

ALMA MATER STUDIORUM - UNIVERSITA' DI BOLOGNA

FACOLTA' DI LETTERE E FILOSOFIA

Corso di laurea in
Storia

**Il dibattito sulla crisi economica internazionale:
premesse storiche e dinamiche attuali**

Tesi di laurea in
Storia del lavoro

Relatore
Prof. Ignazio Masulli

Presentata da
Alfredo Mignini

Prima Sessione

Anno accademico
2009/2010

Indice

Introduzione	1
1. <i>Premesse storiche</i>	3
1.1 Investimenti e commercio mondiale: due punti chiave	4
1.2 Una svolta epocale	13
2. Finanziarizzazione	25
2.1 Le forme	25
2.2 Il rischio	34
3. <i>Dinamiche attuali</i>	41
3.1 L'indebitamento privato a sostegno dei consumi	41
3.2 La bolla immobiliare e i mutui <i>subprime</i>	49
Appendice: una nota (non) conclusiva	57
Ringraziamenti	61
Bibliografia	63

*«Io devo stare a Manhattan
per contare... non c'è più nessuna
nobiltà nella miseria, papà!»*

*“Bud Fox” (Charlie Sheen) a suo padre
in *Wall Street* di Oliver Stone, 1987*

Introduzione

Ciò che in questo lavoro si tenterà di fare, come si dichiara fin dalla prima parte del titolo, è ricostruire il dibattito sulla crisi economica attuale. Va da sé che il compito non è certo dei più semplici, principalmente per due motivazioni. In primo luogo tale dibattito è tuttora in corso, rendendo praticamente impossibile avere seppur minime pretese di esaustività, delle quali ci si libera fin da questo momento. In secondo luogo la scottante attualità di tali argomenti, bisogna ammetterlo, non dispone a quella condizione di *sine ira et studio* che tanto piace agli storici. Se da un lato il tentativo di aggirare questi ostacoli è affidato al metodo che fra poco descriverò in dettaglio, dall'altro l'equilibrio che indubbiamente il tempo contribuisce a far raggiungere non è completamente precluso se si imbocca una strada particolare. Non a caso in queste pagine si farà parlare il dibattito, si faranno dialogare le fonti nella speranza di far emergere da loro una chiave di lettura e un contributo, seppur piccolo, alla *costruzione di senso*. L'esposizione pertanto sarà mantenuta chiara e piana il più possibile come sforzo utile e necessario di cui ogni *narrazione* (nel senso etimologico di *far conoscere*) deve ritenersi responsabile, sperando di non cadere mai nella trappola del banale e del semplicistico.

La selezione degli interventi, in cui si misura la validità del metodo, è stata dunque un momento fondamentale del lavoro di ricerca svolto. L'indicazione generale seguita – come non manca di evidenziare la seconda parte del titolo – è stata quella di rintracciare nel dibattito quei contributi maggiormente carichi di *premesse storiche e dinamiche attuali*: questo è sembrato il modo migliore di restituire la complessità dell'argomento, basandola su un sostrato di spiegazioni capaci di indagare a fondo fenomeni sociali complessi. Come si dichiarerà nel corso della trattazione questo tipo di lettura è stata rintracciata soprattutto nei fautori dell'approccio *sistemico* ai problemi della crisi, che peraltro interpretano puntualmente come *crisi sistemica*, senza con ciò sacrificare il dialogo con altri punti di vista. Non si è concesso spazio solamente a quelle visioni meramente descrittive o evenemenziali che non sono sembrate capaci di restituire profondità né aggiungere senso alcuno al discorso.

I tre capitoli di cui questa breve trattazione è composta sono così ripartiti: il primo parte da lontano a rintracciare le lunghe radici di alcuni funzionamenti precisi del sistema economico mondiale negli ultimi trent'anni. Fra le tante possibili si è scelto di focalizzare l'attenzione sul problema dell'investimento produttivo e sul commercio di scala mondiale, dandone poi un'approccio esplicativo nella descrizione della svolta epocale rappresentata dalla ribalta delle politiche monetariste targate Reagan-Thatcher e l'ascesa del neoliberismo come

paradigma economico egemonico. In senso stretto questi aspetti sono stati categorizzati come *premesse storiche* per la loro capacità di fornire un punto di partenza nell'analisi. Il secondo capitolo, come momento di passaggio *logico e cronologico*, è stato dedicato al fenomeno della finanziarizzazione esaminandone tanto le manifestazioni quanto le motivazioni profonde. Nello stesso tempo, però, si è cercato di fornire quegli elementi necessari per comprendere l'avvitamento di mercati finanziari e reali con particolare riguardo alle componenti di rischio tenute in sordina per anni e ora fragorosamente tornate a galla con la crisi. Il terzo capitolo tenta di completare il quadro ricostruendo le dinamiche di un indebitamento privato dalle proporzioni notevoli e addentrandosi infine nell'analisi del fallimento dei mutui *subprime* da cui tutto è partito. Alla breve postilla d'appendice, infine, si è lasciato il grave compito di dare ragione del contagio sistemico a partire da *una manciata* di mutui *tossici*. In verità, in quella sede, si è provato a ricollegare e tenere insieme elementi esplicativi già abbondantemente anticipati nel corso della trattazione, cosa di cui si sentiva fortemente l'esigenza. Detto ciò, rimane la loro parzialità e brevità di fronte alla vastità delle argomentazioni implicate.

La presente trattazione, pur con i limiti dichiarati, mira comunque a procedere verso la meta precisa di una spiegazione ad approccio sociale, storico-comparativo e dunque complesso ai temi che ci riguardano come società ed esseri umani. L'economia, in quanto *regola* (NÒMOS) e amministrazione delle *cose domestiche* (OÍKOS), ne è parte a tutti gli effetti.

Capitolo I

Premesse storiche

Gradualmente, ho abbandonato i modelli astratti in favore della teoria - empiricamente e storicamente fondata - dell'antropologia sociale. Ho iniziato così la mia lunga marcia dall'economia neoclassica alla sociologia storico-comparativa.

Giovanni Arrighi, 2009¹

Studiare a fondo la crisi che il capitalismo contemporaneo sta attraversando significa ricercarne origini e moventi innanzitutto nel passato recente, analizzando gli aspetti di cui esso si compone e come essi sono cambiati (o stanno cambiando) nel tempo. In questo senso, quello che ogni tentativo di spiegazione *sociale* non può esimersi dal fare è munirsi di un approccio interdisciplinare, che sappia fare buon uso degli strumenti (tanti) e dei discorsi (forse anche troppi) circolanti e trasversali nelle varie discipline che studiano l'umanità e la sua organizzazione. Il che, quasi banalmente, equivale a sostenere che un fenomeno sociale non può che essere affrontato con il massimo possibile di competenze e conoscenze.

Gli studi economici, essendo appunto studi di un particolare livello organizzativo della società, ovvero quello riguardante i rapporti fra risorse e bisogni, non possono allontanarsi da questo fondamento epistemologico, pena la nascita di una costruzione dogmatica. Cosa generalmente non desiderabile per il rischio endemico di impedire una reale comprensione dei fatti, in quanto potente inibitore di un qualsiasi *logos* o, se si vuole, della scienza. Un autentico *discorso* non è infatti possibile in quanto, a differenza di una teoria (confutabile o falsificabile) o di una ideologia (da sposare o combattere), un dogma «ossia qualcosa della cui verità non ha senso dubitare, [...] si situa prima di ogni avallo ideologico e di ogni dimostrazione teorica»². È per tale ragione che in particolari momenti storici, come quello che stiamo vivendo, l'affermazione di prima termina di essere *solo* un fondamento epistemologico per trasformarsi in una dichiarazione deontologica.

Meta esplicita di questo percorso, la riduzione della complessità dell'argomento è funzionale alla sua comunicabilità, cercando di non essere mai semplicistica e seguendo a questo fine il *dibattito*, come portatore di visioni, sguardi e rappresentazioni significative. Come sempre sperando di poter fornire, nell'accostamento critico delle fonti, non solo una

1 G. Arrighi, *The Winding Path of Capital. Interview by David Harvey*, in «New Left Review» 56, marzo-aprile 2009, p. 62

2 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza: da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Donzelli Editore, Roma 2009, p. 23.

ricostruzione coerente, ma anche un'utile fonte di riflessione.

Se ancora una volta è utile e necessario, come ha scritto Bachtin, «*unire ciò che è stato fallacemente diviso e allontanato e disgiungere ciò che è stato fallacemente avvicinato*», non sarà inopportuno citare quanto scrive Wu Ming 1, anche se in un contesto completamente differente, in un recente saggio di critica letteraria che fa dello 'sguardo obliquo' uno dei suoi punti chiave:

l'adozione di punti di vista "inusitati", se motivata e non ridotta a mero giochino, è una presa di posizione etica ineludibile. Noi siamo intossicati dall'adozione di punti di vista "normali", prescritti, messi a fuoco per noi dall'ideologia dei dominanti. È imperativo *depurarsi*, cercare di vedere il mondo in altri modi, sorprendendo noi stessi³.

Senza la presunzione di voler qui formulare punti di vista inusitati, ci si limiterà a presentarne alcuni iniziando ad accostare gli elementi di ricostruzione in questo primo capitolo.

1.1 *Investimenti e commercio mondiale: due punti chiave.*

La lettura più in voga della crisi corrente, ovvero quella che ricalca maggiormente la superficie degli eventi succedutisi, in prima battuta ne ha confezionato una versione edulcorata. Anzi, all'emergere dei primi fondatissimi e improcrastinabili timori sulla stabilità del sistema finanziario globale (2007), molti analisti hanno iniziato semplicemente a «negare che si potesse parlare di crisi», optando per una più confortante “battuta d'arresto” dei mercati e addirittura sostenendo che il solo parlarne potesse trasformarsi in una profezia che si auto-realizza. In seguito, di fronte all'evidenza, si è ammesso che si stavano raggiungendo livelli critici, ma comunque guardando i primi gravi avvenimenti come un'inevitabile crisi ciclica; ancorché si trattasse di fatti carichi di significato come importanti *hedge funds* che annunciano la chiusura, Bear Stearns – una delle cinque più importanti banche d'investimento americane, le *big five* – acquistata a prezzo ridicolo da J.P. Morgan – un'altra delle *big*. Il capitalismo funziona così e quindi non siamo nemmeno di fronte ad una battuta d'arresto, si diceva, ma semplicemente a una particolare fase di quel funzionamento: a fronte di “alti” sempre più sorprendenti, non si faccia troppa fatica ad accettare “bassi” altrettanto profondi. Peccato che il futuro avrebbe tardato molto prima di mostrare qualcosa di simile alla

³ Wu Ming 1, *New Italian Epic (versione 2.0). Memorandum 1993-2008: narrativa, sguardo obliquo, ritorno al futuro*, corsivo mio.

conclusione di questo ciclo e ancora oggi stiamo aspettando: la recessione è un fatto piuttosto incontestabile. Il *National Bureau of Economic Research* (NBER), un'organizzazione *no profit* fra le più importanti ed autorevoli al mondo, ancora lo scorso aprile esprimeva molte riserve sui cosiddetti segnali di ripresa sottolineati da molti analisti sui media di tutto il mondo, scrivendo che «sebbene la maggior parte degli indicatori si sia risolleata, il comitato ha deciso che individuare la data di un punto di svolta inferiore sulla base dei dati attuali sarebbe prematuro»⁴. A maggior ragione, arrivati all'autunno *nero* del 2008 «gli apologeti se ne sono stati zitti [...] e sono apparsi i “profeti postumi”. Improvvisamente, tutti “sapevano già” che il sistema era insostenibile»⁵.

Il dato che deve emergere da questi comportamenti degli esperti del tutto condannabili può essere duplice: da un lato si spiega con la rigidità dogmatica, talvolta fideistica, in un sistema necessariamente pensato come definitivo, migliorabile ma giusto, le cui crisi non sono mai niente altro che oscillazioni negative, incapaci tuttavia di mettere minimamente in discussione i fondamenti del sistema:

il capitalismo dopo questo shock non cambierà. Riscriveremo alcune regole per mercati finanziari. Cercheremo di migliorare la supervisione e gli incentivi per i manager della finanza, oltre a cambiarne parecchi. Ma il capitalismo anglosassone, fondato sul mercato, *continuerà a essere quello che produce più crescita*. Teniamocelo⁶.

Dall'altro lato, però, quegli atteggiamenti trovano una loro spiegazione in una reale, e perciò tanto più preoccupante, incapacità di comprensione dei fatti che sono accaduti e stanno accadendo, senza che le due spiegazioni siano completamente irrelate fra loro. Invalde ancora adesso, ma di sicuro non fra i più validi economisti, una ricostruzione della crisi attuale come eminentemente *finanziaria* o, addirittura, come una “*crisi dei subprime*”. Si rende dunque necessaria una precisazione: sebbene questa sia stata *anche* una crisi finanziaria e, in particolare, innescata dal fallimento di un particolare tipo di mutui immobiliari ipotecari concessi a clienti al di sotto (*sub*) dello standard dei clienti *prime* (coloro i cui redditi sono abbastanza elevati da rendere del tutto normale il pagamento della rata), essa affonda le sue radici in un preciso funzionamento del capitalismo contemporaneo, così come lo conosciamo da ormai trent'anni. A ben vedere, con il passare del tempo, diventa sempre più difficile sostenere la “tesi finanziaria” per via delle cosiddette ricadute nell'economia reale, ovvero

4 NBER, *Press Releases*, 12 aprile 2010, traduzione mia.

5 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 20.

6 A. Alesina, *La crisi del 1929 e le sue false morali*, in «Il Sole 24 Ore», 20 maggio 2009, corsivo mio.

nell'economia dei produttori e dei consumatori che si scambiano merci. Senza contare che inoltre alcune voci, decisamente in sintonia con il coro, hanno iniziato a spogliarsi di questa copertura, in verità effimera. Ne è un esempio Alan Greenspan, presidente della Federal Reserve (la banca centrale degli Stati Uniti) dal 1987 al 2006, che nell'ottobre del 2008 in un discorso al Congresso non ha faticato ad ammettere, nonostante la «sbigottita incredulità», di aver assistito al «crollo del proprio intero edificio intellettuale nell'estate del 2007⁷».

Ciò che qui si tenterà di fare, sulla scorta di analisi e giudizi di numerosi studiosi, alcuni dei quali in netto anticipo sullo stesso manifestarsi dei fatti più macroscopicamente finanziari, è porre l'attenzione su due pilastri fondamentali del sistema capitalistico e tracciare, sulla base delle evidenze, il processo storico di cui risentono e che è culminato nella crisi: l'investimento produttivo e gli andamenti commerciali globali. Un'analisi storico-comparativa di questo tipo, come si ricordava prima, oltre ad essere necessaria ai nostri fini, risulta in questo campo d'indagine nient'affatto scontata. Solo i più validi fra gli autori che hanno analizzato la crisi, hanno sottolineato le dinamiche non strettamente contingenti e qui si cercherà, nei limiti di questa ricostruzione, di seguirli da vicino.

L'investimento è un elemento cruciale di un'economia di mercato basata sulla produzione industriale e lo scambio di merci e servizi. Esso risponde a un bisogno preciso che è quello di rendere possibile il processo produttivo e l'esistenza stessa di un qualsiasi mercato, nel quale ci si scambino merci utili. A ben vedere è proprio grazie a questo atto fondamentale della vita economica che si può parlare propriamente di crescita, anche intesa in senso non esclusivamente materiale. Focalizzare l'analisi su di esso può fornire una buona misura dello stato di salute della nostra economia e, conseguentemente, delle radici della sua crisi.

Prima di farlo, però, è bene ancora una volta precisare. I dati e le evidenze raccolte che qui si seguiranno sono riferiti soprattutto, se non del tutto, all'economia statunitense che durante questo lavoro viene costantemente messa al centro dell'attenzione. Come si intuirà, possono esserci due ragioni fondamentali: nessuna ricostruzione dello sconvolgimento economico in corso può esimersi dal considerare il suo epicentro – il sistema finanziario degli Stati Uniti –; inoltre, *anche se* uno sconvolgimento di questa portata fosse scaturito da un'altra realtà non avremmo potuto fare a meno di considerare il *sistema nervoso* che – pur non essendo più così scontato e scientificamente corretto – è almeno in parte identificabile in Wall Street. Il limite cui si va incontro con un'impostazione del genere è presto detto in un'economia-mondo sempre più multipolare. A parziale giustificazione, nelle prossime pagine si cercherà, quando possibile, di completare il discorso grazie ai contributi di alcuni autori che

7 Cit. in D. Bezemer, *No, c'è chi ha visto la crisi*, in «Il Sole 24 Ore», 9 settembre 2009.

inscrivono il dibattito su questi argomenti in un quadro globale e sistemico.

Se si guardano gli andamenti relativi agli investimenti degli ultimi tempi, ci si rende subito conto di quanto essi siano non solo estremamente altalenanti ma anche tendenzialmente al ribasso. I “ruggenti anni Novanta” sono il prodotto di questi sbalzi importanti e perciò preoccupanti. Può essere curioso, a questo punto, ripercorrere la storia del decennio conclusivo del secolo scorso anche attraverso una serie di alti e bassi di borsa (ma, come sempre, con importanti ricadute sull'economia reale), che alcuni possono vedere come veri e propri fallimenti continui e per giunta di crescente gravità. D'altra parte l'ultimo non fa che confermare la regola. Si potrebbe quindi partire dal crollo borsistico nel 1987 (il primo dopo l'abbandono del *Gold Exchange Standard*⁸ con Alan Greenspan da qualche mese a capo della FED⁹ su nomina di Ronald Regan) e continuare con la breve recessione di otto mesi tra il 1990 e il 1991¹⁰. Poi un insolito intermezzo di ripresa straordinaria tra il 1995 e il 2000 quando si registra un tasso di crescita medio del livello degli investimenti dell'ordine di più del 10% all'anno¹¹. Sono cifre che trovano la loro ragione nelle aspettative ottimistiche delle imprese sui corsi di mercato, specie quelli finanziari e soprattutto indirizzate ad una particolare fetta di mercato azionario rappresentata dalle quotazioni delle aziende operanti nel campo dell'informatica. Cifre, aspettative e rialzi borsistici che nel 1996 fanno parlare lo stesso Greenspan di *irrational exuberance* per descrivere un comportamento diffusissimo ma a dir poco ingiustificato, che solleva notevoli timori per una imprevedibile quanto inevitabile caduta, altrettanto irrazionale ed *esuberante*¹². E difatti il castello crolla nel 2001 con una nuova recessione, anche questa di breve durata, dietro il crollo di una nuova bolla, quella che è passata alle cronache come bolla della *new economy* o delle *dot.com*. Dietro queste definizioni si nasconde un'*irrazionale euforia* in cui molti investitori erano caduti impiegando una quantità crescente di capitali nelle quotazioni di una miriade di nuove compagnie del settore informatico, non solo nel campo del *e-commerce*. Si diceva che «le nuove tecnologie avessero cambiato tutto, e che le vecchie regole sui limiti che si frapponessero al profitto e alla crescita non si applicassero più¹³». Nella spiegazione che Paul Krugman fornisce di questa bolla azionaria, accanto a questo primo elemento ha un ruolo notevole anche «la

8 Si tornerà in seguito e più diffusamente sia sull'importanza epocale di questo cambiamento, sia sulla bolla azionaria di inizio anni Novanta.

9 Così ci si riferisce comunemente alla *Federal Reserve System*, la banca centrale degli Stati Uniti.

10 Dati del NBER.

11 Cfr. F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale e finanza innovativa: irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, UTET, Torino 2009, p. 15.

12 Cfr. l'analisi di R. J. Shiller, *Euforia irrazionale: alti e bassi di Borsa*, il Mulino, Bologna 2009, (prima ed. 2000).

13 P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, Milano 2009, p. 165.

convinzione che l'epoca delle pesanti recessioni fosse definitivamente alle spalle¹⁴», un circolo vizioso che porta a sopravvalutare le capacità di crescita dell'economia. Si può ricordare qui che questi sono gli anni in cui Robert Lucas (premio Nobel per l'economia 1995) tiene l'ormai tristemente famoso discorso all'American Economic Association affermando che «il problema principale di prevenire la depressione è stato risolto, in tutte le sue implicazioni pratiche¹⁵». Sono gli anni della “*great moderation*”, espressione con cui Ben Bernanke (attualmente a capo della FED) intende un periodo vincente in cui si attenuano i fastidi dovuti all'instabilità economica. Ecco quindi che la grande espansione dell'investimento della seconda metà degli anni Novanta si rivela per quello che è: un gioco di allocazione di risorse verso i mercati finanziari in misura sempre crescente e per di più un gioco pericoloso perché retto dalle *euforie* e dalle aspettative di molti attori che cavalcano una stessa onda, almeno finché essa non si frange e lascia tutti per terra.

Questo, certamente, ha dato ottime speranze sul futuro e segnali che venivano tempestivamente interpretati come positivi. A riguardo un economista italiano, Paolo Sylos Labini, aveva a suo tempo lanciato un monito rivelatosi ora più che lungimirante. Nel 2003 egli scriveva che i segnali di ripresa dell'economia statunitense, borsa in positivo e PIL crescente al ritmo del 3% annuo, potevano essere spiegati non con una reale e robusta crescita sostenuta da investimenti a lungo termine, ma con tagli fiscali sui dividendi, spese fortemente in deficit e politica creditizia “straordinariamente liberale” che ha come effetto una crescita dei consumi stranamente coniugata con un calo parallelo degli investimenti delle imprese. La qual cosa potrebbe a primo impatto sembrare irrazionale o paradossale, data anche la disoccupazione che continua a salire (dal 3,5% al 6,2% nel periodo 2000-2002), ma che Sylos Labini riconduceva senza inganno al declino degli investimenti delle imprese, fondando il suo studio «non su intuizioni o sul fiuto, bensì su un'analisi approfondita¹⁶». D'altronde non si tratta di paradosso vero e proprio, visto che in questo egli ravvisava uno degli elementi di forte simiglianza con gli anni Trenta non nascondendo una certa paura. E su questa strada continuava la sua analisi, precisando che nonostante l'incremento in investimenti del 2003, il confronto con il passato recente avrebbe restituito una dimensione più realistica di tutto l'andamento. Alla luce di ciò, esso appariva violentemente altalenante, richiedendo il massimo della cautela interpretativa, specie per la concreta possibilità di non trovarsi dinanzi ad indicazioni certe di una crescita genuina. Di grande aiuto, infine, è la distinzione che lo stesso

14 Ivi, p. 164.

15 Ivi., p. 13.

16 P. Sylos Labini, *Le prospettive dell'economia mondiale*, in «Moneta e Credito», n. 223, settembre 2003, p. 267.

Sylos Labini proponeva nell'articolo qui preso in considerazione e cioè che «gli investimenti hanno due effetti, uno sulla produttività, un altro sulla capacità produttiva e sull'occupazione» e che «tende a prevalere l'uno o l'altro effetto secondo i tipi di investimento». Da cui deriva che «per recuperare i profitti i manager danno la preferenza agli investimenti che tendono in primo luogo a stimolare la produttività» e che «solo quando la domanda attesa cresce a un saggio sostenuto, gli investimenti tendono a crescere più del reddito e sia la produttività sia l'occupazione tendono ad aumentare¹⁷». Quello a cui abbiamo assistito è quindi principalmente un calo tendenziale delle quote di investimento destinate alla capacità produttiva e all'occupazione, tecnicamente il buon presupposto per poter sostenere un'economia dal lato della domanda, ovvero che tende a creare le condizioni affinché il potere d'acquisto dei lavoratori cresca e trascini così una crescita generalizzata. È il breve periodo invece a determinare le strategie di investimento che trova la sua massima espressione nella crescente quota di risorse canalizzate verso i mercati finanziari.

Ecco quindi che, con la stessa tecnica con cui si era venuti fuori dalla recessione del 1991 innescando la vigorosa ripresa del 1993, la FED inizia ad abbassare i tassi d'interesse attuando quella che si chiama una politica monetaria espansiva, ovvero capace di inondare il mercato di liquidità, intesa come moneta circolante. Cosa che viene fatta adottando parametri molto larghi, che portano i tassi addirittura a livelli negativi (in termini di tassi reali), passando dal 6,24% del dicembre 2000 all'1,13% del dicembre 2003¹⁸. Accontentandoci di una considerazione abbastanza intuitiva, si capisce di essere di fronte a manovre che non fanno altro che superare una bolla preparando la successiva. Questo anche perché la manovra di Greenspan ha una particolarità: non produce inflazione, sebbene sia del tutto normale aspettarsela in questi casi. L'effetto è dovuto al fatto che tale liquidità non incide direttamente e primariamente sulla domanda di beni di consumo o meglio che in questi mercati l'offerta riesce in parte a tenere dietro alla crescente domanda (grazie a quegli aumenti di produttività che si sono già visti in Sylos Labini). Per il resto, invece, le enormi quantità di denaro messo in circolazione vengono indirizzate verso i titoli azionari e il settore immobiliare che, proprio per essere meno capace di assorbire un rialzo della domanda troppo repentino, registra un notevole aumento dei prezzi. A ben vedere, però, questa è proprio inflazione, anche se canalizzata e controllata *solo* su segmenti particolari di mercato. Ma questa è la storia dell'ultima bolla, che avrà spazio a tempo debito.

Altro elemento importante, come si diceva, sono gli andamenti commerciali

¹⁷ Ivi, p. 283.

¹⁸ Cfr. F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 16.

internazionali. È un fatto ormai noto che gli Stati Uniti, negli ultimi quindici anni almeno, hanno conosciuto una tendenza sempre più imponente di diminuzione delle esportazioni a fronte di importazioni provenienti soprattutto dai mercati asiatici, Cinese *in primis* (senza però dimenticare l'importanza del Medio Oriente e le sue esportazioni di petrolio). Si tratta di una ridefinizione del ruolo della potenza egemone nel capitalismo mondiale che da produttore globale fortemente basato su un sistema-fabbrica, si trasforma in una società essenzialmente composta di consumatori che fanno pochissimo ricorso al risparmio. Si è detto molto in questi tempi che gli Stati Uniti dalla metà degli anni Novanta “stanno vivendo al di sopra delle proprie risorse”. In questo senso hanno accumulato un disavanzo strutturale nei conti con l'estero in cui una calante propensione al risparmio delle famiglie americane, resta la *conditio sine qua non*, l'unico modo per tenere alto il livello della domanda. Tale quadro di specializzazione globale si completa considerando il ruolo dell'Europa, praticamente un esportatore di prodotti migliori¹⁹ di quelli cinesi, che si piazzano di conseguenza su una fetta più piccola di mercato interno.

Si può ben osservare che, anche in una prospettiva storica di più lungo periodo, la tendenza generale andava già da tempo in questa direzione, come ci dice Richard Duncan quando scrive che «il rapporto fra credito e prodotto interno lordo è aumentato dal 150% del 1969 al 350% del 2007. Il credito ha sorretto i consumi e attirato importazioni con un impatto devastante sulla bilancia commerciale americana. Al 2006 il deficit nel conto delle partite correnti²⁰ ha raggiunto quasi 800 miliardi di dollari²¹».

Ad ogni modo la posizione degli Stati Uniti, nonostante uno squilibrio del genere, è del tutto particolare perché essi rivestono il ruolo di «produttore della moneta che viene utilizzata negli scambi commerciali internazionali e detenuta come riserva di valore dagli Stati²²». Ciò implica la possibilità di un guadagno (tramite il signoraggio) non solo sui dollari posseduti dai cittadini statunitensi ma anche su quelli di chi esporta copiosamente negli USA (essendo tali esportazioni pagate in dollari). In più questi detentori internazionali di dollari sono fortemente incentivati a reinvestire nei mercati finanziari statunitensi «così fornendo agli Stati Uniti le risorse per finanziare gli acquisti all'estero in eccedenza delle proprie capacità di esportare

19 Cfr. G. Vaciago, *Regola uno: non tollerare più bolle*, in «Il Sole 24 Ore», 3 ottobre 2009.

20 Costituisce una voce delle due voci (l'altra è il conto capitale) della bilancia dei pagamenti, uno strumento con il quale si misura il flusso dei beni, dei servizi e dei capitali sia in entrata che in uscita di un paese che intrattiene rapporti commerciali internazionali. Il conto capitale è saldo delle attività finanziarie (capitali, azioni) e reali (immobili, terra). Il conto delle partite correnti è invece costituito da: bilancia commerciale (differenza in valore fra beni importati e esportati), bilancia dei servizi (come sopra ma riferita ai servizi) e bilancia dei trasferimenti (*idem*). È chiaro il valore, ai fini del nostro discorso, soprattutto della seconda parte.

21 R. Duncan, *Bring back the link between gold and the dollar*, in «Financial Times», 23 novembre 2008.

22 P. Onofri, *La crisi e i suoi cattivi maestri*, in «il Mulino» a. 2009, p. 69.

merci e servizi²³».

Il cerchio si chiude. Uno squilibrio della bilancia dei pagamenti, anche se raggiunge dimensioni notevoli, viene percepito come estremamente sostenibile nel lungo termine, come se ci fosse la certezza di un tacito accordo internazionale di specializzazione fra aree del mondo. Diventa dunque di enorme importanza per gli Stati Uniti mantenere questo stato di cose: ne va della loro crescita e, in ultima istanza, della loro stessa posizione di potenza globalizzante. Perché tali investimenti siano garantiti (e quindi attratti), eventuali shock dell'economia, imprevedibili per definizione, vanno evitati e questa è la direzione intrapresa dalla politica monetaria americana che ha l'effetto di spostare eventuali fluttuazioni dell'economia reale sull'occupazione e i salari reali. Come sottolinea Paolo Onofri, nel già citato *La crisi e i suoi cattivi maestri*, questo «sostegno di ultima istanza per i mercati finanziari e la flessibilità del mercato del lavoro americano²⁴», oltre ad essere stati i garanti della stabilità del saggio di profitto, rappresentano quella che stata chiamata “ipotesi di sistema Bretton Woods II” ricalcando quegli accordi del 1944 che hanno retto l'economia per i ventisette anni successivi alla seconda guerra mondiale e regolando il rapporto fra l'Europa da ricostruire e gli Stati Uniti alla testa della politica di contenimento dell'Unione Sovietica. Essa è appunto un'ipotesi, in quanto una seconda Bretton Woods, per quanto sia ora tornata sulla bocca di tanti, non v'è mai stata. Al suo posto, invece, si è dispiegato un enorme processo di *deregulation* e di sempre maggiore integrazione dei mercati internazionali che va sotto il nome di globalizzazione e che si regge sul *dollar standard*. In breve questa dicitura rappresenta il sistema emerso fra 1971 e il 1978 quando Richard Nixon decise di separare il dollaro (cui erano ancorate le altre monete) dall'oro (il cosiddetto *gold exchange standard* o sistema di Bretton Woods).

Va inoltre ricordato che il sistema inizia ad incontrare i suoi limiti proprio per il problema della liquidità, ovvero dell'enorme quantità di denaro resa disponibile sia da politiche monetarie eccessivamente espansive sia dal grande rientro, sotto forma di acquisto di titoli statunitensi, dei dollari posseduti all'estero. Com'è ovvio, *se non* ci si trova di fronte ad una rinnovata giovinezza dell'economia («crescita demografica sostenuta, anche per effetto dell'immigrazione, innovazione tecnologica e crescente debito con l'estero, come avviene nei Paesi in cui è in corso la fase di “accumulazione primitiva”²⁵») è molto rischioso proseguire su questa strada. E quello che si è detto sopra sulle relazioni che legano investimento e crescita può effettivamente trovare a questo punto una sua completezza.

23 *Ibidem*.

24 Ivi, p. 70.

25 *Ibidem*.

Precisiamo meglio. Gli Stati Uniti producono sempre meno, ma in un contesto di crescente attenzione all'offerta riescono a sostenersi grazie alla centralità della loro moneta a livello internazionale e ad una politica monetaria che non si fa scrupolo di inondare i mercati finanziari di liquidità. Tali mercati, ormai globalizzati, ovvero con una quota sempre maggiore di interrelazioni e transazioni rese più veloci grazie al cambiamento tecnologico, permettono un massiccio rientro (*de facto* un finanziamento) dei dollari posseduti all'estero sui propri mercati finanziari, il che permette di continuare a produrre poco, sempre che si riesca però a mantenere alta la domanda. Obiettivo che viene facilmente raggiunto grazie ad un crescente indebitamento privato a sua volta sostenuto dalle manovre di politica monetaria estremamente espansiva e da una politica fiscale che non tende ad aggiustare questo squilibrio commerciale agendo sui consumi interni. Il cerchio *sembrerebbe* chiudersi di nuovo ma il rischio emerge proprio a questo livello. Da un lato, infatti, c'è chi ha messo fortemente in dubbio la capacità di una politica monetaria di riuscire ad intervenire efficacemente, tramite il controllo dei cambi, sullo squilibrio commerciale esistente. Giangiacomo Nardozzi, ad esempio, lo interpreta come una manovra obbligata («*in mancanza di un ordine monetario internazionale dettato dalla politica, la correzione degli squilibri finisce per essere perseguita attraverso un prezzo relativo, il cambio del dollaro*²⁶») e rischiosa (in quanto «*strumento di correzione di limitata efficacia [...]. La svalutazione del biglietto verde ha effetti ridotti sul deficit commerciale degli Stati Uniti, poiché i prezzi delle esportazioni in questo Paese sono in buona parte fissati in dollari. Ne serve quindi molta, di svalutazione, per tagliare questo deficit, ma i mercati temono che il processo non avvenga in modo ordinato e questa eventualità li rende nervosi*²⁷»). Dall'altro lato, infine, niente può evitare che, in mancanza di un reale investimento votato alla crescita, questa liquidità venga dirottata su mercati al rialzo, magari trasportati dalla forza di una qualche innovazione (come con la *new economy*) che prima o poi invertono bruscamente la loro tendenza, trasferendo tutta l'*irrazionale esuberanza* sull'economia reale: produttori, famiglie e cittadini. Onofri può venire ancora in nostro aiuto quando scrive che:

l'innovazione, se è sufficientemente pervasiva dell'attività produttiva e della vita quotidiana, apre la porta a fonti di guadagno future; le promesse di guadagno attirano investimenti finanziari nei titoli che rappresentano la proprietà di aziende che stanno investendo in tale innovazione, ma dopo un certo punto la *valutazione realistica* di tali promesse diventa irrilevante ai fini degli investimenti finanziari. Rilevante diventa che un numero crescente di

26 G. Nardozzi, *Gli squilibri dei mercati e la falsa cura del dollaro*, in «Il Sole 24 Ore», 28 ottobre 2007.

27 *Ibidem*.

investitori *creda che tali promesse siano rilevanti*, indipendentemente dal fatto che ai prezzi raggiunti possano esserlo o no. Giunti a questo stadio di evoluzione, qualsiasi evento, anche casuale, può far sì che il numero di persone che ritengono le promesse di guadagno rilevanti smetta di crescere anche se tali promesse rimangono altrettanto buone quanto lo erano all'inizio. È la bolla che si sgonfia e i suoi effetti possono essere devastanti in relazione a quanto debito è stato acceso avente come garanzia il valore corrente di mercato dell'innovazione²⁸.

Concludendo, era ragionevole aspettarsi che prima o poi una crescita “drogata” va incontro alla sua fine. Nardozi stesso la chiama “Chimerica”, animale mitologico del terzo millennio, capace di volare da una parte all'altra del Pacifico creando dollari che venivano acquistati (andata) e infine reinvestiti in titoli (ritorno), almeno fino a quando «*il volo di Chimerica è terminato con uno schianto perché ha contribuito a gonfiare la finanza fino a farla scoppiare*²⁹».

1.2 *Una svolta epocale.*

Le considerazioni fin qui svolte fanno emergere un dato di fatto: la mancanza di prospettive di lungo termine che sappiano proporre una crescita reale e sufficientemente allargata all'economia mondiale, ovvero non riservata a pochi e capace di ridurre al minimo le sperequazioni. Sono argomenti che verranno ripresi nel corso di questo lavoro, ma che vale la pena ora di iniziare ad affrontare. La mancanza di prospettive che sembra caratterizzare lo sviluppo nel lungo periodo del capitalismo contemporaneo, va inserita nel suo quadro storico di riferimento. L'interpretazione che qui se ne darà è di certo volta a sostenere la tesi che essa sia un preciso risultato storico di *scelte* e politiche del tutto umane e rintracciabili. In linea con lo spirito di questa ricostruzione, quindi, anche qui le *incursioni* storiche necessarie saranno affrontate sulla scorta del dibattito seguito.

Considerazioni di breve termine, come abbiamo detto, sono alla base delle strategie di investimento e canalizzano verso i mercati finanziari una quota crescente delle risorse disponibili. Abbiamo visto inoltre che questi comportamenti, nonostante gli indicatori e le cifre crescenti, possono essere una componente fondamentale di quella “droga” che viene somministrata al mercato e che ci inganna, quindi, nel valutarlo. È di questi ultimi anni la tendenza a chiamare “valore”, in modo alquanto generico, il fine di un'impresa ricercato dal suo consiglio d'amministrazione (la proprietà, ovvero gli azionisti) e perseguito dai manager

28 P. Onofri, *La crisi*, cit., pp. 70-71, corsivi miei.

29 G. Nardozi, *Addio «Chimerica», nuove basi per la ripresa*, in «Il Sole 24 Ore», 29 gennaio 2009, corsivo mio.

(la *governance*). In più si è visto in questa espressione anche una risoluzione del possibile conflitto fra le due parti in gioco, che da sempre le oppone – in maniera più o meno latente – su una questione fondamentale, anche ai fini del nostro discorso: la proprietà, infatti, tende ad esigere remunerazioni a breve, aumenti immediati della redditività dei portafogli azionari; la *governance* al contrario è molto più propensa a vedere il fine naturale del proprio ruolo in un incremento della produttività espresso nel lungo periodo, quindi un reale e duraturo sviluppo dell'impresa stessa. Si noti, a titolo d'esempio, che a volte si persegue l'aumento del valore delle azioni tramite una politica di disinvestimento sull'impresa che indubbiamente taglia i costi. Eppure in questo modo, al di là del breve periodo, si opera letteralmente una *distruzione* di valore.

Va notato, però, che finora si sono usati i termini “valore” e “reddito” in modo piuttosto confuso e tutto sommato equivalente. Al contrario Fitoussi, in un articolo del 1999, riporta la nostra attenzione proprio sulla differenza semantica fra i due termini, che ci aiuta a capire meglio il merito della questione. «Creare valore per l'azionista», dice l'economista francese, è diventato «il leitmotiv dei moderni dirigenti d'impresa³⁰» e continua spiegandoci che questo termine, ambiguo e ambivalente, dapprima gli è sembrato una moda o un modo politicamente corretto di indicare il profitto, ma in seguito gli si è rivelato per quello che è. La questione del valore, ci ricorda Fitoussi, è enormemente importante all'interno della teoria economica e bisogna utilizzare più di qualche cautela nell'utilizzare il concetto. La teoria da sempre è stata molto attenta non solo alla creazione di valore (cosa che ogni società auspica per sé nella maggior misura possibile), ma anche alla sua ripartizione fra i soggetti che contribuiscono a crearlo (parimenti auspicabile se si vogliono evitare conflitti sociali e corrispondere ad un principio etico di giustizia e, parimenti,). Si arriva dunque alla conclusione che all'uso semantico ambiguo del termine corrisponda una confusione tra la creazione del valore e l'acquisizione di valore già creato. In questa ottica «creare valore per l'azionista» assume i contorni più precisi della tendenza che la *governance*, spinta dalle pressioni degli azionisti o assimilata all'interno della proprietà, assume lavorando per una immediata remunerazione delle azioni, assicurando così che una fetta sempre maggiore del valore creato venga dirottato sugli azionisti. Questo perché, come abbiamo detto, il conflitto esistente fra queste due parti, recentemente (almeno dagli anni ottanta del secolo scorso) è squilibrato verso una delle due parti: la proprietà.

Verrebbe spontaneo pensare che gli azionisti, come soci delle imprese, siano portati a pensare al futuro di esse e quindi alla loro crescita di lungo periodo. Eppure «data la liquidità

30 J-P. Fitoussi, *Se il valore non è altro che rendita*, in «la Repubblica», 14 giugno 1999.

del mercato» continua Fitoussi, gli azionisti «hanno [...] la possibilità di passare da un titolo all'altro con tutta l'incostanza necessaria a servire meglio i loro interessi». Quanto detto finora, proprio perché non è mero esercizio intellettuale, illumina il nostro problema di fondo svelando la confusione semantica che l'espressione sopra riportata contribuisce a codificare: appropriarsi di una fetta crescente del valore creato da altri, agevolati in questo dalla possibilità di abbandonare la barca che affonda così come di salire sul carro del vincitore con tutta la velocità e la *liquidità* necessarie, non è in verità *valore* ma *rendita*. E tutto ciò, sempre stando a Fitoussi, «non è fortuito ma riflette un'evoluzione inquietante delle nostre società³¹».

Inquietante o meno che sia, tale evoluzione va spiegata, tanto più che la semplice “moda” che sembrava racchiusa in quelle parole inizia ad andare oltre sé stessa, rivelando un contenuto ben più importante e, infine, ad avere dimensioni e storia non trascurabili.

Il problema della *governance*, infatti, inizia a presentarsi alla fine degli anni settanta, dopo un cinquantennio di tendenza opposta, specie nel periodo del secondo dopoguerra, sulla scia delle politiche keynesiane allora entrate nelle agende di governo. Gli anni trenta sono stati i protagonisti della cosiddetta “rivoluzione manageriale”, che aveva portato i dirigenti ad assumere una sostanziale autonomia nelle scelte d'impresa, anche grazie ad una forte diffusione della proprietà (modello d'impresa detto *public company*), quindi meno portata (e meno capace) di esercitare grandi pressioni sulla direzione da prendere. È questo un momento storico in cui il conflitto di cui sopra era sbilanciato dalla parte della *governance* che riusciva piuttosto bene a perseguire i propri obiettivi di incremento della produttività anche nel lungo periodo. Dagli anni ottanta, come si diceva, viene fuori la “rivoluzione azionaria”, che Alberto Berrini definisce «alleanza tra manager e proprietà» vero e proprio «ritorno» e riallineamento «degli obiettivi dei manager [...] a quelli degli azionisti» e che fanno assumere all'impresa un volto nuovo, trasformandola in un «pacchetto di azioni governati da manager (amministratori delegati) espressione della proprietà (detentrici del pacchetto azionario di maggioranza)³²». Ovvio presupposto di tale “rivoluzione” è la maggiore concentrazione della proprietà nelle mani di un gruppo ristretto di persone che riescono a perseguire i loro obiettivi di creazione di rendita grazie al nuovo grado di interrelazione globale dei flussi economici, all'enorme mobilità che la nuova tecnologia permette ad essi e al conseguente spostamento di una quota crescente di risorse sui mercati finanziari globalizzati. È la teoria dello *shareholders' value* che si dispiega in tutta la sua forza. «Compito primario dell'azienda non è creare occupazione e redditi per tutti i “portatori d'interesse” (*stakeholders*) che contribuiscono all'attività di

31 *Ibidem*.

32 A. Berrini, *Come si esce dalla crisi*, Bollati Boringhieri, Torino, aprile 2009, p. 44.

impresa (azionisti, manager, dipendenti, comunità locale ecc.), bensì “creare valore per l'azionista” (*shareholder*)³³».

È bene vedere chiaro su questa ridefinizione dei ruoli perché essa può avvenire in due modi. Il primo e più intuitivo è un nuovo tipo di proprietà che esplica direttamente i compiti di direzione aziendale. Il secondo è quello che applica un sistema di incentivi (premi o *stock options*³⁴) e/o minacce di rimozione, aprendo quindi anche la possibilità di accesso alla proprietà (seppur non in quota maggioritaria) ai dipendenti (nel nostro caso in particolare ai manager). Su questo punto il dibattito attuale ha assunto toni anche molto aspri, perché le remunerazioni e i bonus concessi *in primis* agli amministratori delegati hanno raggiunto quote da capogiro e sollevato importanti questioni riguardo la distribuzione del reddito (specie in un contesto di elevata riduzione fiscale) e le forti sperequazioni sociali sperimentate dalle nostre società, messe ovviamente a dura prova dalla crisi. Con un corollario di indignazione affatto naturale sulla cui “scure” sono cadute (si fa per dire) le teste di alcuni dei nomi illustri della finanza mondiale, comunque licenziati a fronte di profumatissime liquidazioni. A titolo d'esempio Chuck Prince, amministratore delegato Citigroup (importantissima azienda di servizi finanziari, forse la prima al mondo), ha ricevuto una liquidazione di 42 milioni di dollari, cifra che «rischia di avvicinarsi al PIL di un piccolo stato africano» come scrive Marco Onado (uno dei massimi studiosi italiani di sistemi creditizi e finanziari), il quale aggiunge che pertanto «non è il caso di preoccuparsi per il futuro delle loro famiglie³⁵».

Comunque, al di là delle importanti implicazioni riguardo al reddito e alla salute complessiva della società che può accedere ad esso, non mi sembra che sia il caso di criminalizzare *in toto* il sistema dei bonus. D'altronde, come hanno scritto Massimo Amato e Luca Fantacci (in un contesto leggermente differente, ma concettualmente assimilabile), «si lavora meglio a provvigione³⁶» e ciò che merita molto più di essere posto al vaglio di una seria riflessione economica prima ancora che etica è il sistema intero che permette il conseguimento dello *shareholders' value* e, contestualmente, quella che è stata chiamata la “finanza di rapina”³⁷.

Non bisogna infine dimenticare, e il dibattito seguito ne è prova, che un sistema di

33 Ivi, p. 45.

34 «Opzione concessa dall'impresa a propri lavoratori dipendenti, generalmente ai dirigenti (manager), di acquistare o sottoscrivere un certo numero di azioni sociali a un prezzo di favore predeterminato ed entro un certo intervallo di tempo». Esse possono essere cedibili o meno, ma in ogni caso «costituiscono una forma di incentivo per motivare il management». Fonte: *Enciclopedia dell'economia*, Milano, Garzanti, 2001 (seconda ed. agg. e ampl.), p. 1131.

35 M. Onado, *Quei bonus milionari dei finanziari creativi*, in «Il Sole 24 Ore», 9 febbraio 2008.

36 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 98.

37 M. Onado, *Quei bonus*, cit.

incentivi pensati “a senso unico”, che prevede un bonus quando gli affari vanno bene e *nessun malus* quando si hanno perdite, porta inevitabilmente «manager, banchieri e giocatori di borsa [ad] avere un enorme incentivo ad accettare rischi più grandi³⁸». E il fattore del rischio è estremamente importante per spiegare gran parte dello sconvolgimento finanziario cui siamo andati incontro e che ha provocato la crisi e la recessione. In un certo senso accettare un maggior rischio, che deriva dal fatto di affidarsi a mercati che si presumono autoregolati e che per questo si continuava a deregolamentare, è frutto di un preciso “credo” che ha pervaso trasversalmente governi, attori economici e, soprattutto, accademici. È il credo che taccia di illegittimità ogni interferenza di istanze sociali e politiche nell'economia e che vuole a tutti i costi rendere le transizioni economiche pure e intoccabili, come portatrici e creatrici del massimo della libertà e dell'efficienza. Si potrebbe obiettare che questa efficienza presuppone un'ideale conoscenza perfetta di tutte le variabili messe in gioco, quindi la loro determinazione a priori tramite calcoli probabilistici, cosa messa altamente in dubbio da molti studiosi “alla frontiera” che stanno cercando di arricchire l'analisi economica delle conoscenze recentemente acquisite in campi come la psicologia o le neuroscienze³⁹. Va inoltre notato che se tale efficienza si declina nell'unico senso possibile (date queste premesse) ovvero come perseguimento della *rendita* come detto sopra, il sistema continua a fare «in modo che i manager sentano *sul collo il fiato* degli azionisti e si sforzino di creare valore a breve, anche con bonus e stock option legate alla performance dell'impresa. Diversamente, l'impresa perderà valore, e loro il posto. Il risultato è che i manager orientano la gestione a breve, trascurano l'innovazione a più lungo termine, investono di più in acquisizioni e attività finanziarie, non considerano i lavoratori e la loro qualificazione un asset⁴⁰ centrale delle imprese, si fanno meno problemi a licenziare e incrementano le disuguaglianze sociali⁴¹». Un incremento del rischio che sfiora l'azzardo sembra quindi essere la strada migliore da perseguire ed è quello che è stato fatto.

L'articolo appena citato di Trigilia permette di fare un passo avanti nell'analisi che qui si sta tentando. Molto chiaramente ci dice che gli elementi critici qui sotto esame, scavando nel passato per capire la crisi presente, non sono – come sempre – realtà necessarie e automaticamente sviluppatasi, ma frutto di scelte precise, anche se poi le loro interazioni

38 V. V. Acharya, T. Philippon, M. Richardson, N. Roubini, *A Bird's-Eye View. The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies*, in «Roubini Global Economics», maggio 2009, p. 23, traduzione mia.

39 Senza addentrarsi qui nel discorso, si può citare a titolo d'esempio che l'ultimo Festival dell'Economia tenutosi a Trento dal 3 al 6 giugno 2010, ha più volte presentato studi del genere, fra cui spicca quello di Alan Kirman.

40 Leggi (in senso *non* strettamente economico): bene, risorsa, valore.

41 C. Trigilia, *Il liberismo non è un cliché*, in «Il Sole 24 Ore», 3 giugno 2009. Con una piccola modifica nel testo, per motivi di chiarezza, segnalata in corsivo.

reciproche e con l'ambiente possono dar vita a risultati impreveduti. In particolare le «attività che caratterizzano la vita collettiva non sono organizzate in un certo modo semplicemente perché quello è il modo più efficiente di farle, ma anche perché è considerato il più appropriato dagli esperti del ramo⁴²». In tal senso va ora affrontata la “rivoluzione” che abbiamo appena accennato, e limitatamente alla risoluzione del conflitto fra proprietà e *governance*, nel suo più generale contesto. Per farlo bisogna tornare indietro agli anni ottanta e alla svolta neoliberalista percorsa da un lato all'altro dell'oceano, ovvero, da Margaret Thatcher (Primo Ministro del Regno Unito fra il 1979 e il 1990) e Ronald Reagan (Presidente degli Stati Uniti d'America fra il 1981 e il 1989).

L'importanza di questi due personaggi politici va ben oltre la descrizione della figura, che qui si eviterà di tracciare, per via delle politiche da loro messe in atto che, letteralmente, si configurano come un completo cambiamento del volto del capitalismo. Esso smette di vivere “sotto la tenda a ossigeno” (come ha scritto, sottolineandone gli elementi di fragilità, Schumpeter), ovvero un'economia mista, in cui lo Stato gioca un ruolo chiave e interviene a regolare e a volte indirizzare perfino l'azione economica, come da ricetta keynesiana. Un capitalismo che prende fortemente le distanze da ciò che lo aveva animato nel cinquantennio precedente, così com'era venuto fuori dalla crisi degli anni trenta e dalla seconda guerra mondiale. Nel giro di pochi anni viene meno quel sistema fatto di sindacati che intervengono a mantenere un mercato del lavoro solido, con al centro l'idea della piena occupazione; fatto di interventi macroeconomici a sostegno della domanda, orientati alla creazione di un valore per tutti i portatori di interesse (*stakeholders*) e mirati ad una crescita duratura ed inclusiva delle fasce sociali più deboli; fatto dunque di sistemi di welfare e di redistribuzione che «attenuano nei lavoratori il vincolo del bisogno e il timore del licenziamento⁴³». Questo capitalismo, cui altrove abbiamo già accennato come “capitalismo finanziario”, trova la sua espressione a livello internazionale tramite la liberalizzazione dei movimenti di capitale e si completa, a livello nazionale, con le massicce privatizzazioni e liberalizzazioni perseguite da Reagan e Thatcher negli anni ottanta. Veicoli fra questa nuova egemonia teorica e la pratica del capitalismo mondiale sono le principali organizzazioni finanziarie internazionali, ovvero il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, che danno vita a quello che il premio Nobel per l'economia Stiglitz, fra gli altri, ha chiamato “Washington Consensus” e che sostanzialmente è un *rappel a l'ordre* rivolto dall'alto, una sorta di chiamata ad allinearsi politicamente ed economicamente, senza fare troppe storie, se si vuole perseguire una qualche

⁴² *Ibidem*.

⁴³ M. Salvati, *Prefazione* a A. Glyn, *Capitalismo scatenato*, Brioschi Editore, Milano, 2007, p. 12, cit. in A. Berrini, *Come si esce*, cit., p. 30.

crescita a margine dei più potenti oppure ricevere l'assistenza internazionale in caso di difficoltà. Margaret Thatcher, in anticipo, aveva coniato uno slogan molto eloquente a riguardo: *TINA, There Is No Alternative* (non ci sono alternative).

In un certo senso anche in questo caso stiamo parlando di un ritorno, di una restaurazione, che giustifica la prima parte dell'espressione “controrivoluzione monetarista”, come recupero di un modello di *laissez faire* simile a quello conosciuto nell'Ottocento e all'inizio del Novecento: appunto, il *neo-liberismo*. La seconda parte della definizione succitata invece si spiega con il successivo sviluppo di questo modello, quando «la mancanza di domanda causata da tali politiche economiche (meno salari, più profitti e rendite in un contesto di meno welfare) finì per deteriorare già alla fine degli anni ottanta le prospettive di crescita che dovettero essere sostenute da una politica monetaria che, da allora, diversamente da quanto previsto dalla iniziale ricetta neoliberista, divenne costantemente espansiva⁴⁴». Questo aspetto merita di essere precisato. La politica neoliberista, già durante la sua preparazione negli anni settanta, aveva progressivamente eliminato dal primo posto dell'agenda di governo dell'economia la lotta alla disoccupazione (*no more unemployment*: elemento di persistenza del paradigma keynesiano), sostituendovi la preoccupazione dell'inflazione (*no more inflation*). È naturale dunque che, almeno inizialmente, le politiche monetarie perseguite non siano di tipo espansivo (un aumento della disponibilità di moneta circolante, come si sa, porta ad un aumento dei prezzi, ovvero all'inflazione). L'aggiustamento di rotta che si ha alla fine degli anni ottanta, che corrisponde al periodo di Greenspan a capo della FED, prende la strada di una politica che altrove è stata chiamata «una manovra inflattiva, ma senza inflazione⁴⁵» proprio per le caratteristiche già ricordate di spostare l'aumento dei prezzi dai beni e servizi reali ai titoli finanziari. «In altre epoche – come scrive Berrini – una simile espansione di liquidità avrebbe comportato inflazione: troppa moneta a caccia di pochi beni. Oggi la globalizzazione ha impedito tensioni sui prezzi perché le economie emergenti hanno fornito ai paesi sviluppati una grande quantità di merci a basso prezzo⁴⁶». Ecco ancora emergere la lunga radice delle bolle esperite dalla fine degli anni ottanta ad oggi.

Sarà bene a questo punto ricordare quanto ha detto Giovanni Arrighi nell'intervista edita dalla *New Left Review* poco prima della sua scomparsa avvenuta nel giugno dello scorso anno. L'intervista è diretta da David Harvey, che ripercorrendo la vita accademica dell'italiano arriva, con grande acume, a porre una domanda proprio sulle tendenze di crisi dell'ultimo trentennio in relazione al presente. Per Arrighi in questo periodo di tempo a cambiare è stata

44 Ivi, p. 32.

45 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 31.

46 A. Berrini, *Come si esce*, cit., p. 37.

la *natura* stessa delle crisi. Fino ai primi anni ottanta esse sono soprattutto dovute a un calo dei profitti a fronte di una competizione imprenditoriale sempre più aspra e ad una forte capacità del lavoro di difendersi, il che diventa il principale, ma non unico, bersaglio delle politiche targate Reagan-Thatcher. Dopo questo cambiamento le crisi diventano di sovrapproduzione secondo una fenomenologia tipica: i redditi creati «non ritornano in circolazione sotto forma di *domanda effettiva*» ma si concentrano in favore di piccoli gruppi che ne fanno un utilizzo sempre più speculativo, «creando bolle che esplodono regolarmente⁴⁷».

La domanda effettiva. Ecco l'elemento centrale che il grande studioso mette in evidenza. E in effetti il sostegno della domanda, caratteristica principale del keynesismo dei decenni centrali del secolo scorso, è un compito cui il potere pubblico ha abdicato proprio in corrispondenza con la svolta epocale che qui si sta ricostruendo. Progressivamente sostituito con la *supply-side economics* trionfante, l'economia “dal lato dell'offerta”, che mentre pratica una repressione dei salari sempre più forte, lascia che a sostenere i consumi (e quindi ad assorbire l'offerta) sia l'indebitamento privato e la finanziarizzazione. E quanto detto a riguardo degli squilibri commerciali e della progressiva specializzazione delle aree del mondo torna molto utile adesso. Infatti, è in riferimento a tali fenomeni che si spiegano i bassi tassi d'interesse, cioè la politica monetaria espansiva, e la creatività finanziaria. Non è un caso, infatti, che la prima *Collateralized Debt Obligation* (CDO, una delle innovazioni finanziarie simbolo della crisi) è stata emessa nel 1987 da Fannie Mae. Nel 1984, intanto, «la maggior parte dei paesi europei, Francia in testa» si sono convertiti alla «deregulation finanziaria (lo smantellamento della tenda a ossigeno)⁴⁸». D'altronde, sostiene Immanuel Wallerstein, questa dinamica non è sconosciuta, ma tipica: «è avvenuta in ogni fase B del ciclo di Kondratieff⁴⁹». Non sarà inutile fare una digressione teorica, sulla scorta dello studioso, su come egli applichi questo ciclo alla realtà descritta. Come nella normalità di un ciclo di crescita ritmico, esso è composto di una fase ascendente (A) e una discendente (B). Nella prima fase il capitalismo, la cui ragion d'essere è un'illimitata accumulazione di capitale, è caratterizzato da una situazione di monopolio o quasi monopolio necessaria al conseguimento dell'obiettivo. Solo in tal caso, infatti, è possibile vendere un prodotto ad un prezzo significativamente maggiore rispetto al suo costo, sola condizione che permette detta accumulazione. Ma ogni monopolio tende a liquidarsi da sé stesso. E questo perché, per quanto esso sia politicamente protetto e per quanto difficile sia per un'azienda entrare nella concorrenza, tuttavia ciò non è impossibile.

47 G. Arrighi, *The Winding*, cit., p.82, corsivi e traduzione miei.

48 J-P. Fitoussi, *Il capitalismo sotto la tenda a ossigeno*, in «La Repubblica», 5 novembre 2008.

49 I. Wallerstein, *Structural Crises*, in «New Left Review» 61, marzo-aprile 2010, p. 137, traduzione mia.

Ecco quindi che inizia la fase B, di stagnazione. In questa seconda fase è normale, come detto, la ricerca di profitti a breve termine (naturalmente ricercati sui mercati finanziari) anche per far fronte a costi di produzione sempre più pesanti per via della stagnazione. Ciò che è del tutto speciale, però, sono le dimensioni di questo processo: «a seguito della più grande espansione “fase A” nella storia, è seguita la più grande mania speculativa [...], il sistema è andato di bolla in bolla e sta ora cercando di gonfiarne un'altra con il salvataggio delle banche e le iniezioni di dollari⁵⁰». L'acme di questo processo, passaggio dalla prima alla seconda fase, viene individuato dallo studioso di Yale nel periodo 1965-1970. In questo modo il neoliberismo e la globalizzazione vengono intesi come la più completa e realistica ristrutturazione del capitalismo uscente dai *trente glorieuses* (la sorprendente espansione della fase A: 1945-1970) e l'estremo tentativo di rallentarne la caduta. Ma una trattazione più completa della chiave di questa trasformazione (e cioè la finanziarizzazione) sarà svolta nei prossimi paragrafi.

Continuando l'analisi del lavoro appena citato di Wallerstein, si può porre in rilievo un secondo, importantissimo, elemento della sua interpretazione dell'egemonia.

La seconda condizione per realizzare il profitto capitalistico è che ci sia un qualche tipo di ordine relativo globale. [...] Assicurarsi una situazione relativamente stabile, richiesta per la creazione di profitto, è il compito di un potere egemonico abbastanza forte da imporsi sull'intero sistema-mondo. I cicli egemonici sono stati più lunghi di quelli di Kondratieff: in un mondo di molti stati cosiddetti sovrani, non è facile per uno di essi stabilirsi in qualità di potere egemone [...] L'egemone diventa così capace di fare le regole attraverso le quali il sistema inter-statale opera, per assicurare il suo liscio funzionamento e massimizzare il flusso di capitale accumulato verso i propri cittadini e le proprie imprese produttive. Volendo, si potrebbe chiamare questo un quasi monopolio di potere geopolitico⁵¹.

E quindi non sembra inopportuno estendere questo concetto anche «all'atmosfera culturale, alle visioni della società, ai sistemi di valori che circondano il nucleo di politica economica⁵²». In un certo senso questa è una necessità del sistema, è il suo contenuto e la sua forza e, in fin dei conti, dalla sua capacità di egemonizzare culturalmente il sistema dipende la sua stessa capacità di sopravvivenza.

È necessario a questo punto fare una seria precisazione del concetto di egemonia.

50 *Ibidem*, traduzione mia.

51 Ivi, p. 134, traduzione mia.

52 M. Salvati, *Non sarà una vera svolta*, in «Corriere della Sera», 20 gennaio 2009.

L'etimologia del termine ci riporta al greco «ÊGEMONÌA e questo da ÊGEMÒN *condottiero*, che tiene al verbo ÀGÔ [= ÊGÈOMAI] *conduco, guido*. Supremazia politica di uno stato sopra un altro, ovvero di una provincia sopra un'altra⁵³». Come questa spiegazione rende esplicito, il termine solitamente si riferisce ai rapporti tra stati, anche se la grande tradizione italiana di studi su questo concetto ci porta indietro ad Antonio Gramsci che, al contrario, trasportava il concetto ai rapporti tra gruppi sociali. In questa sede, data la brevità con la quale si accenna alla materia, ci basterà questo rapido accenno per capire che la distinzione fatta può tornare doppiamente utile. Nulla ci vieta di percorrere implicitamente il tragitto mentale gramsciano più volte e in entrambi i sensi. Completando il quadro prima abbozzato grazie a Wallerstein, si può scomporre l'egemonia, come già in Gramsci, attraverso le sue due componenti: “dominio” da un lato, “direzione intellettuale e morale” dall'altro. Come ci spiega Arrighi, il potere egemonico «è qualcosa di più e di diverso dal “dominio” puro e semplice. È il potere associato al dominio, accresciuto dall'esercizio della “direzione intellettuale e morale”⁵⁴». È importante inquadrare quindi la svolta neoliberista come l'ultimo (in senso temporale) tentativo del capitalismo mondiale di salvaguardare la sua struttura e la sua sopravvivenza *anche* tramite la salvaguardia diretta della posizione egemonica del suo centro politico. Che poi questo ruolo sia rivestito da un solo Stato (gli Stati Uniti) o da una coalizione (area euro-atlantica con o senza il Giappone) ha poco rilievo ai fini della nostra analisi. Ciò che importa maggiormente è che per attuare questa manovra ci sia bisogno di una direzione intellettuale e morale, un *consenso* machiavellicamente inteso che «deriva a un gruppo dominante dalla sua capacità di porre su un piano “universale” *tutte* le questioni intorno alle quali verte il conflitto⁵⁵».

Sia permesso di indugiare ancora su questo punto. In esso, a dire la verità, risiede un carattere del potere che, brutalmente semplificato, può suonare così: per raggiungere il massimo della stabilità egemonica del proprio potere, un gruppo sociale/uno stato/una coalizione/un sistema deve poter porre il perseguimento del proprio interesse su un piano universale. Deve riuscire a persuadere gli altri gruppi sociali/stati/coalizioni/sistemi che quell'interesse non è particolare, ma straordinariamente inclusivo degli interessi particolari di *tutti* i potenziali concorrenti. Questo è quanto avvenuto con la controrivoluzione monetarista di Reagan-Thatcher, la cui espressione culturale, il neoliberismo, è diventata una vera e propria ideologia. Praticato nelle accademie di tutto il mondo e recepito nelle agende politiche

53 O. Pianigiani, *Vocabolario Etimologico della Lingua Italiana*, disponibile su <http://www.etimo.it>.

54 G. Arrighi, *Il lungo XX secolo: denaro, potere e le origini del nostro tempo*, Milano, Net, 2003 (1ª ed. ingl. 1993), p. 50.

55 Ivi, p. 51, corsivo mio.

mondiali di governi e organizzazioni internazionali, esso è riuscito a porsi come portatore di interessi universali, ai quali non si può far altro che conformarsi. Ecco la pregnanza dell'espressione *Washington Consensus*. Ecco il significato epocale di quella svolta. Ecco, infine, la nascita di un'ideologia, o meglio, di una *dogmatica*. Si riporti alla mente la definizione di dogma, sulla scorta di Amato e Fantacci, ricordata nell'*incipit* di questo capitolo: *qualcosa della cui verità non ha senso dubitare*.

Questo processo, che abbiamo ormai seguito fin dalle sue prime battute, si è nutrito quasi dalla sua nascita (anni ottanta) di una situazione mondiale ad esso estremamente favorevole. Non c'è dubbio che il crollo del muro di Berlino (1989) e con esso del sistema socialista ha avuto una ricaduta eccezionale sulle prospettive future, sulla fiducia e sulla forza propulsiva che il sistema capitalistico ristrutturato ha avuto da allora fino ad oggi. Davvero da quel momento *non ci sono state più alternative* e si è potuto procedere spediti verso la deregolamentazione e il *laissez faire*. Ma certamente non così tanto da cancellare ogni possibile sfumatura. Sebbene «l'ambizione [dei singoli paradigmi della teoria economica] di essere degli insiemi di “leggi” universali di comportamento delle variabili economiche⁵⁶» possa essere ricondotta direttamente alla forza che un sistema egemonico come quello considerato riesce ad esprimere, in realtà «i paradigmi economici possono coesistere. Politiche economiche contraddittorie possono convivere e incrociarsi, e in ogni caso il loro impatto sul sistema economico è difficilmente prevedibile⁵⁷».

Indubbiamente le ricadute sulla riflessione scientifica sono state enormi e devastanti. Ecco come si spiega che *quasi nessuno* negli anni precedenti alla crisi abbia sollevato dubbi o questioni (che pure esistevano, e in abbondanza!) sul funzionamento del capitalismo finanziario e chi lo ha fatto è stato considerato eretico, pessimista, disfattista. Si pensi a Nouriel Roubini, ora il più famoso fra le Cassandre dell'economia. Ricadute devastanti perché mentre la bolla cresceva e la crisi si avvicinava le Cassandre, come da definizione, sono rimaste inascoltate. Il dibattito a riguardo è stato giustamente aspro («*gli economisti - quelli appartenenti al grosso della disciplina (il mainstream) - [...] hanno delle responsabilità maggiori per quello che è successo negli ultimi decenni. Essi hanno infatti dato legittimità a una grande trasformazione nell'ambito della quale concreti interessi economici e politici hanno poi agito in certe direzioni⁵⁸*») nell'attribuire una gran parte delle “colpe” a chi non ha fatto altro che allinearsi alla dogmatica e, spesso, le critiche maggiori sono venute proprio dagli economisti stessi, sebbene a volte sia estremamente «duro mordere la mano che ti

56 P. Onofri, *La crisi*, cit., p. 73.

57 A. Berrini, *Come si esce*, cit., p. 27.

58 C. Trigilia, *Il liberismo*, cit.

imbocca⁵⁹». Ma qui non si ha alcun interesse a rintracciare i colpevoli e a distribuire colpe. Molto più interessante e proficuo è capire l'evoluzione del meccanismo e, in essa, rintracciarne gli elementi critici.

In chiusura sarà permesso di citare ancora una volta Amato e Fantacci che hanno dedicato più di qualche pagina a questa problematica, riuscendo in modo egregio a svolgere una critica sobria senza essere per questo strumentale ed inutile. In particolare gli autori mettono in evidenza l'emergere di questa dogmatica in uno scritto di Barry Eichengreen, uno fra i più riconosciuti esperti di sistemi finanziari, il quale paragona, sotto la spinta di una famosa citazione di Winston Churchill, la finanza e la democrazia. La democrazia, secondo sir Churchill, e la finanza (o «il sistema oggi prevalente [...] per organizzare l'allocazione delle risorse finanziarie»), secondo Eichengreen, sono il peggior sistema, se si eccettuano le alternative disponibili.

Eichengreen esordisce con un'analogia, niente affatto casuale, fra finanza e democrazia. L'idea di fondo è che, così come in politica l'ultima parola è stata detta, così sia avvenuto anche in economia. Non ci sono alternative al mercato, diceva la signora Thatcher all'inizio dell'era della deregolamentazione. Ma, in effetti, il ricorso allo storico argomento di Churchill porta con sé, *oggi*, qualche rischio. [...] Se c'è qualcosa di cui non ha senso essere fanatici sostenitori è proprio la democrazia, la quale vive della propria critica. [...] Sull'onda di un'immagine darwiniana della politica che ha indotto a parlare di “fine della storia”, il tracollo del comunismo, e del suo corredo di pianificazione economica, è sembrato sufficiente, all'inizio degli anni novanta, ma in realtà fin dall'inizio degli anni ottanta, per dichiarare compiuta la fine di un processo storico.

[...] Il “sistema oggi prevalente” è giustificato per il fatto stesso di essere l'unica alternativa rimasta. [...] Il “sistema” è inattaccabile in linea di principio per il fatto di essere insostituibile in linea di fatto. Ma vale anche l'implicazione opposta: il sistema è insostituibile in linea di fatto finché appare inattaccabile in linea di principio. Il reale è razionale. Così si ragiona⁶⁰.

59 G. G. Kaufman, *The Financial Turmoil of 2007-09: Sinners and Their Sins*, in «Networks Financial Institute Policy Brief», marzo 2010, p. 3, traduzione mia.

60 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., pp. 23-26.

Capitolo II

Finanziarizzazione.

Posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo più diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? La verità è che non lo sappiamo.
Banca dei Regolamenti Internazionali, 2007¹

2.1 *Le forme.*

Si sarà notato che gli elementi posti all'attenzione del lettore hanno più volte fatto emergere il ruolo della finanza, facendo spesso riferimento ai processi di finanziarizzazione e al cambiamento che i mercati finanziari hanno subito in corrispondenza alla svolta descritta sopra. È ora quindi di trattare l'argomento più diffusamente, dando spazio anche alle implicazioni *di contorno*, forti del discorso fin qui svolto. Per farlo, converrà anche questa volta partire chiedendoci *che cosa sia* la finanza.

La risposta a questa domanda, al contrario di quanto si possa immaginare, non è così complicata. La finanza, sostanzialmente, è un sistema che rende possibile l'anticipazione creditizia, cioè l'allocazione intelligente delle risorse da chi ne ha una disponibilità maggiore di quanto i propri bisogni richiedano a chi, invece, non ne dispone ma saprebbe bene come poterne disporre. Tecnicamente è solo grazie all'anticipazione creditizia che l'investimento di cui si è discusso nelle pagine precedenti è possibile, così come grazie ad essa si rende possibile l'innovazione. Andando più a fondo, però, ci si rende conto che persino lo scambio commerciale la richiede, in quanto il suo sistema prevede un'acquisto in vista di una *futura* vendita. Da un lato la finanza, come strumento, è davvero al servizio dell'economia reale, quella dei produttori e dei consumatori. Dall'altro il suo fine è creare i presupposti affinché questo scambio (il credito) si realizzi: il che sta a significare la possibilità che il debito venga estinto, che la relazione fra creditore e debitore arrivi alla sua fine, il pagamento².

Va notato che questo sistema, nonostante il suo fine estremamente nobile da un punto di vista sociale, si trova oggi nell'occhio del ciclone ed è interpretato sommariamente come *instrumentum diaboli*. Ciò ha a che fare molto più con la *forma* da esso assunta in questo

1 77^a relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali, giugno 2007.

2 Queste riflessioni sono mutate da M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., al quale si rimanda per un ulteriore approfondimento, specie in relazione al ruolo giocato da moneta e credito all'interno della finanza.

preciso momento storico piuttosto che con la sua sostanza, appena descritta. Il discernimento di fondamentale importanza che bisogna assumere come punto di partenza (dando inoltre senso a quella che altrimenti sarebbe una mera ossessione definitoria) è fra finanza e speculazione. In base a quanto sopra detto, la prima è al servizio della crescita, mentre la seconda della rendita (*guadagnare dal lavoro di altri*). E le due prospettive sono sensibilmente differenti. Non sarà quindi particolarmente faticoso collegare queste definizioni a quanto detto nei precedenti paragrafi: la finanza, o meglio *un particolare tipo* di finanza, è il luogo perfetto per far venire fuori quelle prospettive di breve termine in linea con la “creazione di valore per gli azionisti” come venuta fuori dalla grande ristrutturazione del capitalismo negli anni della svolta. Il tutto, come si è visto, a svantaggio di politiche di investimento a lungo termine che sappiano essere portatrici di una reale crescita. E non è un caso, infatti, che il tema della crescita abbia ritrovato un posto centrale nel dibattito attuale.

Procedendo con cautela cerchiamo di affrontare il concetto di finanziarizzazione, termine ormai molto frequente non solo nella letteratura scientifica, ma anche nella grande divulgazione dei media di massa. Si seguirà qui la definizione di Epstein così come ripresa nell'analisi di Finlayson, quando scrive:

il concetto di “finanziarizzazione” è stato impiegato dagli studiosi di economia politica per riferirsi a diversi fenomeni. Alcuni dei quali sono molto generali: il dominio crescente dei mercati finanziari sulle economie; l'estensione raggiunta dalle economie nazionali nell'affidamento agli investimenti esteri. Infatti, alcuni hanno pensato alla possibilità di un completo e fiorente regime di accumulazione guidato dalla finanza [...]. In generale, però, “finanziarizzazione si riferisce al ruolo *crescente* di moventi finanziari, mercati finanziari, attori finanziari e istituzioni finanziarie nel funzionamento delle economie nazionali ed internazionali”³.

Come altrove è stato messo giustamente in evidenza, «la parola chiave qui è “crescente”: i cambiamenti che si indicano con la parola “finanziarizzazione” hanno subito una notevole accelerazione negli ultimi trent'anni⁴», coinvolgendo una quantità crescente di risorse (materiali e umane) e acquistando proporzioni enormi persino superiori al PIL o al volume dei traffici mondiali.

Sono dati molto difficili da stimare di cui, comunque, si occupano le indagini periodiche

3 A. Finlayson, *Financialisation, Financial Literacy and Asset-Based Welfare*, in «The British Journal of Politics and International Relations», vol. 11, 2009, p. 401, traduzione e corsivo miei.

4 R. Dore, *La finanziarizzazione dell'economia globale*, in «Stato e mercato», n. 84, dicembre 2008, p. 374.

che la Banca dei Regolamenti Internazionali svolge. Stando a questi dati «alla fine del 2004, il valore dei contratti over-the-counter⁵ (OTC) era pari a 197 mila miliardi di dollari e i derivati scambiati in borsa ammontavano ad altri 36 mila miliardi, per un totale di 234 mila miliardi. Nel giugno 2007, solo il valore dei contratti OTC era aumentato fino a raggiungere quota 516 mila miliardi di dollari». Il che comunque ci dice poco se non lo confrontiamo. Infatti, continua Ronald Dore, «il PIL mondiale a parità di potere di acquisto nel 2006 è stato calcolato in 66 mila miliardi di dollari – solo *un ottavo* rispetto ai contratti derivati in circolazione⁶». Stando al rapporto sulla stabilità finanziaria dell'aprile 2007 pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale, alla fine del 2005 «le attività finanziarie totali si attestavano al livello sorprendente di 3,7 volte il PIL mondiale⁷». Stiamo parlando quindi di crescente intermediazione finanziaria che, come si sa, può assumere varie forme. I mercati finanziari, infatti, sono molto diversificati al loro interno ed è per questo che se ne parla al plurale. Ciò che comunque va detto è che praticamente in ognuno di questi mercati la tendenza registrata, acuitasi nell'ultimo trentennio a seguito dell'abbandono del cambio con l'oro, è stata al rialzo per tutti. Questo deve farci riflettere, perché se *anche* le imprese non finanziarie iniziano a destinare quote crescenti del proprio capitale al gioco al rialzo della borsa (stiamo parlando tecnicamente di speculazione), qualcosa non sta andando *come dovrebbe*. Vuol dire che la crescita delle aziende non è più sostenibile con un metodo *tradizionale*. Si faccia attenzione però: non è questione di conservatorismo, di incapacità di vedere la novità, di riluttanza ad abbracciare i nuovi metodi verso cui una qualche *mano invisibile* ci sta portando per assicurare la nostra crescita. Qui si sta parlando del fatto che una certa crescita non è realmente accettabile in quanto *drogata*, come sopra si notava. Essa, di fatto, pur, sorprendente per proporzioni, non esiste e quando l'effetto passa (la bolla si sgonfia) i danni reali possono essere più gravi di quanto si è capaci di affrontare. Certo a volte si riesce in pochissimo tempo a somministrare al sistema una nuova droga (si pensi al passaggio dalla bolla azionaria degli anni novanta a quella immobiliare del decennio successivo), ma tutto dipende da quanto dolorosi sono i postumi e, a lungo andare, il metodo diventa insostenibile.

Fuor di metafora, bisogna procedere attentamente. Se da un lato è vero, infatti, che

5 *Over-the-counter*: (ingl.) lett. “sul bancone”. Ci si riferisce alla compravendita di titoli non quotati (o di titoli quotati che vengono scambiati fuori dalla borsa) che avvengono solitamente tramite procedure accelerate per via telematica con contatto diretto fra titolare e acquirente. L'espressione trae la sua origine dalla vecchia abitudine dei *financial players* di Wall Street di intrattenersi, dopo la chiusura dei mercati, nei bar della zona per continuare a contrattare. Fonte: *Enciclopedia dell'economia*, Milano, Garzanti, 2001 (seconda ed. agg. e ampl.), p. 831.

6 R. Dore, *La finanziarizzazione*, cit., p. 375, corsivo mio.

7 M. Onado, *Crisi dei subprime: cosa non funziona?*, 20 agosto 2007, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvecchi, Roma, marzo 2009, p. 40.

l'aumento qui messo in prospettiva storica deriva da un'aumento del commercio mondiale (portato dalla globalizzazione) così come della richiesta di maggiori assicurazioni dovute alla possibile oscillazione dei cambi fra le monete, è altrettanto vero che questo meccanismo ha iniziato ad autoalimentarsi grazie ad una crescente *creatività* nell'ambito degli strumenti finanziari esistenti. Ci si riferisce qui a quei metodi complicatissimi di ripartizione, trasferimento e assicurazione del rischio che a un certo punto hanno dato l'illusione di averlo fatto scomparire del tutto, almeno fino all'estate del 2007, quando ormai era troppo tardi per evitare un panico generalizzato. Metodi complicatissimi che il dibattito seguito non ha mancato di sottolineare anche come «mutamento nella distribuzione dei talenti», per via delle crescenti energie, non solo materiali, ma anche intellettuali, che la finanza ha letteralmente *assorbito* in questi anni: «non sono solo le *business schools* ad essere cambiate. Alcuni dei laureati migliori e più brillanti dei dipartimenti di fisica e ingegneria sono reclutati dagli *hedge funds* e dalle banche di investimento per la loro rapidità mentale e le loro abilità matematiche [...] La finanza, una volta a servizio delle imprese dell'economia reale, ora le deruba delle reclute potenzialmente migliori al fine di controllarle⁸». Ecco la *finanza creativa* di cui abbiamo tanto sentito parlare. La sua parabola evolutiva l'ha portata dapprima ad essere idolatrata come risoluzione di ogni problema di rischio e in seguito, con la crisi, ad essere biasimata da tutti o quasi come radice di ogni male. Proprio per questo l'analisi deve farsi qui più attenta. Va ricordato, comunque, che il successo e la popolarità di cui le varie innovazioni finanziarie hanno goduto fino a qualche tempo fa è uno dei motivi principali dell'ingrandimento di tutto il settore. Che poi questo successo fosse dovuto in larga parte anche ad una grande deficienza nella comprensione della vera qualità di questi strumenti è un fatto assodato. Il professor Onado scrive a proposito:

poiché i prodotti finanziari stanno diventando sempre più sofisticati, la maggior parte degli investitori non è consapevole del rischio effettivamente sopportato. Ci sono due reazioni ipocrite che emergono: chiedere maggior trasparenza e una maggior educazione finanziaria. La prima strada dovrebbe condurre soltanto a un ulteriore appesantimento degli attuali prospetti informativi, già oggi leggibili solo da chi ha conseguito un PhD in finanza (meglio se di un'annata molto recente). La seconda strada è perfino più assurda (come ci si poteva aspettare subito sostenuta dal Presidente Bush) poiché è semplicemente impossibile colmare il divario tra il livello attuale di educazione finanziaria da scienziato nucleare utilizzata negli attuali prodotti⁹.

8 R. Dore, *La finanziarizzazione*, cit., p. 390.

9 M. Onado, *Crisi dei subprime*, cit., p. 44.

Comunque per attenerci a ciò che qui interessa maggiormente, rintracciare nel dibattito le premesse storiche della crisi, si accennerà a questo tipo di finanza solamente in relazione a due importanti componenti dell'intero processo: la cartolarizzazione (*securitization*) e i derivati sul credito (*credit derivatives*).

Scrivere della cartolarizzazione significa fare un salto indietro almeno fino all'inizio degli anni ottanta. Come esempio pratico si potrebbe prendere una delle creazioni della statunitense Fannie Mae, una *government sponsored enterprise* (impresa governativa) specializzata in finanziamenti, che ha avuto poi enorme successo. Siamo nel 1987 e lo strumento in questione è la CDO: *Collateralized Debt Obligation*, dunque un'obbligazione. Come tale obbliga chi la vende a ricomprarla in un determinato momento futuro. La particolarità è qui quella di essere garantita da una molteplicità di crediti e quindi l'essere legata alla capacità del debitore di ripagare il suo creditore. L'operazione di “cartolarizzare” tali crediti trova il suo senso nel fatto che essi, impacchettati e trasformati in un titolo negoziabile, possono essere ceduti ad un terzo attore (una società *veicolo* o a *compito speciale*: SIV, SPV¹⁰ o conduit). Il che ha un doppio vantaggio: il creditore si alleggerisce dei passivi in bilancio, inevitabilmente accumulati nello svolgere la propria funzione di prestatore, vendendoli – sotto forma di titoli negoziabili – alle società veicolo e con il denaro così ricavato può pertanto continuare a fornire credito. La società veicolo, invece, grazie alle CDO che tiene nel proprio portafoglio può a sua volta venderle come obbligazioni a scadenza più breve, lucrando così sulla differenza fra gli interessi che paga e quelli che incassa¹¹. In realtà, però, tale società veicolo può addirittura creare un nuovo impacchettamento che, più in generale, è chiamato *Asset-backed Securities*¹² (ABS). Dato così uno scheletro del sistema, non bisogna far altro che adattargli addosso la situazione corrente. Si prenda ad esempio una banca che concede dei mutui (illiquidi). Questi vengono poi cartolarizzati e ceduti ad una società veicolo, ovvero «sintetizzati in modo da trasformarsi in liquidità immediata [...], che a sua volta serve per finanziare investimenti delle imprese, o per estendere nuovi crediti ad altre famiglie¹³». In questo caso abbiamo una forma particolare di ABS, chiamata *Mortgage-backed Security*, letteralmente un titolo garantito da mutui. La società veicolo cui il mutuo viene ceduto è solitamente una creazione stessa della banca che, seppure formalmente autonoma, resta legata

10 Letteralmente: *Special Purpose Vehicle* e *Structured Investment Vehicle*.

11 Il sistema così ricostruito, seppur in modo semplificato nell'economia di questa trattazione, fornisce una fotografia piuttosto veritiera – e si spera chiara – della realtà. Se non per il fatto che, solitamente, il creditore non ha il ruolo di cartolarizzare un portafoglio crediti, ma lo fa fare ad una società veicolo.

12 (Ingl.): lett. titolo (*security*) garantito da un'attività generica (*asset*).

13 T. Monacelli, *Anatomia di un sistema*, 2 ottobre 2008, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo*, cit. p. 34.

alla *madrebanca* – se si permette il neologismo – almeno per motivi di reputazione. Nella pratica siamo di fronte ad un modo di mettere fuori bilancio un rischio (insito in ogni operazione di credito, per via della possibile insolvenza del debitore) che la Banca dei Regolamenti Internazionale non ha esitato a definire *sistema bancario ombra*, «un modo fin troppo gentile per dire che i bilanci bancari non dicevano la verità¹⁴».

Quello che qui si è appena delineato è il cosiddetto sistema *originate and distribute* alternativo al vecchio *originate and hold*. Fra i due, nel primo il mutuo (o un credito generico) viene creato *e* (o *per*¹⁵ essere) successivamente distribuito ad altri operatori finanziari, scaricando su questi ultimi i rischi di credito e nel contempo incassando «immediatamente l'intero importo del credito erogato, più una commissione a titolo di compenso per l'operazione¹⁶». Nel secondo, tradizionale, il mutuo emesso da una banca veniva da questa tenuto (*hold*) in bilancio, con tutto il suo portato di rischio, fino al momento del completo rientro dal debito da parte del mutuatario. Ma non è tutto. Il quadro si completa solo inserendo altri due attori fondamentali: le aziende di assicurazione e le agenzie di *rating*.

Il ruolo dell'assicuratore non si configura qui come “normale”, in quanto il modo in cui esso entra nel gioco del modello appena descritto è frutto di una grande innovazione. Esso diventa uno di quei soggetti “atipici” in quanto non facenti parte «di nessuna realtà conglomerata [finanziaria]» (almeno al fine della cartolarizzazione e del rischio di credito) che pure assurgono all'importanza di «controparti nella realizzazione di tali operazioni¹⁷». Risultato di un processo di ridefinizione dei tradizionali confini tra gli intermediari finanziari in direzione di un crescente avvicinamento fra le banche e le assicurazioni. Tentiamo di tracciarne le linee principali. Per farlo bisogna prendere in esame i derivati di credito, che sono l'anello di congiunzione fra quei due mondi e le funzioni da loro svolte. Come ogni strumento finanziario derivato si tratta di un contratto il cui valore dipende dalla variazione di valore di un altro strumento finanziario. In questo senso esso *deriva* da qualcos'altro. Nel nostro caso particolare il derivato ha come valore sottostante un credito e la sua ragion d'essere è di assicurare quel credito dalla possibilità di insolvenza del debitore e quindi di perdita da parte del creditore. Esso non è altro che un rapporto di compravendita di protezione, che come tale esige la presenza di un *protection seller* (venditore di protezione) e

14 M. Onado, *Il problema è capitale*, 27 agosto 2008, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo*, cit. p. 52.

15 Si esprime qui un elemento di criticità che alcuni commentatori di lingua inglese, ma non solo, hanno inserito nella dizione stessa: *originate to* (per) *distribute* sta a significare che il solo movente per cui il credito viene acceso è il fatto che esso possa essere “scaricato”, in relazione alla sua componente di rischio, su altri operatori. Il che *snatura*, senza con ciò voler indicare alcun tipo di considerazione di valore, il ruolo – ricordato a inizio di questo paragrafo – della finanza e dei finanziatori.

16 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 93.

17 F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 56.

un *protection buyer* (compratore di protezione). La tipologia più diffusa di assicurazione sul credito è quella dei *Credit Default Swaps* e delle *Credit Default Options*: la prima assume la forma del pagamento di una commissione periodica da parte di chi fornisce credito (la banca o chi per essa, quindi compratore di protezione) a chi assicura questo credito in caso di fallimento (l'assicurazione o venditore di protezione). In più tali strumenti, secondo la pratica ormai nota, vengono inseriti all'interno di ulteriori strumenti finanziari ancora una volta per poter rendere liquido qualcosa che non lo è e continuare a non tenere i rischi in bilancio. Anche per questo, e il senso della parola “finanziarizzazione” dovrebbe farsi sempre più chiaro, riscontriamo la tendenza di un'espansione generalizzata di questo tipo di attività sul totale delle attività non solo finanziarie ma anche economiche in genere (con l'ormai classico superamento del PIL mondiale, che contribuisce a spiegare la cifra complessiva sopra riportata).

Arriviamo così alle agenzie di *rating*¹⁸. Si tratta di entità private autonome rispetto al mercato che forniscono una valutazione su singoli titoli e strumenti finanziari o direttamente sui loro emittenti. In pratica si tratta di una stima sulla possibilità futura che l'oggetto posto in esame possa andare in fallimento. Il ruolo, quindi, è quello di aumentare l'efficienza dei mercati diminuendo i problemi di asimmetrie informative. L'utilità e l'affidabilità di questo *rating* sono riconosciute da tutti i partecipanti al mercato garantendo guadagni enormi soprattutto alle tre grandi aziende che forniscono un servizio di valutazione anche molto differenziato (le *Big Three*: Standards&Poor, Moody's e Fitch, che insieme detenevano circa il 95% del mercato nel dicembre 2007¹⁹). Nonostante tutto ciò, esse rimangono comunque delle «società per azioni che hanno l'obiettivo della massimizzazione del profitto²⁰». Il fatto che ci si fidi così tanto di loro potrebbe in prima istanza destare meraviglia, ma si spiega con la sfiducia nell'intervento pubblico (percepito come tendenziale falsificatore al fine di attirare investimenti dalla propria parte) o, a maggior ragione, nei privati partecipanti ai mercati finanziari (ma, di fatto, anche le agenzie di *rating* lo sono). Comunque va detto che esse operano in contesto di oligopolio mondiale e con un meccanismo di attribuzione delle valutazioni che si basa sulle tendenze dell'ultimo quinquennio e non su schemi prospettici. Detto ciò, si comprende la loro estrema volubilità in caso di bolle: prima che scoppino i *rating* assegnati non possono che essere al massimo (rappresentato da una tripla A) e contribuire così non poco a gonfiare le bolle stesse più che a evitarle. Prima degli anni

18 (Ingl.) lett.: dal verbo *to rate*: stimare, valutare. Quindi: stima, valutazione.

19 Cfr. R. Portes, *Agenzie di rating: la riforma è un rompicapo*, 11 febbraio 2008, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo*, cit., pp. 301-309, in nota 3.

20 F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 46.

settanta queste agenzie si finanziavano grazie al pagamento, sotto forma di abbonamento, degli investitori e cioè di coloro che *utilizzano* il lavoro delle agenzie per condurre al massimo della razionalità i loro investimenti. Dopo quella cesura temporale, invece, è avvenuto un cambiamento non da poco: coloro che emettono i titoli iniziano a pagare le agenzie di *rating*, le quali si giustificano con l'impossibilità di sopravvivere solo con le sottoscrizioni degli investitori man mano che gli strumenti da valutare diventano sempre più complessi (e i costi s'innalzano di conseguenza). E qui partono le prime preoccupazioni sul possibile conflitto d'interesse, presto acuito dal fatto che in un mercato concorrenziale è gioco forza per le agenzie volersi tener stretti i propri clienti, fornendo un *buon* servizio che, nel caso di pagamento dall'alto (dalle emittenti di titoli), significa una *buona* valutazione dei loro prodotti. «Il sospetto – come appunto noterebbe chiunque – è che un'emittente di CDO possa essenzialmente comprare la propria AAA dalle Tre Grandi²¹». Al di là di condotte poco cristalline, tuttavia possibili e riscontrate *ex post*, una volta attribuito un *rating* è sempre più difficile per l'agenzia modificarlo, pena la propria affidabilità (in assenza di sinistri evidenti per il titolo o l'azienda valutata, significa che precedentemente la valutazione era errata²²) e la stabilità finanziaria. Senza contare, inoltre, che molte personalità di spicco delle tre grandi hanno legami molto stretti con le grandi banche statunitensi; bisogna ricordare che intorno al passaggio di secolo il sistema subisce un'ulteriore evoluzione, a sua volta molto criticata. Con la grande ascesa sul mercato di Moody's le agenzie di *rating* iniziano a fornire consulenze alle emittenti di titoli su come riuscire ad avere strumenti finanziari *ben* valutati. E ovviamente sarebbe un'idiozia non dare la tripla A ad un titolo che si è contribuito a creare, «guadagnandoci pure due onorari²³».

Ricapitolando, si può fare qui una considerazione finora implicita.

Le novità inserite nel modo di fare credito in questi ultimi tempi fanno emergere una grande de-responsabilizzazione all'interno dei rapporti di credito. Se si assume il punto di vista già di Amato e Fantacci, come qui si fa, il *credito* è essenzialmente quella promessa fra creditore e debitore che permette innanzitutto l'anticipazione creditizia, ma nondimeno la sua restituzione entro uno spazio temporale comunemente determinato. Dal momento che esso «come lo scambio, è, per essenza, non una cosa ma una relazione²⁴», se si allenta la responsabilità è ragionevole aspettarsi un suo cambiamento sostanziale. La questione del rischio qui è fondamentale. Il rischio dovrebbe essere, come in un rapporto, condiviso da

21 F. Strier, *Rating the Raters: Conflicts of Interest in the Credit Rating Firms*, in «Business and Society Review», vol. 113/4, dicembre 2008, p. 535, traduzione mia.

22 Cfr. la spiegazione molto dettagliata che si legge Ivi, cit., pp. 537 e ss.

23 R. Portes, *Agenzie di rating*, cit. p. 303.

24 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 47, corsivo degli autori.

entrambe le parti, un peso da portare in due sopportabile perché a tempo determinato e ponderato adeguatamente da ambo le parti impegnate e legate responsabilmente l'una all'altra. Quando una delle due tenta, però, di rendere sempre più “leggera” la propria posizione, *distribuendo* il rischio – e la responsabilità – su qualcun altro la conseguenza naturale è che il rapporto viene meno, la responsabilità si fa più lasca e le situazioni di fallimento più possibili. Se il comportamento, infine, non è circoscritto a pochi attori, ma è tendenza quasi univoca, ci si rende facilmente conto che la crisi (fallimento simultaneo di molti) diventa una possibilità all'ordine del giorno. Il sistema *originate and distribute*, proprio per la sua adozione *generalizzata ed estrema*, è ad oggi indicato come il maggior responsabile della crisi. Questo perché di fatto esso ha fallito nel tentativo di annullare il rischio di credito, trasformandolo in rischio di liquidità. A questo proposito esso è stato chiamato modello *originate and pretend to distribute*²⁵ proprio perché assumendo proporzioni massicce aumentano le criticità sottolineate e diventano sistemiche, rivelando il modello per quello che è: «un'operazione di tipo contabile volta a *mistificare* nel fuori bilancio l'effettiva esposizione al rischio di credito delle banche²⁶».

Ciò che più colpisce è una sorta di fideismo che sembra aver dominato l'atteggiamento di banche, assicurazioni e investitori professionali. Grazie a questi strumenti, infatti, si migliorava la propria liquidità a fronte di un passivo in bilancio (il credito) che liquido non era mai stato. Desta meraviglia che questa liquidità venisse spesa per concedere altro credito, per generare nuovi guadagni e non si spendesse invece per creare una cassa e un'assicurazione sulla possibilità di fallimento. Anzi, in un certo senso, buttare fuori bilancio il rischio è stato anche un modo per eludere la regolamentazione sulle riserve (accordi di Basilea) a fronte di attività sostenute che si poteva così fingere di non sostenere. Ma una premura del genere è dovuta non solo perché, secondo la teoria, il fallimento è *sempre* possibile, ma soprattutto perché con questo sistema si è iniziato ad erogare credito anche a chi non lo meritava, ovvero a chi difficilmente avrebbe potuto ripagarlo. Questa possibilità non è solo derivata dallo sfruttamento di meccanismi di economia di scala, ma anche (e direttamente) dalle possibilità che si aprono in un sistema che permette di scaricare sistematicamente i rischi al mercato. Come nell'illusione di un profitto che si auto-incrementa indefinitamente senza una controparte di rischio, si è imboccata la strada del fallimento. D'altronde una dogmatica che ha guardato e guarda con sospetto ad ogni interferenza del sociale e del politico, ha reso possibile l'adorazione dei «nuovi strumenti finanziari [...] come un modo di *spersonalizzare* la

25 (Ingl.) lett.: creare e fingere di distribuire. Cfr. F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 26.

26 F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 27, corsivo mio.

valutazione del rischio di credito, liberandosi dalla valutazione diretta degli agenti *come persone*, e quindi dalla componente *fiduciaria* non meramente calcolabile probabilisticamente, nella convinzione che i mercati mossi dall'incentivo dell'interesse potessero calcolare meglio e con più precisione i rischi²⁷».

2.2 *Il rischio.*

È chiaro, per quanto detto fin qui, che il contesto in cui tutto ciò ha potuto verificarsi è fondamentale. Esso è essenzialmente, come detto, di continua e perdurante deregolamentazione. Un recente rapporto del Wall Street Watch, un osservatorio non profit di finanza internazionale, ha messo in luce in dodici chiarissimi punti (alcuni dei quali già anticipati in questa trattazione) i passi avanti (o meglio indietro) fatti negli ultimi tempi nel campo della regolamentazione. Non sarà inopportuno riportare qui una considerazione in premessa:

negli ultimi tre decenni i regolatori finanziari, il Congresso e l'esecutivo hanno prontamente eroso il sistema di regolamentazione che aveva frenato il settore finanziario impedendo che venissero messe in atto le sue peggiori tendenze. Questo sistema *post* Grande Depressione mirava a rendere pubbliche le informazioni finanziariamente rilevanti; a stabilire limiti nell'uso della leva finanziaria; a tracciare confini netti fra attività finanziarie differenti proteggendo le banche commerciali dal rischio di quelle d'investimento; a rafforzare significativi limiti di concentrazione di attività economiche [...] e a contenere il settore finanziario al fine di mantenerlo subordinato all'economia reale²⁸.

Come si sarà notato l'intervallo temporale che bisogna prendere a riferimento è ancora una volta quello che ci riporta agli anni ottanta. È un processo epocale che ha interessato in maniera massiccia il capitalismo anglosassone, ma che «è stato applicato anche negli altri sistemi finanziari» e il cui asse portante è stato, come si è detto, «la logica [...] che mercati più liberi sono capaci di generare risultati migliori facendo fluire i capitali verso i loro impieghi più produttivi²⁹». È stato il trionfo del *light touch*, il tocco leggero che lascia tutto lo spazio possibile alla *mano invisibile*, all'autoregolamentazione dei mercati. Il mercato, e soprattutto quello finanziario, sarebbe tempestivamente capace di trasformarsi di continuo, di

27 C. Trigilia, *Il liberismo*, cit., corsivi miei.

28 R. Weissman, J. Donahue et al., *Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America*, p. 14, traduzione mia.

29 F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 42.

adattarsi alle situazioni del presente nel modo più efficiente possibile, battendo sul nascere un qualsiasi confronto con una giurisprudenza che necessariamente deve venire *a posteriori*. Ne consegue che tale architettura deve essere obbligatoriamente senza alcun architetto, pena il rischio che il processo automatico venga distorto, aberrato e corrotto verso livelli meno efficienti, essa deve evitare qualunque «regola *costruttiva* [...] e *regolativa*. In questo sistema la regolamentazione è la deregolamentazione³⁰». Non sarà mai inutile continuare a spingere su questa grave colpa del sistema di essersi barricato dietro la propria convinzione dogmatica, monoliticamente sostenuto da una riflessione scientifica e da un dibattito pubblico il più delle volte ancillare; ma a questo punto del discorso non dovrebbe nemmeno suonare così strano il perché di una simile tendenza: «viceversa, come sostenere la richiesta di alti rendimenti da parte dei proprietari-azionisti agli intermediari finanziari? E, soprattutto, come finanziare la platea dei soggetti subprime per sostenere la crescita?³¹».

Ad ogni modo, guardando alla sostanza di questa deregolamentazione, al primo posto va notato lo smantellamento del *Glass-Steagal Act*, ovvero la risposta che il Congresso diede nel lontano 1933 della Grande Depressione ai problemi di capitale di riserva delle banche (dopo almeno tre anni di ondate continue di corse agli sportelli). Con quella legge si tracciava un confine netto fra banche commerciali, che potevano accettare depositi, e banche d'investimento, che invece non potevano. Le prime sarebbero state tenute in un regime di forte regolamentazione riguardo ai rischi da assumere e le riserve in capitale ricevendo in cambio una strada privilegiata di accesso al credito erogato dalla FED e ricevendo la garanzia dei contribuenti sui loro depositi (Stato). Le seconde, invece, godevano di una maggiore libertà d'azione perché non avrebbero potuto essere colpite dalle temute corse agli sportelli. Negli anni ottanta iniziano a venir fuori una serie di strumenti che riescono ad aggirare questo tipo di confine. Si pensi alle *Auction Rate Securities* inventate dalla Lehman Brothers nel 1984: diversi sottoscrittori prestavano delle somme ad una società finanziatrice, la quale nominalmente li vincolava per una trentina d'anni. A intervalli molto più brevi però la società indiceva delle aste per permettere, ai sottoscrittori che lo desiderassero, di riavere il denaro prestato; con queste aste inoltre si determinava il tasso che quella quota avrebbe mantenuto fino alla successiva asta e così via. La società finanziatrice quindi riusciva a tenere dei finanziamenti di lungo termine e a fornire liquidità pressoché immediata a chi lo richiedesse. Ma questo è, ci fa notare il premio Nobel Krugman, «è proprio quello che fa una banca», ma il gioco valeva la candela soprattutto perché «raccogliendo i fondi attraverso quei titoli, il cui

30 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 27.

31 A. Berrini, *Come si esce*, cit., p. 56.

tasso di rendimento veniva determinato mediante un'asta, i clienti potevano aggirare³²» le disposizioni e i relativi costi che si applicano ad una qualsiasi banca. Il rischio è presto svelato: questi strumenti completamente deregolamentati sono fuori da ogni possibile rete di sicurezza. Successivamente, strumenti come questo sono stati la *crema* dell'innovazione finanziaria. Nel 1999, infine, sotto l'amministrazione Clinton il *Gramm-Leach-Bliley Act* abolisce completamente la divisione fra banche d'investimento e banche commerciali, dando il via libera ad una tendenza di fatto. Sulla stessa direzione si colloca il *Commodity Futures Modernization Act* del 2000, che rende più “snello” il commercio dei Credit Default Swaps già detti. Come se non bastasse, nel 2004 la SEC³³ «è perita sotto il fuoco delle grandi banche d'investimento – guidate da Goldman Sachs e il suo capo di allora, Henry Paulson – e ha autorizzato le banche d'investimento ad autoregolare le proprie riserve di capitale in conformità a quanto stabilito dagli standard del Comitato di Basilea³⁴». Peccato che gli accordi di Basilea II (*Nuovo accordo sul capitale*) hanno legato il calcolo dei requisiti patrimoniali a *rating* esterni (dalle agenzie internazionali) o interni (dalle banche stesse) e «ciò significa che una variazione del rating delle imprese cui una banca ha concesso credito determina una variazione del requisito patrimoniale della banca³⁵». Il che ha permesso di superare il rapporto fra debiti e capitale prima fissato a 1 a 15, portando le *big five* poco prima della crisi «ad operare con debiti pari a 30, 40 volte il capitale³⁶». Infine se a questi elementi si aggiunge una pressione fiscale sempre più bassa (di cui gode soprattutto il settore immobiliare, a scapito di settori anche molto più capaci di generare ricchezza) e continue semplificazioni sulla documentazione da dover presentare per poter accendere un mutuo³⁷, si riesce a valutare l'impatto della deregolamentazione anche dal lato della domanda relativa all'ultima bolla che è scoppiata.

A questo punto, davvero, ci si può rendere pienamente conto di quanto il sistema di trasferimento del rischio e di diversificazione dei portafogli non stesse raggiungendo il fine che dichiarava di perseguire, ma al contrario stesse trovando nuovi *escamotage* per riuscire ad innalzare magicamente i profitti. *Securitization* e modello *originate to distribute* hanno avuto ricadute molto negative sui comportamenti delle banche e degli investitori finanziari

32 P. Krugman, *Il ritorno*, cit., p. 179.

33 «Securities and Exchange Commission: organo federale di controllo del mercato mobiliare statunitense. Istituita nel 1934, la SEC vigila sulla trasparenza del mercato in materia di nuove emissioni, di negoziazioni di titoli, di fusioni e acquisizioni di società. A tutela del pubblico degli investitori. In Italia, l'organo corrispondente è la CONSOB». Fonte: *Enciclopedia dell'economia*, Milano, Garzanti, 2001 (seconda ed. agg. e ampl.), p. 1038.

34 R. Weissman, J. Donahue et al., *Sold Out*, cit., p. 17, traduzione mia.

35 A. Sironi, *Addio Basilea 2*, 17 ottobre 2008, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo*, cit. p. 245.

36 F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 45.

37 Cfr. F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., pp. 20-21.

disincentivando sempre più il *risk management*, la gestione del rischio tramite un'accurata scelta dei soggetti a cui concedere il credito (*screening*) e poi un loro continuo e parimenti attento monitoraggio (*monitoring*). Ma i costi di tutto questo lavoro non si giustificano più se viene a mancare la responsabilità diretta del concedere credito, esternalizzando i rischi. Eppure, nello stesso tempo, e qui il paradosso è palese, le stesse banche che scaricano i titoli cartolarizzati sulle loro società veicolo e che sanno (o dovrebbero sapere) bene quante *poche* informazioni si hanno del debitore che dovrebbe garantire i flussi di cassa del titolo stesso, queste stesse banche investono a loro volta in titoli del genere, riportandoli nel proprio bilancio. Insomma si preferisce avere in bilancio il titolo cartolarizzato da qualcun altro piuttosto che il proprio, fideisticamente convinti che il *rating* sia portatore di tutte le informazioni che interessano o, eventualmente, che le proprie capacità di buoni investitori sapranno anticipare un possibile *trend* negativo quel tanto che basta per sfruttare il mercato ancora una volta e vendere prima che il prezzo scenda.

Profeticamente in uno studio pubblicato dal NBER nel 2005, gli autori potevano affermare sulla base di esempi e calcoli precisi che «se una banca usa i profitti della cartolarizzazione per espandere la sua offerta di credito, allora il suo rischio di fallimento tende ad aumentare. [...] Ciò sta ad indicare che l'intero sistema bancario non è effettivamente coperto contro la possibilità di uno shock³⁸» e questo è quello che ormai tutte le analisi a crisi scoppiata non hanno potuto far altro che ripetere. È davvero difficile sostenere, come qualcuno ha fatto, che nella selva di strumenti innovativi era impossibile capire come questi avrebbero risposto ad una situazione di shock sistemico: troppo nuovi per avere una storia da cui poter trarre insegnamenti. È facilissimo però sostenere il contrario: molti avevano visto lungo e ci avevano avvisato per tempo del rischio cui si stava andando incontro. Fra tutte le Cassandra, ricordiamone una: Hyman Minsky, il grande economista – ora prontamente riletto da tutti – che aveva studiato a lungo questi problemi formulando la famosa “ipotesi dell'instabilità finanziaria”. Ne riportiamo una chiara esposizione da Riccardo Bellofiore, che ha curato la recente riedizione del famoso *John Maynard Keynes* del 1975:

Ipotizziamo di trovarci in una situazione finanziariamente robusta, dove gli operatori sono nella quasi totalità in posizione coperta. [...] Crisi del recente passato sono presenti alla memoria degli agenti, che preferiscono strutture della passività dotate di ampi margini di sicurezza, e i bilanci patrimoniali godono di abbondante liquidità. [...] I margini di sicurezza ereditati appaiono eccessivamente prudenti, e si abbassa il valore di assicurazione attribuito alla

38 G. Franke, J. P. Krahen, *Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations*, NBER Working Paper n. 11741, novembre 2005, p. 22, traduzione mia.

detenzione di moneta. [...] Ne segue l'innalzamento della domanda di beni d'investimento, e quindi della loro produzione, con una impennata dei profitti lordi. [...] Si inizia a sottostimare i rischi tanto dal lato dei debitori quanto dal lato dei creditori. Tutto ciò non può che facilitare la convalida dei debiti passati e favorire le imprese che hanno rischiato di più. La tranquillità lascia il posto all'euforia, e la prosperità si trasforma in boom. [...]

Fin quando l'offerta di finanziamenti è pressoché orizzontale a tassi d'interesse a breve termine solo moderatamente crescenti, questi sviluppi non limitano l'investimento e la prosperità euforica si autoalimenta, avvitando su se stessa. Le cose mutano quando in conseguenza delle scelte delle banche, o anche di un inasprimento delle intenzioni restrittive della banca centrale, l'offerta di fondi diviene subitaneamente pressoché rigida. Il risultato è un drastico, improvviso e impreveduto aumento del costo del finanziamento. La domanda di debiti a breve è ancora di più spinta verso l'alto, e ciò conduce a ulteriori aumenti del tasso d'interesse³⁹.

Non credo ci sia bisogno di ulteriori commenti a queste parole. Ma se qualcosa si può aggiungere è senz'altro riguardo alla sorprendente analisi che lo stesso Minsky ha fatto della *neonata* cartolarizzazione nel 1987 e recentemente ripubblicato nelle *Policy Notes* del Levy Economics Institute del Bard College. A pochi anni dalla nascita di quest'innovazione egli riesce a darne una lettura estremamente lucida e completa, sottolineando da un lato «la relazione simbiotica fra la globalizzazione, la struttura finanziaria globale e la cartolarizzazione degli strumenti finanziari» e dall'altro che si tratta «in parte di una risposta ritardata al monetarismo. La lotta all'inflazione perseguita restringendo la crescita monetaria apre le porte alle tecniche di finanziamento non bancario» e quindi che essa «implica che non ci sia nessun limite all'iniziativa bancaria di creare crediti⁴⁰».

Se non vale ora dire “*non lo sapevamo*” è pur vero che in questi anni, di contro a qualche voce (seppur autorevole!) davvero critica e a un numero crescente di scettici, la maggioranza degli studi continuava a sfornare evidenze e riflessioni teoriche capaci di sottolineare quel poco di buono che un sistema di trasferimento del rischio ha: diversificare i portafogli e quindi ammortizzare le perdite di una piccola parte con la liquidità ottenuta dal resto. Non bisognava essere dei fanatici, infatti, per poter rispondere un *no* alla domanda “*dobbiamo avere paura dei derivati?*”⁴¹. D'altro canto, nel contesto che sopra si è cercato di descrivere, accettare rischi crescenti, sia da parte degli investitori sia da parte dei cittadini, diventa

39 R. Bellofiore, *Introduzione*, in H. P. Minsky, *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri, Torino, 2009, p. XXVII-XXIX.

40 H. P. Minsky, *Securitization*, in «Policy Notes», The Levy Economics Institute of Bard College, n. 2, 2008, pp. 2-3.

41 È quello che, ad esempio, fa R. M. Stulz nel suo “*Should We Fear Derivatives?*” (in «Journal of Economics Perspectives», vol. 18, n. 3, 2004, pp. 173-192), pur non dimostrandosi disattento ai possibili rischi.

sempre più culturalmente accettabile e accettato e questo è forse uno dei motivi principali per cui tanta possibilità di rischio è stata ignorata, nascondendo la testa sotto la sabbia come gli struzzi.

Capitolo III

Dinamiche attuali

A posteriori, ogni crisi può apparire come un default annunciato, come lo scoppio di una bolla destinata a scoppiare. Tuttavia, ci si riserva un compito troppo facile e inutile se, col beneficio di uno sguardo retrospettivo, ci si limita a constatare che tutte le bolle prima o poi scoppiano: bisogna poter spiegare come ciascuna bolla, nello specifico, abbia potuto formarsi, senza che nessuno degli operatori implicati la percepisse, o addirittura la potesse percepire, come tale.

M. Amato, L. Fantacci, 2009¹

Si può procedere a questo punto analizzando quelle che, per semplificare, sono state chiamate dinamiche attuali. Certamente, si tratta di una divisione artificiale e convenzionale, la cui unica giustificazione risiede strumentalmente nel fare più chiarezza nel discorso. Ovviamente ciò non significa che da ora in poi si abbandonerà il metodo storico-comparativo, ma che si rivolgerà principalmente l'attenzione, lì dove è possibile, alle evoluzioni più recenti del capitalismo contemporaneo. Il tutto con riferimento particolare alle forme e ai contenuti della crisi economica internazionale, partendo da come si è manifestata – finanziariamente – nel 2007 e cercando di spiegare perché le sue conseguenze sono così gravi e degne d'attenzione. E nondimeno perché a livello sistemico il capitalismo ne sta risentendo così tanto, utilizzando a questo scopo anche i numerosi spunti già forniti nel primo capitolo.

«Non riesco a prendere sul serio chi si lamenta o parla di crisi e non discorre di debiti²» scriveva Luigi Einaudi nel 1934. Dal debito, quindi, ci si avvierà a considerare le problematiche annunciate.

3.1 *L'indebitamento privato a sostegno dei consumi.*

Il processo di finanziarizzazione fino ad ora descritto ci riporta a dover considerare la domanda per l'importanza che essa ha nell'economia reale. Un capitalismo finanziario in cui impostazioni teoriche e applicazioni pratiche sbilanciano sempre più l'attenzione “dal lato dell'offerta”, infatti, non fornisce adeguate risposte ai problemi cui può portare un mancato sostegno della domanda. O meglio fornisce una risposta del tutto particolare che va ora messa

1 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 93.

2 Cit. in P. Sylos Labini, *Le prospettive*, cit., p. 273.

al centro dell'attenzione.

La domanda aggregata, che al suo interno considera tutte le componenti che incidono effettivamente su di essa, in ultima istanza si compone di domanda per i beni di consumo, investimenti, spesa pubblica e, solo nel caso in cui ci si riferisca ad un singolo paese, esportazioni. A ben vedere però, «siccome gli investimenti dipendono a loro volta dalla domanda attesa (gli imprenditori investono sulla base di quanto si attendono di vendere), le fonti ultime della domanda sono consumi e spesa pubblica³». Anche grazie alle considerazioni fatte sulla centralità dell'investimento produttivo e gli andamenti commerciali, si può capire perfettamente che senza domanda non può esserci alcuna crescita. E questo, come già ricordato, era il punto centrale delle politiche d'ispirazione keynesiana che hanno pervaso, anche in modi sensibilmente diversi, il capitalismo postbellico di Bretton Woods in tutto l'occidente e anche in Giappone. Sinteticamente l'assunto di fondo era: mantenere un elevato potere d'acquisto (i salari) che riuscisse a fornire la domanda di beni di consumo e servizi necessaria non solo ad assorbire la produzione in atto, ma anche ad innescare un circolo virtuoso così da fornire opportuni stimoli agli investimenti creando un avvistamento verso l'alto del tipo profitti-salari-prezzi. Tale scopo era perseguito anche a costo di dover ricorrere di tanto in tanto al debito pubblico, come una specie di “motorino d'avviamento⁴” dell'intera macchina.

Gli Stati Uniti hanno fatto da motore della domanda mondiale dapprima nella ricostruzione del vecchio continente dilaniato dalla guerra, tanto con la ripresa delle sue principali economie quanto con l'ascesa vertiginosa di paesi come il nostro, per i quali si parla esplicitamente di *boom* economico. Negli anni settanta, passando da Bretton Woods all'ipotesi Bretton Woods II, si è fatta la stessa cosa con l'Asia, e la Cina in particolare, continuando sulla strada tracciata con un forte incremento delle importazioni sulle esportazioni e una vera e propria divisione delle aree del mondo in produttori e consumatori. I mercati finanziari liberalizzati, nella nuova economia-mondo, hanno giocato, e giocano, un ruolo essenziale crescendo in dimensioni ed importanza. Si è aperta così una lunga stagione di ristrutturazione dell'intero sistema capitalistico, anche dietro la spinta di costi di produzione crescenti, dovuti non da ultimo alla maggiore forza delle rivendicazioni dei lavoratori. Pilastro centrale è stato l'imperativo di ridurre tali costi, perseguito tramite delocalizzazione e automazione dei processi produttivi. Il che, ovviamente, non poteva che ripercuotersi negativamente sul potere d'acquisto dei lavoratori e la protezione sociale caratteristica del decennio precedente, quando

3 S. Cesaratto, *A sinistra della crisi*, in «Economia e Politica», 26 febbraio 2009.

4 Secondo la nota espressione di John Maynard Keynes.

«si potrebbe affermare che la “vecchia sinistra” aveva raggiunto i propri storici obiettivi [...], almeno sulla carta⁵». Di conseguenza i consumi dei lavoratori americani, a sostegno della domanda aggregata mondiale, hanno iniziato inevitabilmente a tendere verso il basso. Se non fosse che a questo punto qualcosa è intervenuto ad interrompere il ciclo, pena l'insostenibilità dell'intero sistema. Hanno adempiuto prontamente al compito «l'azzeramento della propensione al risparmio (cioè dalla quota di reddito che viene risparmiata invece che spesa per consumi) e l'ampio foraggiamento ai consumi che è provenuto dal credito⁶». Le politiche di sostegno alla domanda sono state così semplicemente sostituite dal ricorso massiccio all'indebitamento privato con due importanti conseguenze strettamente legate tra loro: da un lato un crescente coinvolgimento dei singoli individui nei mercati finanziari e dall'altro un «trasferimento dei rischi e delle responsabilità dal collettivo all'individuale» di pari passo ad un restringimento del *welfare state* e ad una continua «delegittimazione dell'interventismo⁷».

Si hanno così abbastanza strumenti per comprendere a fondo che i fenomeni di finanziarizzazione non sono un continuo gonfiarsi di bolle, una mera mania speculativa che – di punto in bianco – assale un numero sorprendentemente alto di cittadini. Essa trova una sua spiegazione nel *dover* ricorrere al debito privato per l'acquisto della casa, poi dei beni durevoli e infine anche dei beni di consumo a fronte di redditi calanti e protezione sociale venuta meno. Un indebitamento, che in questo senso è “*quasi forzato*”, diventa il volano della nuova crescita da un lato sostenendo la domanda effettiva a livello mondiale e assorbendo le enormi quantità di beni prodotte in Asia; dall'altro trasformando il ricorso al credito – per le dimensioni che assume – in un affare sempre più redditizio per banche e intermediari finanziari, con l'effetto di spostare crescenti profitti dall'economia reale alla finanza. Si crea quel *wealth effect* (effetto ricchezza) «che non deriva da un incremento del reddito dei consumatori, ma dai guadagni di Borsa». La Borsa, si può affermare con Berrini, «non si limita a riflettere, cercando di anticiparli, i *trend* economici, ma piuttosto li determina⁸». E tale tendenza non si riscontra solo negli Stati Uniti ma anche – ad esempio – nel Regno Unito, come dimostra l'articolo appena citato di Finlayson. Il *New Labour*, così come è venuto fuori dalla trasformazione del vecchio partito socialdemocratico britannico, «ha semplicemente abbandonato i valori di giustizia sociale e si è conformato all'ideologia neoliberista globale riducendo il coinvolgimento dello stato nell'economia e nella società». Fine perseguito tramite una ridefinizione delle tradizionali politiche di welfare in direzione di una crescente «enfasi

5 I. Wallerstein, *Structural*, cit., p. 136, traduzione mia.

6 S. Cesaratto, *A sinistra*, cit.

7 A. Finlayson, *Financialisation*, cit., p. 403, traduzione mia.

8 A. Berrini, *Come si esce*, cit., p. 33.

[posta] su forme di welfare *asset-based*⁹», che cambiano radicalmente il concetto di giustizia sociale: dalla redistribuzione delle ricchezze, come parte di uno sforzo collettivo e pubblico volto ad attenuare lo sfruttamento del lavoro da parte del capitale e a promuovere l'egualitarismo, si è passati ad una sorta di *scappatoia* individuale tramite il massiccio coinvolgimento dei lavoratori all'interno del sistema finanziario. “A ognuno secondo quanto riesce ad accaparrarsi” potrebbe a ragione essere il nuovo slogan di una certa socialdemocrazia europea.

Cambiamenti di tale portata non possono non ripercuotersi profondamente anche nella vita di tutti i giorni, nei comportamenti sociali e, in senso esteso, nella cultura. Non c'è modo di dubitare che quella che Ronald Dore chiama “cultura azionaria” sia entrata prepotentemente nella vita dei cittadini britannici e statunitensi anticipando una tendenza adottata infine anche nel vecchio continente e non è un caso che i partiti conservatori – seguiti come visto anche dal centro-sinistra – abbiano «da molto tempo sposato l'idea della “democrazia azionaria” come strumento per guadagnare il sostegno popolare alle istituzioni del capitalismo¹⁰». È una cultura che, sostanzialmente, sembra proporre alle masse un suggerimento di condotta che potrebbe suonare così: *prendetevi le vostre responsabilità e pensate a voi stessi!* Si è visto, però, che quello della responsabilità è un tasto dolente per il capitalismo finanziario dell'ultimo trentennio dedito a praticare un continua *non* assunzione della responsabilità centrale di ogni rapporto economico: il rischio. Tale componente, che implica la fiducia e la solidale determinazione di una “chiusura condivisa dei conti”, è stata sistematicamente riversata su un mercato che si pretende autoregolato. Avere consapevolezza di questo *modus agendi* è, a mio parere, lo strumento migliore per cogliere il contenuto profondo del suggerimento suddetto, meglio traducibile con un “*arrangiatevi!*”.

Tramite la manipolazione di sogni¹¹ e bisogni di lavoratori e cittadini, le democrazie dei mercati autoregolati hanno spinto le masse all'individualismo e al rischio (se non all'azzardo) per superare i punti critici cui sono andate incontro negli ultimi trent'anni. Contestualmente però, volendolo esprimere con un'immagine, si è avuta continua esperienza di effetti collaterali alle medicine utilizzate, il cui livello di preoccupazione è salito considerevolmente nel tempo: l'ultima crisi economica ne è palese esempio.

Preoccupazione che aumenta se ci si affida alla comparazione storica, così come ha fatto Sylos Labini, ravvisando somiglianze ravvicinate fra il presente (scrive nel 2005) e gli anni

9 A. Finlayson, *Financialisation*, cit., p. 404, traduzione mia. Sulla terminologia *asset-based welfare*, intendi un uno stato sociale basato su attività finanziarie.

10 R. Dore, *La finanziarizzazione*, cit., p. 386.

11 L'espressione viene qui mutuata da J-P. Fitoussi, *Capitalisme(s)*, in «Le Monde», 13 settembre 2002, pur se in un contesto differente.

Venti. La formazione e diffusione di profitti crescenti, anche grazie alla rilevanza delle innovazioni (elettricità e automobili allora, elettronica e informatica oggi), e la loro diseguale distribuzione; l'elevato tasso di speculazioni di borsa, basate sulle aspettative di profitti crescenti e, infine, l'indebitamento a breve e lungo termine per imprese e famiglie. Prendendo in esame solo quest'ultimo aspetto, va detto che «in America i debiti privati e il debito estero hanno raggiunto livelli patologici¹²», ma ancor di più che è fondamentale distinguere il debito in base alla durata – a breve o a lungo termine – per l'effettiva ricaduta che esso può avere nei due casi sull'economia reale in momenti di depressione. Finché l'economia cresce, infatti, non diventa difficile ripagare il debito, al contrario «con la congiuntura negativa la restituzione dei prestiti e il pagamento degli interessi diventano problemi seri: un numero crescente di imprese e famiglie contrae nuovi prestiti solo per pagare i vecchi». Va da sé che in questo contesto viene meno la colonna portante della domanda aggregata provocando una «*spinta deflazionistica [...] che nelle condizioni odierne si traduce in riduzione della domanda più che in riduzione dei prezzi*¹³». E nel primo caso, in cui la presenza di debiti a breve è elevata, come nei casi di un crollo di borsa che segue ad un'ondata speculativa, non è difficile superare la congiuntura negativa tramite l'iniezione della liquidità necessaria ad evitare che la crisi passi i confini finanziari per riversarsi nell'economia reale, e infatti «fu questa la politica adottata con coraggio e rapidità nell'autunno del 1987 da Alan Greenspan: la crisi finanziaria fu superata in meno di tre mesi senza degenerare in una crisi reale¹⁴». Al contrario quando i prestiti a medio e lungo termine sono in maggioranza, come oggi, i problemi sono ben più gravi e la ricetta di abbassare i tassi d'interesse nel lungo periodo si rivela controproducente, specie se tali prestiti restano improduttivi, come quando vanno a foraggiare la domanda di beni immobili o a sostenere il livello dei consumi:

in America le famiglie si sono indebitate a lungo termine principalmente per acquistare immobili, le imprese per acquistare macchine e attrezzature e per acquistare altre imprese: spesso tali acquisti danno luogo a immobilizzi. Fornendo come garanzie gli immobili, le famiglie possono poi ottenere dalle banche prestiti a interessi più bassi di quelli che debbono pagare senza tali garanzie, ciò che consente loro di acquistare beni di consumo durevole che con il loro reddito non sarebbero in grado di acquistare. In generale, negli Stati Uniti la crescita del debito delle famiglie è stata assecondata dalle politiche liberali del credito ed è stata favorita dal tasso di risparmio che, come si sa, in quel paese è molto basso¹⁵.

12 P. Sylos Labini, *Le prospettive*, cit., p. 272.

13 Ivi, pp. 273-4, corsivo dell'autore.

14 *Ibidem*.

15 *Ibidem*.

Come si ricorderà la manovra di Greenspan si distingue per aver perseguito, ben oltre le necessità del 1987, l'abbassamento dei tassi d'interesse fino a livelli negativi in alcuni momenti, creando le due bolle note. Questo, come nota Stiglitz, si è reso necessario dopo aver avallato le riduzioni fiscali (sempre una forma di *non* intervento statale), quindi, come detto per sostenere – tramite l'indebitamento – una domanda altrimenti destinata a mettere in discussione i livelli di profitto. «Le famiglie americane sono state convinte ad accollarsi sempre più debiti, rifinanziando i loro mutui e spendendo parte delle loro entrate. Finché i prezzi delle abitazioni sono aumentati in rapporto ai più bassi tassi di interesse, gli americani hanno potuto fingere di non accorgersi di essere sempre più indebitati¹⁶». Il meccanismo della bolla immobiliare qui viene messo a nudo. Ma prima di analizzarne l'anatomia e gli eccessi da cui è partita la crisi con un effetto di contagio fino ad ora sconosciuto, è il caso di continuare a ricostruirne l'ambiente da cui è scaturito.

Si è parlato prima di sogni e di loro manipolazione. Il “sogno americano”, più che una manipolazione per mantenere una posizione di monopolio (come intende Fitoussi nell'articolo citato), è un elemento della cultura statunitense che se non è responsabile diretto dei fenomeni che qui si stanno spiegando, ha certamente contribuito a creare un ambiente favorevole a far attecchire alcuni di quei meccanismi. Come si dice, l'*american dream* è la potenziale ascesa sociale, aperta a tutti, dalla propria condizione d'origine ad una di maggior benessere economico. Se durante questa salita, poi, si riesce a risparmiare sforzi ed energie, tanto di guadagnato. Tali aspirazioni, in un certo senso, hanno contribuito a far accettare ai cittadini statunitensi rischi crescenti per comprare una casa e successivamente per sostenere i consumi di beni durevoli e non. In sostanza hanno creato il miraggio secondo il quale tutti avrebbero potuto vivere al di sopra delle proprie possibilità, spendendo più del loro reddito, grazie ai mercati finanziari posti a sostegno del consumo. «Questo miraggio ha un nome. Si chiama “democratizzazione della finanza”, ed è stato espresso ultimamente con una forza dogmatica che non lascia spazio al dubbio: si tratta – così letteralmente è stato detto – di arrivare a poter concedere credito anche a coloro che non se lo meritano, ossia agli insolventi strutturali¹⁷». È stato così possibile gonfiare oltremodo la bolla immobiliare dall'inizio degli anni novanta e poi, con intensità sempre maggiore, all'inizio del decennio successivo causando il curioso passaggio di testimone fra la bolla della *new economy* e quella immobiliare. L'*esuberanza irrazionale* a questo punto inizia a fare la sua parte, dando opportunità di ricchezza sempre più slegate dagli andamenti dell'economia reale, ma per sussistere necessita di un continuo

16 J. E. Stiglitz, *Le colpe di Greenspan. America immersa nei debiti*, in «La Repubblica», 10 agosto 2007.

17 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 50.

incremento del prezzo degli immobili sia come possibilità di guadagni futuri per i mutuant, sia perché in caso di insolvenze c'è sempre la possibilità di rifarsi con ipoteche di grande valore. Si capisce perfettamente che una tendenza del genere, del tutto normale durante il gonfiarsi di una bolla, si trasforma repentinamente nel suo opposto appena la bolla tocca i suoi limiti e scoppia.

Si scopre così che il debito, d'altronde come tutto, ha un suo limite fisiologico e una sua soglia critica di sostenibilità. Abbiamo già detto che non è affatto facile determinarla *a priori* con un calcolo probabilistico, ma che allo stesso tempo è possibile prendere alcune precauzioni per non farsi trovare impreparati: scelta accurata dei soggetti a cui concedere il credito, monitoraggio delle loro attività e dei flussi di rientro dal debito, adeguate riserve di cassa per far fronte a problemi di insolvenza e liquidità. In poche parole il lavoro che ci si aspetta da una Banca degna di questo nome. Eppure, come si è già visto parlando di cartolarizzazione, per far fronte a questi problemi

il sistema avrebbe realmente tentato di inventarsi una nuova aritmetica per risolvere l'impossibile equazione dentro la quale si era andato a cacciare. [...] Per erogare un maggior rendimento occorre aumentare il livello di rischio; ma su scala globale, l'uno e l'altro si compensavano, per cui il rendimento medio non ne avrebbe risentito. Ecco dunque la soluzione: sbarazzarsi del rischio (o credere di averlo fatto) diluendolo in titoli e veicoli finanziari complessi, in cui si associavano componenti di rischio diverse¹⁸.

Si può affermare con Sylos Labini che la sostenibilità del debito in breve dipende da come viene utilizzato il debito stesso e, in particolare, finché esso è produttivo allora permette un rientro normale sia del capitale sia dell'interesse. Un'affermazione quasi banale, ma su cui stupidamente si è passati sopra evitando di farsi domande su un possibile fallimento sistemico. Si è preferito mantenere artificialmente sostenibile il debito grazie ad una politica monetaria sempre più espansiva¹⁹, al gonfiarsi della bolla immobiliare e al coinvolgimento nell'alta finanza e nel credito di un numero sempre maggiore di cittadini, senza distinzione alcuna sulla base della loro affidabilità finanziaria.

Questo della facilità del ricorso al credito anche per persone con un “passato creditizio imperfetto”, proprio per essere stato l'epicentro dei primi fallimenti, è uno dei punti più dibattuti, talvolta aspramente, fra gli analisti. Ciò che è stata tentata, infatti, è una difesa postuma – almeno come sfida per il futuro – della possibilità di concedere credito a «*sempre*

18 J-P. Fitoussi, *Il capitalismo*, cit.

19 Cfr. G. Gattei, *Una formula per questa crisi*, in «Economia e Politica», 13 febbraio 2009.

più estese fasce di popolazione che non presentano i normali requisiti di “bancabilità”²⁰», anche paragonando in astratto l'idea di fondo di una classe di mutuatari *subprime* e pratiche come il *microcredito* sperimentate in alcuni paesi in via di sviluppo, che si caratterizzano per criteri completamente alternativi a quelli tradizionali, dando non poche ricadute positive²¹. In realtà, secondo il mio personale punto di vista, il problema non è tanto che, a forza di essere rigidi per prudenza o dopo lo shock, queste persone rischino di rimanere fuori dal circuito del credito o di finire delle mani dell'economia informale e illegale, sebbene questi siano problemi reali con cui confrontarsi. Piuttosto il problema mi sembra nel fatto che tale condizione accomuni *fasce sempre più estese* di popolazione. Se non si riescono a “riconquistare” queste persone a una condizione di reddito che possa tranquillamente creare un patrimonio senza mettere a repentaglio la loro sopravvivenza in caso in cui si rendesse necessario un ricorso *responsabile* al credito, allora davvero qualcosa non sta andando come *dovrebbe*. Ancora una volta l'accento va messo sulle crescenti sperequazioni sociali che se sono da sempre intollerabili a livello etico, ora lo diventano anche a livello economico, se non altro perché approssimano il sistema ai suoi margini di sostenibilità. Per gli Stati Uniti si parla di un'economia in cui «l'1% più ricco possiede il 38% della ricchezza totale; il 10% più ricco detiene l'85% di tutti i titoli azionari scambiati sul mercato²²», ma la tendenza – pur essendo più accentuata nelle economie anglosassoni – è generale per tutti i paesi industrializzati, per non parlare dello squilibrio fra tali paesi e il resto del mondo. Tutto ciò non è che un prendere atto delle conseguenze delle politiche prima descritte che hanno diminuito il welfare e la protezione sociale, ridotto la pressione fiscale e accresciuto i proventi da finanziarizzazione e da posizioni di rendita.

Estremamente chiara è l'analisi del 2005 di Sylos Labini, anche su questo punto, quando evidenzia che:

la disuguaglianza cresce in modo sistematico o come effetto della politica fiscale o come conseguenza di grandi innovazioni che fanno crescere i profitti nelle nuove industrie e poi, via via, in tante altre industrie, le cui condizioni di produzione e di vendita sono modificate dalle nuove industrie e dai nuovi prodotti²³.

20 F. Vella, *Dalla parte del popolo dei subprime*, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo*, cit. p. 197, corsivo mio.

21 Ormai nota in tutto il mondo è la *Grameen Bank* di Muhammad Yunus, cui è stato assegnato anche il Premio Nobel per la pace nel 2006.

22 R. Dore, *La finanziarizzazione*, cit., p. 388.

23 P. Sylos Labini, *Le prospettive*, cit., p. 268.

È chiaro che nel nostro caso entrambe le componenti sono entrate in gioco. Il paradigma tecnologico, infatti, ha modificato i processi di creazione dei profitti e nel contempo la riduzione dell'intervento dello stato ha portato alla riduzione delle tasse e quindi della protezione sociale. In più il crescente livello dei profitti provoca “ondate speculative in borsa”. Nel contesto visto, essendo tali profitti sbilanciati soprattutto nei mercati azionari e in essi reinvestiti, vanno a “premiare” innanzitutto i proprietari (secondo quanto afferma la teoria dello *shareholders' value*), mentre «*salari e tasse (= welfare) sono solo variabili residuali*²⁴». Il cerchio si chiude: le diseguaglianze si ripercuotono negativamente sulla domanda effettiva che, per evitare l'interruzione del processo di produzione, inizia ad essere sostenuta da un forte ricorso all'indebitamento privato, con la conseguente speculazione finanziaria che a sua volta serve a sostenerlo.

Sopra si è scritto che nell'affrontare fenomeni di una certa portata non possiamo non considerare quella particolare mescolanza fra scelte e le loro interazioni con l'ambiente potenzialmente produttrice di risultati imprevedibili. I problemi relativi al debito, al centro della bolla che è scoppiata e bisognerà ora finalmente guardare da vicino, rientrano perfettamente in questa categoria e possono essere considerati un risultato ovvio del tentativo tutto particolare con cui il capitalismo finanziario ha tentato di rispondere a due punti critici endogenamente prodotti: il sostegno della domanda e la distribuzione delle ricchezze. Ciò che non era previsto, pur trovando una sua spiegazione coerente in scelte precise – «atti esecutivi di un unico disegno criminoso²⁵» –, è stato il fallimento sistemico di un ingegnoso meccanismo cui tutti, o *quasi*, si erano affidati, quasi senza porsi domande. All'indomani della bufera, però, lo sforzo dovrebbe essere volto a recuperare il tempo perduto, tanto più perché il senso di incertezza diffuso nelle nostre società, non solo a crisi avvenuta ma già da tempo latente, «solleva importanti interrogativi sulla stabilità, l'equità e la democrazia²⁶».

3.2 *La bolla immobiliare e i mutui subprime.*

Durante questa trattazione si è accennato continuamente alla bolla immobiliare e al suo gonfiarsi. A dire il vero si è parlato già anche di quelle componenti deboli che hanno avuto accesso al credito grazie alla cosiddetta *democratizzazione della finanza* e sono andate incontro al fallimento prima di tutti non appena la bolla è scoppiata. I concetti di *prime* e *subprime* sono legati al tasso d'interesse che una banca o un generico intermediario

24 A. Berrini, *Come si esce*, cit., p. 49.

25 M. Onado, *Crisi finanziaria: una domanda a...* Marco Onado, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo*, cit. p. 237.

26 L. Randall Wray in prefazione a H. P. Minsky, *Securitization*, cit., p. 2.

finanziario decide di applicare a determinate fasce di clienti, la cui variazione è di solito dipendente dall'entità del rischio sopportato nello svolgere tale ruolo di creditore. Il cliente è classificato *prime* se le sue referenze di reddito e patrimonio sono così alte da rendere estremamente improbabile il suo fallimento, ovvero la condizione di non poter ripagare il debito. Come tale, a questo cliente si applica un tasso d'interesse piuttosto basso, compatibilmente con il tasso applicato dalla banca centrale da cui esso deriva direttamente, ma sappiamo che questo negli Stati Uniti non è stato un problema almeno dagli anni Novanta. Si tratta di un tasso “di favore” per qualcuno che quasi sicuramente rientrerà dal debito nel tempo previsto, pagando ogni mese la propria rata e dando vita ai flussi di cassa necessari all'attività vitale della banca o chi per essa. Non tutti coloro che richiedono un credito, o come si è visto che ne hanno bisogno, hanno però alle spalle garanzie di reddito e patrimonio così buone né un passato creditizio lodevole sulla base dei quali ci si possa sentire sufficientemente sollevati dal problema – pur inevitabile – del rischio. Tali clienti hanno rappresentato, per decenni, la frontiera del credito: fin qui, con grande prudenza e prestando grande attenzione ai processi di *screening* e *monitoring*, era ancora lecito espandere le reti del credito riscontrando anche ricadute notevoli sulla sicurezza e l'attività economico-produttiva. Da qualche decennio però si è voluto – e, con la cartolarizzazione, si è potuto – fare di più. Democratizzare la finanza è significato, con uno slittamento semantico non indifferente, coinvolgere *tutti* nei meccanismi finanziari o meglio dare a *tutti* la possibilità di accedere ai circuiti finanziari. In un regime di aumento delle disuguaglianze ciò implica concedere credito *soprattutto* a chi non può permetterselo, per questioni di reddito, di patrimonio o di *storia creditizia*. Questi clienti oltre la frontiera sono coloro a cui vengono destinati i mutui *subprime*, il cui tasso d'interesse – a fronte di un rischio d'insolvenza maggiore – viene onerosamente innalzato. Il livello di considerazione e di favore di cui costoro godono è perciò inferiore a quello dei *prime*, è appunto *sub-prime*. Il che, sostanzialmente, implica che chi ha più reddito e patrimonio e riesce con ogni probabilità a ripagare il debito paga meno di chi invece quel debito, proprio per le sue condizioni economiche, non avrebbe potuto nemmeno chiederlo. Eppure

chi avesse un'idea sanamente ingenua del mestiere del banchiere, e pensasse che il compito di quest'ultimo consista nel prestare soldi a chi è ragionevole supporre che possa restituirli, potrebbe anche accontentarsi di questa definizione per spiegare il default dei *subprime*. Se a una persona fidata posso prestare 100, nella ragionevole presunzione che mi possa restituire 110,

perché mai dovrei aspettarmi *di più* da una persona *meno affidabile*?²⁷

Si è visto che il movente di questo procedere è stato sostenere la domanda per mantenere i ritmi di produzione e crescita mondiali. Si è visto anche che il modo in cui ciò è stato possibile è stato un sistematico scaricamento del rischio di credito sul mercato – in ultima istanza sui possessori di titoli innovativi al cui interno vi erano componenti *subprime* – tramite la cartolarizzazione e altri strumenti finanziari creativi. Si è più volte posto l'accento sul fatto che una certa tendenza culturale ha contribuito e reso possibile queste pratiche. Ciò che resta da analizzare è la particolare forma che ha assunto il contesto in cui questi elementi hanno operato.

Oltrepassata la frontiera, infatti, si è fatto anche di più dei mutui *subprime* aprendo il credito addirittura ai *n.i.n.j.a.* (*No verification of Income, No Job or Asset*²⁸). Ma la crescita del flusso di credito per i mutui, che certamente porta ad un aumento considerevole della domanda e alimenta la bolla, non riesce da solo a spiegarne completamente le origini. Certamente ha un suo ruolo l'abbassamento dei tassi d'interesse a partire dal 1991; da strumento contingente per superare le recessioni, inizia ad essere tendenziale raggiungendo il risultato concreto di «inondare il mercato di liquidità²⁹». Si è già sottolineato più volte, inoltre, che in alcuni momenti il tasso d'interesse è stato addirittura negativo, in termini reali. A giocare un ruolo decisivo, però, sono intervenuti anche altri fattori: il *Tax Relief Act* è un esempio di provvedimento che ha gonfiato notevolmente la bolla immobiliare e secondo diversi economisti va considerato come il suo momento d'inizio³⁰. Varato dal governo Clinton nel 1997 ha consentito ai possessori di case al di sotto dei 500 mila dollari di rivenderle dopo due anni dall'acquisto senza dover pagare l'imposta, il che – come s'intuisce – è una forte spinta alla speculazione in un settore come quello immobiliare che già da qualche anno stava conoscendo un forte interessamento da parte dei mercati reali e finanziari. Come si è visto, inoltre, allo scoppio della bolla della *new economy* nel 2001, con la pur breve recessione e i ribassi a seguito dell'11 settembre, l'effetto è stato principalmente di sostituzione della vecchia bolla con quella nuova del mercato immobiliare. È proprio al passaggio di secolo, infatti, che le spinte speculative in questo campo si fanno sempre più corpose, avvantaggiate da un'ulteriore caduta dei tassi d'interesse e la necessità di trovare un impiego nuovo ai capitali salvati dallo scoppio della bolla. E così ad una bolla caratterizzata da un'eccessiva intensità di

27 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 93.

28 (Ingl.) lett.: nessuna verifica di reddito, lavoro o bene patrimoniale.

29 F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 20.

30 Cfr. *Ibidem*.

investimento nell'innovazione del momento (l'informatica, soprattutto applicata al commercio sul web) è seguito un atteggiamento decisamente più prudente, ma al solito solo per le sue conseguenze di breve periodo. Si è pensato che il mercato immobiliare potesse essere un campo a bassa rischiosità, con una domanda ampia e in continua crescita grazie ai *subprime*, in più caratterizzato da importanti riduzioni fiscali non paragonabili a nessun altro campo d'investimento. L'altra faccia della medaglia è che si tratta di un mercato di beni di consumo che difficilmente innesca meccanismi vigorosi di crescita, anche se le dimensioni da esso assunte hanno avuto comunque l'effetto di trainare il resto dell'economia. È proprio per questo che parliamo di bolla. Nel primo decennio del nuovo secolo, quindi, il mercato ha proceduto *irrazionalmente* al rialzo, ma nessuno è sembrato accorgersene o intervenire per raffredarlo. Al contrario il piano casa del governo Bush, cavalcando il desiderio degli americani di possedere una casa e facendone una delle punte di diamante della propria propaganda elettorale, ha permesso di semplificare la documentazione necessaria per accendere un mutuo. Arriviamo così al periodo 2004-2006, quello di maggiore intensità di crescita della componente *subprime* sul resto dei mutui accesi. Si pensi solo che nel 2001 essa era al 7%, salendo al 25% nel 2005; parimenti i mutui “a documentazione ridotta” passano dal 15% del 2000 al 45% del 2006³¹.

Nonostante la rilevanza di queste cifre, si sono accumulati a questo punto abbastanza elementi di analisi per non esserne troppo colpiti e ricondurre il tutto ad un quadro più completo. Se si provasse a ricostruire sinteticamente il funzionamento di tutto il sistema, con continui e paralleli collegamenti agli elementi di criticità fin qui individuati, si avrebbe un'immagine del genere. Un numero crescente di persone si è trovato sempre più nella condizione di *dover* contrarre debiti per permettersi i beni di consumo durevole, e non solo³², che il proprio tenore di vita, le proprie aspirazioni sociali o la propria cultura lo portavano a desiderare, ma cui il proprio reddito non permetteva di accedere. Prima criticità: nel lungo periodo un meccanismo del genere rallenta la crescita fino a fermarla o addirittura a invertirne il senso; la mancanza cronica di domanda, come si sa, porta alla recessione. Per aggirare l'ostacolo si è ricorso al credito al consumo che, in un primo momento, si rivela vantaggioso un po' per tutti, creditori *in primis*: grazie alla cartolarizzazione essi sono riusciti a buttare nel fuori bilancio, utilizzando le società veicolo e il *sistema bancario ombra*, non solo le loro passività (i crediti concessi), prontamente trasformate in liquidità, ma anche la componente di

31 Cfr. Ivi, p. 21.

32 Ma non solo: «grazie alla cartolarizzazione, [i debitori *subprime*] possono accedere non soltanto all'acquisto della prima casa, ma anche a prestiti d'onore, a prestiti per l'acquisto di automobili e all'utilizzo delle carte di credito» in M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 94.

rischio connessa. L'illusione che ne è scaturita è stata doppia: una liquidità tanto grande si è trasformata nel suo esatto contrario trascinando i mercati globali in un baratro tanto profondo da giustificare addirittura la mano statale (cosa non da poco nel contesto culturale e intellettuale detto); in più il rischio è riemerso in tutta la sua drammaticità vanificando gli sforzi trentennali di certa finanza creativa. Finché la festa è durata, però, la cartolarizzazione ha permesso ai creditori di continuare ad emettere credito e portare i propri profitti alle stelle. La nuova era sembrava arrivata: il rubinetto del credito continuava generosamente ad erogare denaro, i profitti erano crescenti senza che ciò implicasse un aumento del rischio e, si ricorderà, *il problema principale di prevenire la depressione era stato risolto in tutte le sue implicazione pratiche* come diceva nel 2003 il premio Nobel Robert Lucas. Ma di nuovo: il trasferimento del rischio di credito si è rivelato fittizio perché *uscito dalla porta è rientrato per la finestra*³³ ben due volte: la prima perché banche e intermediari finanziari investivano su quegli stessi strumenti creativi, tanto ingarbugliati che era diventato praticamente impossibile discernere le componenti sicure da quelle rischiose. Non per nulla di solito erano state più brave a liberarsene che a crearli³⁴. La seconda volta, invece, perché all'arrivo delle prime scosse si sono trovati tutti nella posizione di dover riassorbire i bilanci in rosso delle loro *società ombra*, di fatto rendendo vano l'intero processo. Per completare quest'abbozzo di ricostruzione dei vantaggi dei creditori bisogna ricordare tutti i profitti creati sopra questo sistema. Migliaia di investitori, *hedge funds*, fondi pensione, compagnie d'assicurazione e così via, hanno colto l'occasione per investire copiosamente in un mercato immobiliare mai così redditizio. D'altra parte non avrebbe potuto non esserlo data una domanda crescente che coinvolge anche chi non potrebbe, un'innovazione finanziaria che massimizza le rendite e una bolla che gonfia smodatamente i prezzi delle case esistenti fornendo contemporaneamente impulso alle nuove costruzioni. Infine anche i mutuatari traevano importanti vantaggi. Lavoratori precari e minoranze etniche³⁵ hanno visto per la prima volta l'occasione di accedere al circuito del credito e di soddisfare bisogni a un tempo economici e sociali e perciò tale innovazione da subito è stata lodata come mezzo di inclusione e democratizzazione «alla stregua del microcredito, ma su scala e con una capacità espansiva ben maggiore³⁶». I broker

33 L'immagine è in L. Spaventa, *Il rischio di credito uscito dalla porta rientrato per la finestra*, in L. Pellizzon (a cura di), *Il mondo sull'orlo*, cit. pp. 47-50.

34 E questo è da intendersi, ironia a parte, letteralmente: si è detto infatti che a cartolarizzare sono le società veicolo e non le banche che fanno credito.

35 Negli USA, infatti, «c'è una lunga storia di discriminazione nel prestito bancario con Afroamericani e Ispanici che venivano caricati di tassi d'interesse più alti o addirittura cui si negava l'accesso al credito» in D. Baker, *The housing bubble and the financial crisis*, in «Real-World Economics Review», n. 46, maggio 2008, nota a p. 76.

36 M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 94.

che hanno battuto la periferia statunitense alla ricerca di questa speciale categoria di cittadini, però, non hanno detto loro che quel vantaggio era in realtà effimero, che i contratti *subprime* dopo i primi due anni di tasso agevolato prevedono un tasso oneroso o anche insostenibile in caso di innalzamento del tasso da parte della banca centrale, cosa puntualmente verificatasi dal 2004 in poi. Contrappasso inevitabile dell'azzeramento delle riserve nei loro confronti non era infatti un'improvvisa svolta filantropica del capitalismo finanziario, quanto piuttosto un'ulteriore dispensa di responsabilità. Ma un livello d'indebitamento così alto sosteneva la domanda effettiva, quindi i profitti e l'occupazione. Si capisce insomma come mai le bolle abbiano il «difetto – finché durano – di essere "popolari"»: «*appaiono* arricchire tanti senza nulla togliere a nessuno³⁷».

Se il 2004, dal punto di vista del tasso d'interesse, è l'anno di svolta, il 2006 può essere giustamente considerato il primo “momento della verità” per il funzionamento che si è ricostruito in queste pagine. L'innalzamento graduale dei tassi d'interesse ha l'intento di evitare che quel momento quasi magico del capitalismo finanziario si interrompa di colpo: l'equilibrio di politica monetaria espansiva *senza* inflazione, o meglio, con lo spostamento dell'inflazione su titoli e mercati azionari, era apparso davvero come la vittoria di un modo di vedere l'economia e il mondo. Il mercato autoregolato sembrava aver trovato una volta per tutte la sua legittimità e il suo successo tramite il continuo rivoluzionarsi, trovando il modo migliore di sopravvivere *nell'interesse e a vantaggio di tutti*. Ma le preoccupazioni non erano ingiustificate visto che l'economia veniva trainata dalla bolla in una crescita straordinaria. A ben vedere, inoltre, alcune materie prime (petrolio e altri beni primari) stavano sperimentando un rialzo da non sottovalutare e poiché prevenire l'inflazione resta sempre una priorità politica della banca centrale statunitense, si è proceduto innalzando i tassi per contrastarla. Il processo innescatosi con questa decisione, però, va ben al di là delle intenzioni e forse delle previsioni. «Si sentiva un sibilo – scrive Krugman – come se l'aria cominciasse a fuoriuscire dalla bolla³⁸». Nel giro di due anni, il fallimento colpisce dapprima le componenti deboli e periferiche della bolla (i *subprime* e i *n.i.n.j.a*), ma poi anche quelle più sicure. Il *consumatore indebitato* si trasforma rapidamente in *risparmiatore maniacale* trascinandosi dietro – in caso di comportamenti sufficientemente generalizzati come in questo caso – la gran parte delle attività economiche reali: si approda così alla depressione³⁹. Il rischio di credito che si

37 G. Vaciago, *Regola uno*, cit. corsivo mio.

38 P. Krugman, *Il ritorno*, cit., p. 186.

39 Espressioni riprese da R. Bellofiore, *Introduzione*, cit., p. XLII. Stando a questo punto, è interessante leggere come «risparmiatore maniacale e consumatore indebitato sono [...] l'altra faccia del lavoratore traumatizzato».

pensava di aver sminuzzato, spalmato e finanche eliminato, torna prepotentemente sotto forma di rischio di liquidità sui mercati, colpendo non solo coloro che – come era ipotizzabile e *ipotizzato* – sarebbero rimasti comunque *insolventi strutturali* ma anche chi era davvero al riparo. Ecco il secondo momento della verità, manifestatosi nell'estate del 2007 e poi con crescente intensità toccando i suoi apici nell'autunno *nero* del 2008: il fallimento si trasforma in crisi sistemica e induce a parlare di un intero sistema “contagiato” da una miriade di “titoli tossici” che è diventato difficilissimo persino riconoscere.

Più volte in questa trattazione si è accennato alla storia finanziaria degli anni Novanta come a un inseguirsi di due bolle, quella borsistica e quella immobiliare. Tutto sommato si tratta di un punto di vista che mette fortemente in critica i rialzi e la crescita sperimentata, perché *drogata* dai rialzi borsistici che poco o per niente si sono collegati con un aumento tangibile del reddito e della ricchezza sociale. Alcun miglioramento sostanziale è stato apportato alla vita reale, anzi milioni di cittadini sono stati trascinati nelle maglie di un debito sempre più difficile da ripagare e che in ultima battuta si è rivelato dannoso per tutti. In generale si è cercato di evitare di cedere alla tentazione letteraria di ricostruire il tutto a partire dalla fine, ma si è voluto mettere un mattone dopo l'altro per rendere comprensibile, arrivati a questo punto, il perché di un fallimento così largo e così pericoloso⁴⁰. Nel fare ciò si è tentato di dimostrare che la crisi non è – semmai la cronaca lo avesse affermato in questi tempi – dei *subprime* ma di un modo di pensare la finanza e i rapporti economici potentemente distorto da un lato da logiche di breve o brevissimo termine, dall'altro da una crescente mancanza di responsabilità: due facce della stessa medaglia. Taluni, grazie a questo tipo di critica cui qui si è largamente attinto, hanno visto questa crisi come l'ennesimo nodo che è venuto al pettine dipartendosi poi fra coloro che ne ravvisano il genio del capitalismo – indefinitamente capace di trasformarsi e adattarsi – e coloro che invece si dicono convinti di un'imminente e completo ripensamento del paradigma capitalistico. Altri hanno salutato la crisi come un momento benefico proprio per questo suo possibile sbocco, ma certo non si può essere felici dell'inflessione negativa che questa crisi ha imposto all'economia mondiale e che si prospetta duratura. Non a caso i paragoni con il 1929 e la Grande Depressione degli anni Trenta non sono mancati. Qui, come scelta, non si è voluto affrontare direttamente l'argomento, anche se il dibattito riportato ne ha toccato a volte diversi aspetti. Ad ogni modo se si potesse isolare una componente positiva nelle crisi, essa non potrebbe non riportarci all'etimologia del termine: «dal *gr.* KRÍSIS, che tiene a KRÍNÔ *separo*, e fig. *decido*. (v. *Cernere*). [...] Subitaneo

⁴⁰ Nonostante ciò, in appendice si troverà un ulteriore commento esplicativo sul problema del contagio sistemico.

cangiamento in bene o in male nel corso di una malattia, da cui si giudica, si decide la guarigione o la morte⁴¹». La crisi è quindi un momento di *discernimento*, di separazione, di comprensione e poi di *scelta*. Come tale la crisi è una sfida e un'occasione. Sta a noi tutti raccoglierla.

41 O. Pianigiani, *Vocabolario Etimologico della Lingua Italiana*, disponibile su <http://www.etimo.it>.

Appendice

Una nota (non) conclusiva.

Perché una crisi di queste dimensioni si è verificata? Perché il contagio si è fatto sistemico? Perché il fallimento di una percentuale piuttosto piccola di mutuatari insolventi ha fatto precipitare l'intero castello costruito dalla finanza creativa? A queste domande si tenterà di fornire qualche elemento di risposta come appendice al lavoro fin qui svolto, senza tuttavia avere la pretesa di concludere un discorso tanto complesso.

Si è visto che i nodi iniziano a venire al pettine quando la FED alza i tassi d'interesse per via della bolla immobiliare sempre più paurosa e di chiare tendenze inflazionistiche sia nei mercati finanziari, sia in quelli reali delle materie prime. Il primo effetto di un'inversione di rotta di questo tipo si nota nell'aumento parallelo dei tassi d'interesse direttamente collegati al credito: da una parte l'interbancario, cui le banche si vincolano per prestarsi denaro a vicenda, dall'altra il tasso che queste ultime, così come gli altri intermediari finanziari, applicano sui crediti da loro emessi. In rapporto al mercato immobiliare e alla bolla, ciò significa che i nuovi mutui costano di più mentre quelli vecchi iniziano a costare sempre più. Chi ha sottoscritto un mutuo a tasso variabile (*ARM, Adjustable Rate Mortgages*), proprio come la maggior parte dei *subprime* dopo i primi due anni di tasso agevolato¹, vede così la propria rata mensile lievitare e pian piano compaiono i primi mutuatari con difficoltà a ripagare il debito. In più il rialzo del tasso d'interesse condiziona direttamente anche il valore sottostante il mutuo e i prezzi di mercato degli immobili. Dire che la bolla si sgonfia indica sostanzialmente lo sgonfiarsi dei prezzi degli immobili, dopo una stagione al rialzo che li ha portati a discostarsi anche sensibilmente dal loro valore reale. Ma ciò non si ripercuote solo sui nuovi acquisti o sulle nuove costruzioni, capaci di creare meno ricchezza, ma anche sugli immobili già venduti e i mutui accesi per acquistarli: uno scostamento crescente dei due valori si traduce direttamente nella riduzione reale della protezione fornita dall'ipoteca. In caso di insolvenza, infatti, l'ipoteca sull'immobile posta a garanzia del mutuo acceso, diventa a dir poco evanescente. Senza contare che, anche in circostanze normali, il pignoramento è sempre una pratica poco remunerativa, motivo per il quale si preferisce sempre ritrattare il mutuo per consentire al mutuatario di ripagarlo: «tra il tempo che ci vuole per rimettere sul mercato una casa pignorata, le spese legali, il degrado che si crea inevitabilmente negli alloggi vuoti,

¹ Chiamati *teaser rates*, ovvero “tassi stuzzicanti”.

[...] i creditori che portano via la casa al debitore recuperano normalmente solo una parte, circa la metà, del valore originario del mutuo²». A questo punto, inoltre, s'innescava il meccanismo a catena noto come *paradosso di Fisher*, che ha come più evidente conseguenza l'emergere di un ridotto potere d'acquisto dei lavoratori e cittadini indebitati volgendo presto in vera e propria deflazione da debito³. Più si cerca di rientrare dal debito, così come richiesto dal finanziatore per via del tasso d'interesse crescente che lo preoccupa, più si fa fatica a farlo perché il valore sottostante diminuisce alimentando un circolo vizioso.

Tuttavia l'accoppiata di questi due elementi – prime insolvenze e ribasso dei prezzi degli immobili sottostanti – non è sufficiente a spiegare il cosiddetto contagio, ma da qui si possono ricavare almeno altre due componenti importanti. La prima è il problema della “leva finanziaria”, ovvero del rapporto squilibrato fra valore reale sottostante e valore dei titoli scambiati. Se il valore del mutuo eccede (anche di molto) il valore dell'immobile sottostante, i titoli emessi sui mutui, di conseguenza, si comportano allo stesso modo. Si scopre così che sull'onda della bolla tutti hanno investito su titoli che dopo aver dato (nel breve periodo) profitti sorprendenti, si sgonfiano bruciando enormi ricchezze. E si scopre che la cartolarizzazione era un modo fallace di disfarsi del rischio, perché non ha fatto altro che diffonderlo e occultarlo fra la miriade di strumenti finanziari creativi che *tutti* – banche, *hedge funds*, investitori individuali, compagnie assicurative, produttori etc. – possedevano nei loro portafogli. La seconda componente, collegata alla prima, evidenzia che a fronte di manovre così spinte nell'uso della leva finanziaria, *nessuno* ha tenuto da parte sufficienti riserve per far fronte ad un eventuale momento negativo. Abbiamo già visto come le banche mentre da un lato praticavano sistematicamente forme irresponsabili di *mistificazione* del rischio nel fuori bilancio delle loro *società ombra*, dall'altro accettavano in seno ai propri bilanci quelle stesse componenti di rischio sotto forma di investimenti sui titoli di altre emittenti, prontamente muniti della tripla A delle agenzie di *rating*. Se a questo si aggiungono le considerazioni fatte sul livello di finanziarizzazione che il sistema ha visto crescere negli ultimi due decenni non si fa fatica a ricostruire un quadro potenzialmente esplosivo. Il livello di interazione internazionale, cresciuto esponenzialmente, ha fatto sì che ogni attore sui mercati finanziari globalizzati fosse legato più e più volte ai milioni di suoi omologhi, tutti basando i propri profitti su flussi di cassa che ad un certo punto milioni di mutuatari non sono stati più in grado di onorare. Tutto ciò in un tradizionale sistema *originate and hold*, avrebbe dato vita al

2 P. Krugman, *Il ritorno*, cit., p. 187.

3 Il concetto viene ripreso dall'analisi di Gattei in Id., *Una formula per questa crisi*, cit., che – pur esponendo il concetto con un valore sottostante fatto di titoli e non di immobili – non sembra allontanarsi troppo dal meccanismo di fondo che si vuole qui descrivere.

massimo al fallimento di quei creditori che avevano concesso credito *alla leggera*. Nel contesto del nuovo *originate to distribute*, invece, la sovraesposizione al rischio di ogni intermediario veniva amplificata dall'investimento spropositato sui titoli cartolarizzati contenenti quel rischio e/o sugli strumenti finanziari derivati che su quello stesso rischio si basavano.

Le aspettative sui mercati crollano, il nervosismo sale alle stelle e tutti cercano di disfarsi di titoli che giorno dopo giorno si deprezzano senza mai incontrare la domanda, i rapporti interbancari si inaspriscono con la macroscopica conseguenza che il rubinetto del credito viene strozzato e la deflazione da debito inizia a pesare sull'economia reale. L'insolvenza di una percentuale non certo maggioritaria, seppur importante⁴, di mutuatari si trasforma così in una crisi di liquidità che grava direttamente sui processi produttivi e sulla crescita. Disoccupazione e povertà diventano una preoccupazione reale per milioni di lavoratori in tutto il mondo, coinvolgendo nella *crisi* tutto il *sistema* e, mentre queste pagine vengono scritte, si sta assistendo forse al più grande rimescolamento di carte degli ultimi ottant'anni.

Scegliere, a questo punto, è di prioritaria importanza.

4 Non è facile ricostruire dal dibattito quanto quelle che si sono chiamate le componenti deboli del mercato immobiliare abbiano pesano realmente sul sistema nella sua interezza. È certo che la cifra dei soli *subprime* sebbene abbia assistito ad un innalzamento notevole negli ultimi anni, non arrivava a pesare più del 15%-20 del totale dei mutui poco prima della crisi (M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, cit., p. 92 e F. Colombini, A. Calabrò, *Crisi globale*, cit., p. 21), toccando la quota del 40% se considerata insieme ai mutui Alt-A (quasi *prime*) nel complesso dei mutui a tasso variabile (D. Baker, *The housing bubble*, cit., p. 76).

Ringraziamenti

Un ringraziamento tutto particolare, significativamente in questa sede, va a Ignazio Masulli, per il tempo e l'impegno dedicatomi negli ultimi due anni, infondendo ai miei studi la passione, l'onestà e la costanza che lo caratterizzano e cui difficilmente avrei potuto pensare di indirizzare i miei sforzi senza il suo aiuto e il suo esempio. Fra le tante qualità, lo zelo con il quale ha prestato attenzione a queste pagine testimonia meglio di qualsiasi parola l'impegno di cui ha arricchito i miei primi e parziali risultati. A questo riguardo vanno ringraziati anche tutti coloro che hanno avuto la pazienza di leggere in tutto o in parte le mie bozze, sempre suggerendomi le modifiche giuste per riuscire *meglio* a dire quello che avrei voluto.

In secondo luogo, ma non per importanza, ci sono molte persone che meriterebbero continui tributi di spirito per il calore e la comprensione di cui arricchiscono le mie giornate. Sono sicuro che, almeno per una buona parte di loro, potrei sentirmi sollevato dal doverlo fare in una sede pubblica come questa, perché la vita di tutti i giorni è già capace di fornire l'ambiente giusto perché questo scambio avvenga. Ad ogni modo non voglio perdere quest'occasione, pertanto un grazie di primaria importanza va ai miei genitori, a mia sorella Arianna e a Miriam, cui giustamente questa tesi è dedicata. Senza di loro, niente di tutto quello che sono potrebbe davvero essere.

Un posto speciale su questa pagina va poi a Simone, la più feconda rivelazione dei miei ultimi tre anni. Insieme a lui desidero ringraziare tutte le persone stupende che hanno riempito le mie giornate di sorrisi e di acume: Veronica, Federica, Katherina, Eleonora e Licia. Ultimi, solo in fatto di tempo, le grandi sorprese dell'ultimo anno: Tullio e Sighi. Che ci sia concesso ancora molto per conoscerci a fondo!

Un grazie tutto particolare, in chiusura, va dedicato ai *lontani* che continuano ad emozionarmi: Sascha, Diego, Sandro Tuzi e Ludovico Antonio De Santis.

Bibliografia

- AA.VV., *Enciclopedia dell'economia*, Milano, Garzanti, 2001 (seconda ed. agg. e ampl.).
- ACHARYA V. V., PHILIPPON T., RICHARDSON M., ROUBINI N., *A Bird's-Eye View. The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies*, in «Roubini Global Economics», maggio 2009.
- ALESINA A., *La crisi del 1929 e le sue false morali*, in «Il Sole 24 Ore», 20 maggio 2009.
- AMATO M., FANTACCI L., *Fine della finanza: da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Donzelli Editore, Roma 2009.
- ARRIGHI G., *Il lungo XX secolo: denaro, potere e le origini del nostro tempo*, Milano, Net 2003 (1ª ed. ingl. 1993).
- ARRIGHI G., *The Winding Path of Capital. Interview by David Harvey*, in «New Left Review» 56, marzo-aprile 2009, pp. 61-94.
- BAKER D., *The housing bubble and the financial crisis*, in *Real World Economics Review*, n. 46, 2008.
- BELLOFIORE R., *Introduzione*, in H. P. MINSKY, *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri, Torino, 2009, pp. VII - XLVI.
- BERRINI A., *Come si esce dalla crisi*, Bollati Boringhieri, Torino, aprile 2009, p. 44.
- BEZEMER D., *No, c'è chi ha visto la crisi*, in «Il Sole 24 Ore», 9 settembre 2009.
- BRI, 77ª relazione annuale, giugno 2007, disponibile su:
<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007i.pdf?noframes=1> (consultato il: 20 giugno 2010).
- CESARATTO S., *A sinistra della crisi*, in «Economia e Politica», 26 febbraio 2009. Anche disponibile su: <http://www.economiaepolitica.it/index.php/europa-e-mondo/a-sinistra-della-crisi> (consultato il: 15 giugno 2010).
- COLOMBINI F., CALABRÒ A., *Crisi globale e finanza innovativa: irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, UTET, Torino 2009.
- DORE R., *La finanziarizzazione dell'economia globale*, in «Stato e mercato», n. 84, dicembre 2008, pp. 373-394.
- DUNCAN R., *Bring back the link between gold and the dollar*, in «Financial Times», 23 novembre 2008.
- FINLAYSON A., *Financialisation, Financial Literacy and Asset-Based Welfare*, in «The British Journal of Politics and International Relations», vol. 11, 2009, pp. 400-421.
- FITOUSSI J-P., *Capitalisme(s)*, in «Le Monde», 13 settembre 2002.
- FITOUSSI J-P., *Il capitalismo sotto la tenda a ossigeno*, in «La Repubblica», 5 novembre 2008.
- FITOUSSI J-P., *Se il valore non è altro che rendita*, in «la Repubblica», 14 giugno 1999.
- FRANKE G., KRAHNEN J. P., *Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations*, NBER Working Paper n. 11741, novembre 2005.

GATTEI G., *Una formula per questa crisi*, in «Economia e Politica», 13 febbraio 2009. Anche disponibile su: <http://www.economiaepolitica.it/index.php/europa-e-mondo/una-formula-per-questa-crisi> (consultato il: 16 giugno 2010).

KAUFMAN G. G., *The Financial Turmoil of 2007-09: Sinners and Their Sins*, in «Networks Financial Institute Policy Brief», marzo 2010. Disponibile su <http://ssrn.com/abstract=1577264> (consultato il: 24 giugno 2010).

KRUGMAN P., *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, Milano 2009.

MINSKY H. P., *Securitization*, in «Policy Notes», The Levy Economics Institute of Bard College, n. 2, 2008.

MONACELLI T., *Anatomia di un sistema*, 2 ottobre 2008, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, p. 33 e ss. Anche su:

<http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000651-351.html> (consultato il: 13 giugno 2010).

NARDOZZI G., *Addio «Chimerica», nuove basi per la ripresa*, in «Il Sole 24 Ore», 29 gennaio 2009.

NARDOZZI G., *Gli squilibri dei mercati e la falsa cura del dollaro*, in «Il Sole 24 Ore», 28 ottobre 2007.

NBER, *Press Releases*, 12 aprile 2010. Disponibile su: <http://www.nber.org/cycles/april2010.html> (consultato il: 13 giugno 2010).

ONADO M., *Crisi dei subprime: cosa non funziona?*, 20 agosto 2007, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, p. 39 e ss. Anche disponibile su:

<http://www.lavoce.info/articoli/pagina2868-351.html> (consultato il: 13 giugno 2010).

ONADO M., *Crisi finanziaria: una domanda a... Marco Onado*, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, p. 237. Anche su:

<http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000620-351.html> (consultato il: 13 giugno 2010).

ONADO M., *Il problema è capitale*, 27 agosto 2008, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, p. 51 e ss. Anche su:

<http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000545-351.html> (consultato il: 13 giugno 2010).

ONADO M., *Quei bonus milionari dei finanziari creativi*, in «Il Sole 24 Ore», 9 febbraio 2008.

ONOFRI P., *La crisi e i suoi cattivi maestri*, in «il Mulino» a. 2009.

PIANIGIANI O., *Vocabolario Etimologico della Lingua Italiana*, disponibile su <http://www.etimo.it> (consultato il: 24 giugno 2010).

PORTES R., *Agenzie di rating: la riforma è un rompicapo*, 11 febbraio 2008, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, pp. 301 e ss. Anche disponibile su:

<http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000256.html> (consultato il: 13 giugno 2010).

SALVATI M., *Non sarà una vera svolta*, in «Corriere della Sera», 20 gennaio 2009.

SHILLER R. J., *Euforia irrazionale: alti e bassi di Borsa*, il Mulino, Bologna (nuova ed.) 2009.

SIRONI A., *Addio Basilea 2*, 17 ottobre 2008, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, p. 245 e ss. Disponibile su:

<http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000686-351.html> (consultato il: 13 giugno 2010).

SPAVENTA L., *Il rischio di credito uscito dalla porta rientrato per la finestra*, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, pp. 47-50. Anche su:

<http://www.lavoce.info/articoli/pagina2881-351.html> (consultato il: 20 giugno 2010).

STIGLITZ J. E., *Le colpe di Greenspan. America immersa nei debiti*, in «La Repubblica», 10 agosto 2007.

STRIER F., *Rating the Raters: Conflicts of Interest in the Credit Rating Firms*, in «Business and Society Review», vol. 113/4, dicembre 2008, p. 535.

STULZ R. M., *Should We Fear Derivatives?*, in «Journal of Economics Perspectives», vol. 18, n. 3, 2004, pp. 173-192.

SYLOS LABINI P., *Le prospettive dell'economia mondiale*, in «Moneta e Credito», n. 223, settembre 2003, pp. 267-295.

TRIGILIA C., *Il liberismo non è un cliché*, in «Il Sole 24 Ore», 3 giugno 2009.

VACIAGO G., *Regola uno: non tollerare più bolle*, in «Il Sole 24 Ore», 3 ottobre 2009.

VELLA F., *Dalla parte del popolo dei subprime*, in PELLIZZON L. (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi: origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Castelvechi, Roma (marzo) 2009, p. 197.

Anche su: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2877-351.html> (consultato il: 18 giugno 2010).

WALLERSTEIN I., *Structural Crises*, in «New Left Review» 61, marzo-aprile 2010, pp. 133-142.

WEISSMAN R., DONAHUE J. et al., *Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America*. Anche disponibile su: http://www.wallstreetwatch.org/reports/sold_out.pdf (consultato il: 13 giugno 2010).

WU MING I., *New Italian Epic: letteratura, sguardo obliquo, ritorno al futuro*, Einaudi, Torino 2009. Anche disponibile su:

http://www.wumingfoundation.com/italiano/WMI_saggio_sul_new_italian_epic.pdf (consultato il: 13 giugno 2010).