Regno Unito, la Financial Services Authority non impedì o anticipò la corsa agli sportelli ai danni di Northern Rock del 2007.

I regolatori non si trovano certo in una posizione invidiabile. Saranno sempre in ritardo rispetto al sistema bancario e perciò avranno sempre un handicap a causa della necessità di acquisire informazioni. Inoltre, ci sarà sempre il problema di tracciare la linea



di demarcazione tra le istituzioni che il governo o il parlamento scelgono di regolare e quelle che non lo sono o quelle che regolano in maniera più leggera. Le istituzioni minuziosamente regolamentate avranno un incentivo commerciale a scovare nuove attività nei settori non regolamentati, come hanno fatto istituendo i SIV, gli *hedge fund* e i *private equity funds*.

Infine, ci sono le agenzie di *rating* del credito. Queste hanno tradizionalmente rilasciato valutazioni circa la probabilità che strumenti di debito, come le obbligazioni emesse dalle società o i buoni del Tesoro emessi dagli Stati, possano risultare insolventi e l'ammontare della prevedibile perdita finanziaria per l'investitore nel caso in cui questo dovesse accadere. Nel corso degli ultimi anni, queste agenzie hanno iniziato a valutare prodotti finanziari dalla struttura complessa. Non hanno stimato la gamma completa dei potenziali fattori di rischio quali la liquidità e l'instabilità dei prezzi, esponendosi così all'accusa di avere dato valutazioni eccessivamente favorevoli ad *asset* tossici. Ad esempio, nel gennaio 2008, solamente dodici società in tutto il mondo ricevettero una tripla A, mentre 64.000 ABS passarono il test. Con il senno di poi è chiaro che gli investitori ebbero troppa fiducia nelle raccomandazioni delle agenzie di *rating* senza fare il proprio dovere o chiedere valutazioni indipendenti. È altrettanto chiaro che il contenuto informativo fornito da queste agenzie è stato inadeguato, così come i metodi a cui esse hanno fatto ricorso per giungere alle proprie conclusioni, così come è evidente che esse avevano problemi di conflitto d'interessi. Prima di tutto perché erano pagate dalle stesse istituzioni che cercavano di valutare, in secondo luogo perché vendevano altri servizi a quelle istituzioni stesse.

### III. TEMI DELLA MORALITÀ

È naturale per banchieri, economisti, esperti di previsioni economiche, regolatori e funzionari del Tesoro spiegare le cause della crisi e cercare rimedi adoperando l'intelaiatura e gli strumenti analitici delle scienze economiche. La crisi è vista come un problema tecnico esattamente come, per esempio, la rottura di una macchina. In maniera simile, la soluzione è un problema tecnico che comporta un migliore disegno e nuove componenti. Partendo dall'assunto che Keynes offrì i migliori strumenti concettuali per riflettere sulla crisi, Martin Wolf sostiene che la lezione più importante da imparare dall'eredità di Keynes è che l'economia non dovrebbe essere trattata come una parabola a sfondo moralistico.

«l'idea – tipicamente inglese – di Keynes era di insistere sulla necessità di accostarsi a un sistema economico non come a un dramma allegorico, ma come a un problema tecnico» (*Financial Times* 29 dicembre 2008).

Con tono simile Anatole Kaletsky è egualmente sprezzante della caccia alle streghe nei confronti di indebitamento e consumo

«consumatori e imprese hanno già iniziato a vedere la recessione come un castigo morale per gli eccessi del passato, piuttosto che un problema tecnico che la macroeconomia potrebbe – e dovrebbe – risolvere prontamente» (*The Times* 29 dicembre 2008).

Wolf e Kaletsky hanno perfettamente ragione quando sostengono che la tecnica economica è importante per capire sia la causa della crisi, sia quali iniziative dovrebbero essere intraprese per porvi rimedio. Questioni come le tecniche della politica monetaria, il rilievo dei modelli matematici nella gestione del rischio, la dimensione e la composizione dello stimolo fiscale, la regolazione dei modelli OTD (*originate-to-distribute*) e la struttura delle remunerazioni dei manager sono tutte questioni tecniche importanti.

Tuttavia, andare oltre sostenendo la tesi che gli aspetti tecnici delle scienze economiche sono tutto ciò che conta è fondamentalismo economico. L'economia tecnica offre lumi importantissimi sulle cause della crisi e via dicendo ma è ben lontana da essere tutta la storia.

Tanto per iniziare, gli elementi che indicano che la crisi ha una dimensione morale sono preponderanti.

All'inizio della crisi, quando ci si riferiva ai prestiti subprime con l'espressione "*liar*" *loans* (prestiti "bugiardi") si iniziava a sospettare che fossero in gioco più che fattori tecnici. In seguito, le richieste di mutuo "sulla parola" e con la richiesta di una documentazione minima vennero definite prestiti "ninja": nessun reddito, nessun lavoro, nessun *asset*. Negli Stati Uniti, le ipoteche "esotiche" come i mutui "Alt-A" non richiedevano alcuna documentazione relativa al reddito o agli *asset* degli acquirenti e ciononostante erano piazzati all'interno di titoli derivati complessi, catalogati con tre A dalle agenzie di *rating*. Dallo scoppio della crisi, banchieri centrali, regolatori e politici hanno attirato l'attenzione sul problema dell'"azzardo morale". Si sarebbe potuto pensare che la sola espressione avrebbe indotto le persone a realizzare che non si trattava semplicemente di una questione tecnica. Tradizionalmente, le banche concedevano ipoteche le tenevano fino alla loro scadenza. Questo modello "originate-to-hold" offriva alle banche il forte incentivo di accertarsi che i mutuatari fossero in grado di restituire le somme prestate: in caso contrario avrebbero subito delle perdite. Poi le banche si resero conto che se impacchettavano un certo numero di ipoteche e le vendevano attraverso la cartolarizzazione, avrebbero potuto guadagnare di più. Questo modello "originate-to-distribute" non presentava il minimo incentivo affinché le banche si accertassero che i mutuatari fossero in grado di ripagare i propri debiti. Questo diventava un problema per qualcun altro.

Uno dei più deprimenti aspetti della crisi è come, nel momento in cui è calata la marea di prosperità, gli standard scadenti e le pratiche fraudolente siano venute alla luce. Le dimensioni dello scandalo Madoff sono sconvolgenti, mentre la Sec ha fatto sapere che sta investigando su venti "schemi Ponzi". In Irlanda, il presidente e il direttore generale dell'Allied Irish Bank sono stati costretti alle dimissioni a seguito della omissione nella pubblicazione dei prestiti concessi al presidente dalla banca da lui presieduta. Anche il regolatore bancario irlandese e altre autorevoli figure hanno rassegnato le proprie dimissioni.

Analogamente, il dibattito sui bonus pagati dalle banche verte per prima cosa sull'imparzialità e sulla tendenza a incentivare strategie manageriali di breve periodo piuttosto che su questioni tecniche. Nel corso degli ultimi trent'anni la gente è rimasta sbi-gottita per il crescente divario tra gli stipendi dei manager e quelli delle tute blu. Negli Stati Uniti, lo stipendio di un direttore generale di una grande azienda era 275 volte più alto rispetto a quello del salario medio di un operaio, mentre nel 1975 era superiore di sole 35 volte. Nel Regno Unito, è vivo il risentimento per il fatto che i banchieri in carica al momento dei fallimenti bancari abbiano ricevuto bonus e pensioni esorbitanti. Per esempio, perché l'ex direttore generale della Royal Bank of Scotland deve percepire una pensione di 695.000 sterline l'anno quando la banca per cui lavorava è ora posseduta per il 95 per cento dal governo britannico dopo la bancarotta causata da una gestione totalmente fallimentare? C'è altrettanta rabbia che la compensazione sia stata strutturata di modo tale che i dirigenti di successo possano ricevere larghi bonus in denaro basati su risultati di breve termine anche quando sul lungo periodo questi si ribaltano.

I professori di finanza potranno pure sembrare censori poco credibili, ma in un articolo del *Financial Times* (8 dicembre 2008) Nassim Nicholas Taleb, professore di tecnica del rischio presso la New York University, coautore assieme a Pallo Triana de *Il cigno nero* ed esperto di commercio dei derivati, ha definito la crisi finanziaria un vero e proprio delitto.

«È stato commesso un delitto. Sì, lo ripeto chiaramente, un delitto. C'è una vittima (i pensionati indifesi, le perdite dei contribuenti, forse persino il capitalismo e la società libera)... e c'è stata una rapina (banchieri strapagati che beneficiano di pingui *bonus*, rischi nascosti, manager del rischio quantitativo strapagati che vendono metodi palesemente fasulli)».

Anche i vertici ecclesiastici sono stati estremamente solerti a manifestare la propria censura morale delle azioni di banche e banchieri. Nel suo sermone natalizio del 2008 l'arcivescovo di Westminster, Cardinale Cormac Murphy O'Connor, parlò di uno "sbalorditivo" comportamento riprovevole da parte dei banchieri che avrebbe reso difficile ricostruire la fiducia nel sistema. Le due figure di grado più elevato della Chiesa anglicana hanno criticato con veemenza gli operatori di borsa della City. Il vescovo di Birmingham, John Sentamu, durante un discorso in occasione della cena annuale della Worshipful Company of International Banks ha affermato che gli operatori che hanno mietuto profitti per 190 milioni di sterline svalutando deliberatamente le azioni di HBOS, a dispetto delle solide basi patrimoniali della stessa banca, e portandola così direttamente tra le braccia di Lloyds TSB «sono chiaramente dei rapinatori di banca e razziatori di *asset*». Continuando, aggiunse che ci troviamo in un sistema di mercato che sembra aver preso le proprie regole da "Alice nel Paese delle meraviglie".

L'arcivescovo di Canterbury Rowan Williams è stato molto più sottile nel suo *j'accuse*, ma non per questo meno severo. Il suo punto di partenza è che una caratteristica endemica dei moderni mercati finanziari è l'assenza di qualsiasi elemento di rapporti umani e perciò di alcuna responsabilità. «In anni recenti, commerciare i debiti altrui in maniera sconsiderata è stato per molti il motore di guadagni finanziari astronomici». Nel nostro attuale sistema finanziario, il debito ha acquisito una propria volontà così che non c'è alcuna connessione tra il denaro e la realtà materiale. Poiché una crisi finanziaria comporta un enorme rischio per la stabilità sociale, Williams va oltre affermando che «è inutile pretendere che il mondo finanziario possa mantenere all'infinito questo grado di esenzione da sorveglianza e regolamentazione a cui si è abituato». Perciò l'Arcivescovo applaudiva l'iniziativa governativa di dichiarare fuori legge la vendita allo scoperto e raccomandava che «i governi non devono temere di andare in cerca di altri obiettivi».

La conclusione che emerge da quanto detto finora è quindi che la percezione del pubblico – quando si guarda ai "*liar*" *loans*, agli "schemi Ponzi", ai bonus bancari, alla vendita allo scoperto, alla mancanza di responsabilità dei banchieri – è che le istituzioni finanziarie e coloro che in esse lavorano hanno negli anni scorsi hanno perso totalmente la bussola morale pur di fare soldi. Come scritto da papa Benedetto XVI in una lettera indirizzata a Gordon Brown in occasione del G20, «un elemento chiave della crisi è la carenza di etica nelle strutture economiche».

### LA DIMENSIONE ETICA, MORALE E SPIRITUALE

La dimensione morale della crisi non dovrebbe comunque essere giudicata a prescindere dal successo del mercato bancario internazionale e dei mercati finanziari globali dei due precedenti decenni.

La crisi bancaria ha avuto inizio nell'estate del 2007, eppure non può essere facilmente separata dai due decenni di crescita economica globale e stabilità che l'hanno preceduta. Fu durante questi anni che si verificò l'impennata delle ipoteche e dei prezzi delle case, che si svilupparono i fondi di capitale come i *private equity* e gli *hedge fund* e che nacque il sistema bancario ombra. I semi dell'attuale crisi furono copiosamente sparsi in questo periodo. Detto ciò, questi furono anni di grande successo economico.

In Europa e negli Stati Uniti l'occupazione era ai massimi livelli, la crescita economica continua, inflazione e tassi d'interessi si trovavano a livelli estremamente ridotti. Il periodo successivo alla caduta del muro di Berlino vide la trasformazione delle economie dei Paesi post sovietici e dell'Europa dell'Est. Il reddito reale è cresciuto in maniera innegabile in tutta questa regione. Lo stesso vale per la Cina. Nei trent'anni seguiti alla decisione di Deng Xiao Ping di andare verso un'economia maggiormente governata dal mercato, il tasso di crescita cinese si è aggirato su una media del dieci per cento annuo. Tra il 1980 e il 2007 il Pil mondiale crebbe approssimativamente del 125 per cento, una media del 3,4 per cento annuo. Nella sola Cina alcune centinaia di milioni di persone si sono affrancate dal giogo della povertà. A livello globale, anche le condizioni di salute come misurate dalle aspettative di vita sono aumentate rapidamente specialmente nei paesi a basso reddito.

Al cuore di questo processo di crescente prosperità e riduzione della povertà si trovavano le banche internazionali e i mercati finanziari globali. Non solo le banche hanno favorito il movimento di capitale tra i paesi del mondo, ma, grazie alla riorganizzazione prodotta da privatizzazione e deregolamentazione, hanno anche portato a società più efficienti e meglio gestite, a un miglioramento della governance d'impresa e della cornice regolatoria, della formazione per il management professionale e a investimenti nelle infrastrutture da parte dei governi. La globalizzazione ha anche permesso un incremento significativo dell'immigrazione e un'enorme crescita delle rimesse dai paesi sviluppati a quelli in via di sviluppo.

La globalizzazione non è un processo amorale. È un fattore positivo, perché permette agli individui di sfuggire alla povertà attraverso l'estensione dell'economia di mercato. L'incremento della libertà economica attraverso le riforme in tale campo è stato accompagnato, nella maggior parte dei paesi, anche dall'accrescimento delle libertà personali e politiche. Un'economia di mercato di successo richiede intraprendenza, qualcosa che non è una questione tecnica ma che ha una dimensione morale. Michael Novak che ha scritto abbondantemente sul fondamento morale dei mercati sostiene – a mio avviso giustamente – che l'intraprendenza è «un carattere sia intellettuale che morale; un carattere intellettuale di intuito creativo e un carattere morale di buona volontà, apertura mentale, prontezza e intelligente esecuzione del dettaglio».

Novak ritiene che il carattere morale associato all'impresa comprenda «l'attenzione al mondo circostante e un'intelligente esecuzione fin nei dettagli», qualità che non è difficile definire morali. Quando la crisi ha messo in evidenza le manchevolezze del sistema bancario sono stati proprio i caratteri morali quali attenzione e intelligente esecuzione di dettaglio di cui, purtroppo, si è sofferta la mancanza. L'incapacità delle banche di attribuire un prezzo al rischio è l'incapacità di misurare, monitorare e gestire il rischio, che richiede attenzione per il dettaglio e che rappresenta un compito grave e tedioso. Il fatto che AIG non abbia aumentato il proprio capitale mentre emetteva allegramente enormi quantità di credit default swap è anche l'incapacità di valutare correttamente il rischio e di incrementare il capitale nella misura necessaria a bilanciarlo. L'incapacità delle agenzie di *rating* di accertare i dettagli delle ipoteche facenti parte di una CDO

(*collateralized debt obligation*) è ancora una volta un esempio di mancata attenzione al dettaglio.

Una particolare questione che è stata sollevata da teologi come Peter Selby, ex-vescovo di Worcester e il professore tedesco Ulrich Duchrow in risposta alla crisi è la natura del debito e il suo impatto sulla società. La loro tesi è che l'indebitamento ha iniziato a dominare la nostra vita economica. Ben lungi dall'aumentare la nostra libertà, incrementare il nostro indebitamento personale pone una seria ipoteca sul futuro della nostra società.

«Da una parte, tutti quelli tra noi che contraggono un debito, per qualsiasi scopo, pongono dei limiti alla nostra libertà d'azione futura: se abbiamo da ripagare debiti ingenti, il modello di base del nostro futuro diviene in larga parte determinato. Dall'altra parte, dal momento in cui prendiamo in prestito in cambio della speranza di uno standard di vita migliore e dell'aspettativa di un forte incremento del prezzo della proprietà queste aspettative *devono* essere corrisposte e quei risultati *devono* essere prodotti».

Alcuni studiosi sostengono che nei primi anni della storia della Chiesa cristiana sia impossibile trovare una difesa dell'usura (Clemente di Alessandria potrebbe essere un'eccezione, ma la questione è dubbia). L'usura fu espressamente proibita dai concili ecclesiastici a partire da quello di Arles (314), passando per Nicea (325) fino a Cartagine (348), Aix (789), Laterano (1179) e Lione (1274). Riformatori come Martin Lutero e Zwingli l'hanno ammessa e, benché il calvinismo la giustificasse, l'usura era soggetta a severe restrizioni. Selby prosegue sostenendo che,

«Chi voleva avanzare una difesa dell'usura, per non parlare degli altri metodi contemporanei per guadagnare denaro dal denaro, erano gravati da un difficilissimo onere della prova in relazione all'enorme peso della tradizione cristiana contro la pratica».

In epoca biblica, prendere e dare in prestito e il pagamento di interessi, a differenza dell'omicidio, dell'adulterio o del furto, non era proibito. Le persone erano incoraggiate a dare in prestito ai bisognosi, ma ciò avveniva perché l'economia era "integrata" nella società. In ogni caso, non era lecito esigere il pagamento di interessi da parte di altri ebrei. Solitamente, chi aveva bisogno di un prestito si trovava in difficoltà e sotto la minaccia della miseria. Addebitare interessi sui prestiti non era proibito se il debitore non era un membro della comunità ebraica.

Poiché mercati del credito non regolati avrebbero potuto distruggere il tessuto sociale, i termini e le condizioni che governavano la concessione dei prestiti e le modalità della loro riscossione erano dettagliatamente prescritti dagli insegnamenti del Pentateuco.

I mercati del credito di oggi non sono parte di un'economia "integrata" come nel passato. Solitamente sono mercati competitivi con tassi di interesse competitivi. Questi mercati adempiono a funzioni utilissime. Mettono le imprese e gli imprenditori nella condizione di prendere una somma in prestito al fine di investire. Forniscono un ritorno positivo ai risparmiatori che desiderano mantenere i propri risparmi in forma liquida. Mettono i consumatori nella posizione di distribuire equamente il proprio consumo su tutto l'arco della loro vita prendendo a prestito, abitualmente, tramite mutui nei primi anni di occupazione per poi ripagare più tardi.

Nondimeno, la saggezza antica ha qualcosa di importante da insegnarci. Uno dei proverbi di Re Salomone dice che "il debitore è sempre al servizio del creditore" (*Prov.* 22.8).

E su questa base che si possono ipotizzare specifiche restrizioni. Il debito è potenzialmente una forma di schiavitù e infatti nell'antichità era uno dei modi in cui anche un uomo libero poteva ritrovarsi in catene. Solitamente le persone si indebitano per sfortuna, a causa della perdita del lavoro o dell'interruzione di una relazione sociale. La prima risposta sono i mancati pagamenti, la negazione del problema. Dopo questa fase subentra quella dei giochi di destrezza finanziaria come il mancato pagamento delle rate della propria carta di credito. A questo punto i creditori iniziano a muoversi per il recupero dei propri crediti. I debitori si lamentano di essere minacciati e a quel punto, come ultima risorsa, i creditori fanno ricorso alle legge che significa, in ultima analisi, pignoramento, bancarotta o anche peggio.

È a causa di queste conseguenze che i mercati del debito al consumo sono regolati più rigorosamente di altri. L'attuale crisi, nondimeno, ci ha indotto a chiederci se una maggiore regolamentazione sia realmente necessaria, specialmente in materia di credito al consumo. Dovrebbe essere contemplata la condivisione obbligatoria di dati da parte delle società di carte di credito? Ci dovrebbe essere un tetto ai tassi d'interesse? Chi concede i mutui dovrebbe accettare un codice di comportamento che fissa un limite massimo sui prestiti al valore della proprietà? Dovrebbe essere obbligatorio per tutti i mutuatari avere un colloquio faccia a faccia con chi concede il mutuo? Le affermazioni dei mutuatari in merito al proprio reddito, ai propri *asset* e alla propria occupazione, dovrebbero essere verificate? Di solito, da questo punto di vista i Paesi dell'Europa continentale hanno maggiori regolamentazioni rispetto a quelli anglosassoni. Una regolamentazione siffatta sarebbe una forma di tutela del consumatore. Nei primi anni Settanta sono stato un convinto sostenitore della deregolamentazione delle istituzioni finanziarie al dettaglio e ancora oggi terrei fede a tale convincimento ma, visto quanto è capitato in anni recenti, potrebbe essere il caso di dare una stretta a certe procedure.

Un'ultima questione sollevata dalla crisi è più spirituale rispetto a una questione morale in senso stretto: l'idolatria.

Rowan Williams, arcivescovo di Canterbury, scrive nel solco dell'analisi del capitalismo fatta da Marx, sostenendo che «il capitalismo senza freni è diventato una forma di mitologia, che attribuisce realtà, potere e capacità d'agire a cose che non hanno una vita di per sé stesse». Astrazioni come «capitale», «il mercato» e «business» sono stati dotati di «vita, scopo morale e visione». Questi, sostiene Williams, sono gli idoli della nostra moderna cultura finanziaria e in quanto tali devono essere riconosciuti per quello che sono e tirati giù dal piedistallo su cui sono stati messi in mostra.

Il tema del capitalismo come forma di idolatria non è nuova ai teologi. Nel suo *Money and Power*, pubblicato per la prima volta nel 1954, Jacques Ellul sostiene che nel sistema capitalistico fare soldi diventa lo scopo della vita. Ricorrendo al termine di "Mammona" per descrivere il denaro, Gesù lo personifica e deifica. E a quel punto lancia la sfida: «non puoi servire Dio e Mammona allo stesso tempo». Il denaro è potere esattamente come la relazione tra padrone e servo. Così potente che Cristo vede le questioni attinenti a esso non come parte di un ordine morale bensì di un ordine spirituale.

«Quello che Gesù dimostra è che il denaro è potere. Il potere è qualcosa che agisce di sua stessa volontà, in grado di far muovere le altre cose, è autonomo (o pretende di esserlo), ignora le regole condivise, e si presenta come un agente attivo. Questa è la sua prima caratteristica. La seconda è che il potere ha un valore spirituale. Non è solo della dimensione mondana. Ha una direzione e un significato spirituale. Non è mai neutrale. Infine, il potere è più o meno personale. Il denaro non è un potere per via dei suoi usi da parte dall'uomo, ma lo è prima di tutto ciò. [Gesù] sta parlando di un potere

che cerca di essere come Dio, che rende sé stesso il nostro padrone e che ha i propri scopi specifici». (Jacques Ellul, *Money & Power*).

Harvey Cox, professore di teologia presso l'Università di Harvard, in un articolo intitolato "Mercato come dio" sottolinea che

«Il mercato sta diventando più come il Geova dell'Antico Testamento. Non semplicemente una divinità superiore in conflitto con le altre ma una divinità superiore, l'unico vero Dio, il cui regno deve essere universalmente accettato e che non ammette rivali! Onnipotenza divina significa la capacità di definire che cosa è reale».

Strettamente correlata con quella di idolatria è l'accusa di avidità. Il sistema finanziario mondiale è stato messo in ginocchio a causa dell'avidità dei banchieri. Simboleggia questa cultura un personaggio del film *Wall Street*, Gordon Gekko, un banchiere d'investimento specializzato nelle scalate societarie.

«Il punto è, signore e signori, che l'avidità – per la mancanza di un termine migliore – è bene.

L'avidità è giusta.

L'avidità funziona.

L'avidità chiarisce, va avanti, e cattura l'essenza dello spirito evolutivo.

L'avidità in tutte le sue forme – per la vita, per il denaro, per l'amore, per la conoscenza – ha segnato l'ascesa della società.

La sete di guadagno – state bene attenti a ciò che dico – non salverà solamente la Teldar Paper ma anche quell'altra società malfunzionante chiama Stati Uniti d'America».

Il mercato è stato elevato a uno status divino. Il denaro è un idolo e quelli che lo adorano si considerano i signori dell'universo. Sarebbe interessante chiedersi se, qualora Gekko avesse utilizzato la parola "incentivi" anziché "avidità", la cultura di mercato sarebbe stata altrettanto stigmatizzata.

Nonostante questo, per molti la crisi finanziaria è una parabola a sfondo morale. Non semplicemente un problema tecnico delle banche e dei mercati finanziari. Prestiti subprime, cartolarizzazione, bonus dei banchieri, la cultura dell'avidità così come viene percepita e il desiderio di idolatrare il Mercato solleverebbero questioni morali riguardanti l'onestà, la trasparenza, la responsabilità, l'avidità e l'idolatria.

#### IV. LE SFIDE DEL CAPITALISMO DI MERCATO

L'attuale recessione viene spesso accostata alla Grande Depressione degli anni Trenta. Questo fu un periodo di grande difficoltà economica: negli Stati Uniti la disoccupazione raggiunse il venticinque per cento e si verificò il crollo del commercio mondiale. In molti paesi la tensione sociale era palpabile. Questo portò le persone a mettere in discussione la legittimità del capitalismo. Dopo la Seconda Guerra mondiale nel Regno Unito questo condusse alla creazione del welfare state, del servizio sanitario nazionale e alla nazionalizzazione di vasti settori dell'economia britannica.

La risposta degli stati all'attuale crisi è già stata salutata come il ritorno del *big government*, la rinascita delle teorie economiche keynesiane e la fine delle "soluzioni basate sul mercato". Il Tesoro degli Stati Uniti sta fornendo un enorme stimolo fiscale seguendo le linee keynesiane, importanti banche come la Royal Bank of Scotland, Lloyds, Ci-

tibank e il gigante delle assicurazioni AIG sono già stati di fatto nazionalizzati, e ad alcuni settori dell'economia come quelli dell'auto e alle aziende tecnologiche appena avviate sono stati concessi imponenti sussidi. Il modello anglosassone di capitalismo è stato messo alla berlina in Francia e Germania e i cinesi hanno ora sollevato la questione "chi ha ora fiducia nei maestri?".

Al fine di dare una risposta è necessario osservare alcune cose.

La prima è che, sebbene questa sia una grave recessione, non abbiamo ancora avuto un tracollo e siamo ben lontani dall'esperienza della Grande Depressione. Negli Stati Uniti, tra il 1929 e il 1932 la produzione industriale crollò di quasi il 45 per cento, l'edilizia abitativa del 5 per cento e la disoccupazione passò dal tre per cento del 1929 al venticinque del 1933. All'epoca 34 milioni di persone appartenevano a famiglie senza qualcuno che portasse a casa un salario fisso e 11.000 delle 25.000 banche americane avevano chiuso i battenti. Tra il 1929 e il 1932 il reddito della famiglia media americana era crollato del 40 per cento. I tempi duri degli anni Trenta negli Stati Uniti non erano solamente il risultato del crollo del mercato finanziario e dei mercati del lavoro e del capitale. Fu anche la conseguenza di una serie di politiche sbagliate da parte della Federal Reserve, del Tesoro e degli altri paesi che perseguivano quelle politiche economiche dette "beggar-my-neighbour", che avevano l'effetto di danneggiare le esportazioni statunitensi.

L'attuale recessione è grave e globale ma è pur sempre molto diversa dalla Grande Depressione degli anni Trenta. I *policy makers* dei paesi chiave hanno ridotto i tassi d'interesse a zero e stanno ricorrendo a politiche non ortodosse per accrescere l'offerta di moneta. Il Tesoro sta ricorrendo politiche keynesiane di spesa in disavanzo per incrementare la domanda aggregata e gli Usa e il Regno Unito hanno introdotto misure per mettere ordine ai bilanci patrimoniali delle banche ed effettuare *stress test* sulla solidità per il futuro.

Una seconda questione è: in quale misura le tesi a favore dell'economia di mercato sono state minate dalla crisi bancaria? Per l'ultimo quarto di secolo l'idea predominante riteneva che un mercato libero regolato al minimo avrebbe assegnato le risorse nel modo più efficiente. Ciò avviene permettendo ai partecipanti di stringere contratti, scegliendo così il livello di rischio, di redditività e di liquidità preferiti. L'assunto di fondo era che i mercati fossero efficienti e razionali, facendo sì che manie, panico e comportamento da gregge fossero casi rari e che il mercato imponesse la propria disciplina al *management* delle banche. Alan Greenspan (*Financial Times*, 27 marzo 2009) notando gli effetti della moderna teoria della finanza, argomenta che

«Tutte le sofistiche matematiche e stregonerie informatiche fondamentalmente poggiano su un'unica premessa: l'illuminato interesse personale di proprietari e manager delle istituzioni finanziarie li porterebbe a garantire un cuscinetto sufficiente contro l'insolubilità monitorando attivamente il capitale delle proprie aziende e le posizioni di rischio».

Proseguendo aggiungendo

«per generazioni questa premessa appariva incontestabile ma nell'estate del 2007 si è rivelata erronea».

Ciò è avvenuto in parte a causa della complessità delle tecniche di gestione del rischio, in parte a causa della creazione di prodotti nuovi e altamente sofisticati, e in parte ancora perché per qualche anno nessuno – banchieri, banchieri centrali, regolatori,



agenzie di *rating*, funzionari governativi – è venuto alle prese con la crescita globale del sistema bancario ombra.

È importante riconoscere che questo fallimento è un vero fallimento del sistema. Questo significa che sarebbe corretto concludere che “i mercati finanziari non funzionano”, o che le banche nazionalizzate sarebbero meglio gestite di quelle private. Nel settore finanziario la lezione principale è che le regole del gioco, cioè la regolamentazione, dovrebbero essere formulate in maniera assolutamente chiara, non solamente per le banche, ma anche per la popolazione, in maniera da eliminare l’azzardo morale dal sistema finanziario.

Al di fuori del sistema finanziario la tesi a favore dell’economia di mercato è più forte che mai. Essa incoraggia lo spirito d’iniziativa e l’assunzione del rischio con una efficacia che le economie a gestione pianificata non potrebbero mai eguagliare. Le tesi a favore delle privatizzazioni, espresse in maniera così convincente negli anni Ottanta rimangono più forti che mai. C’è una schiacciante evidenza che le industrie privatizzate – siano essi di automobili, commercio al dettaglio, gas, petrolio, acqua o elettricità – sono molto più ricettive dei bisogni dei consumatori e operano in maniera più efficiente di quelle possedute dallo stato.

La terza questione consiste nel riconoscere che, almeno in parte, il peggioramento della situazione è stato prodotto alla risposta degli investitori alle azioni delle autorità. Abbiamo già osservato che la crisi è stata causata dalla concomitanza di una contrazione del ciclo economico, dello scoppio di una bolla speculativa degli *asset* e di una crisi bancaria. Dal momento dello scoppio della crisi nell’estate del 2007, le banche centrali, i regolatori e i governi hanno risposto con scelte contraddittorie, mal concepite e disorientanti. Il continuo deterioramento del mercato seguito al collasso della Lehman Brothers è stato dovuto alla risposta negativa degli investitori, spiazzati dall’incertezza provocata dagli interventi pubblici. In altre parole, le azioni delle autorità contribuiscono sia a risolvere la crisi sia, allo stesso tempo, ad aggravarla.

Alla luce di tutto questo ci sono sei cose che il governo può e dovrebbe fare in risposta all’emergenza.

*Primo.* Negli scorsi diciotto mesi, i governi avevano buone ragioni per agire in maniera energica al fine di impedire un collasso strutturale del sistema bancario globale. Gli interventi hanno assunto forme differenti nei differenti paesi – nazionalizzazione totale o parziale delle banche, assicurazioni pubbliche sui depositi, acquisto degli *asset* tossici da parte del governo, assicurazione di stato su certi tipi di *asset* – e il processo è ben lontano dall’essere completo. Sebbene i governi siano esposti a critiche per quanto riguarda la prontezza delle loro azioni e le modalità con cui hanno cambiato le proprie politiche, tutto sommato essi sono riusciti a prevenire un catastrofico collasso del sistema. Gli interventi erano necessari. Eppure, restano ancora molte domande senza risposte. La Lehman Brothers doveva essere salvata? Si sarebbe dovuta lasciare al proprio destino AIG? Si sarebbe dovuto nazionalizzare certe banche? Queste sono questioni sulle quali si discuterà per anni. Resta però valido il punto fondamentale, che la minaccia di una crisi sistemica chiedeva iniziative pubbliche straordinarie da parte dei governi.

*Secondo.* La questione dello stimolo fiscale. In un’economia con piena occupazione uno stimolo fiscale avrebbe un impatto limitato sull’attività economica generale. Si limiterebbe a trasferire risorse dal settore privato a quello pubblico. In un’economia, invece, caratterizzata da disoccupazione e orari di lavoro ridotti, fabbriche inattive o

operanti a regime parziale, l'incremento della spesa governativa dovrebbe ridurre la disoccupazione. Secondo un approccio keynesiano un tale incremento della spesa pubblica sortirebbe un effetto moltiplicatore. Barack Obama ha dichiarato che lo stimolo è più di una ricetta per ridurre la disoccupazione nell'immediato futuro. È una strategia che mira alla crescita di lungo periodo in aree come quelle delle energie rinnovabili, dell'assistenza sanitaria e dell'istruzione. Poiché la spesa in queste aree sottrarrà risorse da altre, Gary Becker e Kevin Murphy dell'Università di Chicago (*Wall Street Journal*, 10 febbraio 2009) sostengono invece che, molto probabilmente il moltiplicatore è ben al di sotto dell'unità.

Se l'incremento previsto della spesa pubblica ha un obiettivo di lungo termine, molto probabilmente la spesa non verrà ridotta una volta che l'economia tornerà a crescere. Gli aumenti di spesa continueranno ad attirare gruppi l'attenzione di pressione e con tutta probabilità essi rimarranno uno dei tratti permanenti dell'economia. Il settore pubblico crescerà e quello privato declinerà. Mettere insieme un programma che prevede un simile incremento della spesa pubblica in un lasso di tempo così ristretto comporterà una cattiva allocazione delle risorse, ipotesi suffragata dall'evidenza storica.

*Terzo.* Il settore in cui certamente si realizzeranno le riforme più importanti è senza dubbio quello finanziario. È pressoché certo che la regolamentazione si amplierà: controlli sui capitale maggiormente severi, introduzione del controllo della liquidità bancaria, nuovi sistemi di compensazione nell'industria bancaria, maggiore regolamentazione degli *hedge fund* e *private equity fund*. Alcuni propongono la reintroduzione del *Glass Steagall Act*, una misura introdotta nel 1933 per separare l'attività bancaria commerciale da quella d'investimento. Altri vanno oltre, proponendo che le banche commerciali siano convertite in servizi pubblici con severe restrizioni sui rischi che possono assumere, mentre altri tipi di istituzioni finanziarie che potrebbero farsi carico di rischi maggiori, sarebbero regolate in maniera leggermente meno invasiva.

Quello che è necessario nel settore finanziario non è una regolamentazione più vasta, bensì una regolamentazione migliore. Nell'attuale atmosfera di pubblica indignazione nei confronti dei banchieri, sarebbe facile per i governi ampliare le normative a carico del settore finanziario, ad esempio prevedendo tassi di capitale di vigilanza molto più alti degli attuali, introduzione della liquidità di capitale e standard di gestione di rischio per gli *hedge funds*, maggiore trasparenza per strumenti complessi (cartolarizzazioni e altri prodotti strutturati e derivati), maggiore vigilanza dei *credit default swaps* e dei mercati non quotati in borsa, una maggiore regolamentazione delle agenzie di *rating*.

Tutto ciò è già stato proposto in tre importanti rapporti: quello del *Group of Thirty* sulla riforma finanziaria (gennaio 2009), quello dell'*High Level Group* – presieduto da Jacques Larosiere – sulla supervisione finanziaria nell'Unione Europea e in *The Turner Review: a regulatory response to the global bank crisis* (marzo 2009). Tutti sostengono la necessità di una dettagliata revisione dei sistemi finanziari nazionali oltre che di quello internazionale, di modo che tutte le istituzioni finanziarie in grado di produrre un collasso sistemico siano soggette a una supervisione preventiva, affermano che la qualità e l'efficacia della regolamentazione preventiva e la supervisione debbano essere migliorati, che gli standard siano rafforzati, e che mercati e prodotti finanziari siano resi più trasparenti.

Alcune di queste proposte sono necessarie e dovrebbero essere accolte con favore. Il pericolo viene però dall'eccesso di zelo, specialmente in certi ambiti, il quale ridurrebbe permanentemente la forza competitiva delle istituzioni in essi operanti.

*Quarto.* Un'altra priorità è che, nello stesso preciso momento in cui i governi cercano di migliorare la regolamentazione, essi dovrebbero anche cercare di sviluppare delle

strategie per liquidare la propria partecipazione nelle banche. Nel Regno Unito, dopo che le industrie furono nazionalizzate alla fine degli anni Quaranta, ci vollero quasi quarant'anni prima che fossero privatizzate.

Le banche a partecipazione pubblica diventano facilmente i veicoli del governo per l'introduzione di politiche e strategie che vanno bene per i politici ma non migliorano l'allocazione delle risorse. Le autorità, ad esempio, potrebbero indirizzare i prestiti su certe aree dell'economia al fine di produrre posti di lavoro ma non in altre aree quali quella immobiliare perché questa potrebbe essere giudicata una speculazione, continuare a finanziare aziende in perdita per evitare la perdita di posti di lavoro, insistere su certe strutture di compensazione per le banche che offrirebbero incentivi del tutto differenti da un approccio basato sulle politiche di mercato.

Per questo è importante che, nel momento in cui i governi salvano le banche dal fallimento dovrebbero anche preparare dei piani per restituirle al settore privato.

*Quinto.* Nonostante la crisi, il governo dovrebbe esporre le ragioni a favore del libero scambio e mettere in rilievo i pericoli del protezionismo, i benefici della globalizzazione e i rischi del nazionalismo economico, quelli del libero mercato e dei pericoli della regolamentazione, del controllo governativo e della proprietà statale.

*Sesto.* Il governo deve riconoscere la natura morale della crisi. Anche se pensassimo che l'avidità sia parte integrante dei problemi alla base della crisi, le autorità non sono in condizione di risolvere la questione. Questo è appannaggio di chiese, moschee, sinagoghe, e di quelle persone che, pur non coltivando alcun sentimento religioso, desiderano vedere più alti standard nella vita pubblica.

Ma ci sono cose che le autorità, limitate dai vincoli e dai contropoteri istituzionali, possono fare in modo da rafforzare queste norme. Una di esse potrebbe consistere nell'avere una maggiore trasparenza nei mercati finanziari e una maggiore divulgazione delle informazioni relative alle istituzioni finanziarie. Una seconda è assicurarsi che una più intensa supervisione delle istituzioni finanziarie assicuri che "prestino più attenzione al dettaglio", come la verifica indipendente del reddito e degli *asset* dei potenziali mutuatari e una migliorata governance dei rischi bancari. In terzo luogo, nei paesi anglosassoni si sta ipotizzando l'opportunità di introdurre controlli più severi sui mercati del credito al consumo. Nessuna di queste proposte è però un sostituto di una cultura di integrità e di una prassi che recluti e promuova il personale sulla base dell'integrità, oltre che della competenza.

### *CHI SIAMO*

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

### *COSA VOGLIAMO*

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.