

La crisi finanziaria internazionale

1

La crisi finanziaria internazionale è culminata, prima nel rischio di fallimenti bancari a catena, poi, in varie misure imprevedibili fin quasi alla fine di settembre del 2008: interventi pubblici di ricapitalizzazione delle banche e di garanzia sui depositi e prestiti interbancari, acquisizione di banche, abbandono o perfino rovesciamento della linea neoliberista seguita per decenni. Ed è iniziata la crisi, definita come una recessione (ma che probabilmente è una depressione) dell'economia "reale". La politica ha brancolato nel buio per vari mesi, aspettando che si ristabilisse la "fiducia", poiché non si era in grado di valutare quali conseguenze e effetti collaterali avesse prodotto la terapia miliardaria adottata.

Da quel che si è potuto capire, l'effetto della cura è stato quello di scremare il campo delle banche d'affari, mantenendone in piedi solo alcune che dovrebbero assicurare la ripresa senza rivedere sostanzialmente le regole, tanto è vero che si è scritto di un ritorno al piazzamento dei titoli tossici, da parte di banche come Goldman Sachs, Morgan Stanley e Citygroup. Fra gli aspetti principali di una riforma vi sarebbero dovuti essere: la creazione di un'authority per tutelare i clienti delle banche contro abusi come quelli perpetrati dai piazzisti delle banche d'affari, l'aumento dei poteri d'intervento della banca centrale, l'abbandono del segreto bancario, la riduzione dei superstipendi dei managers e dei brokers delle banche d'affari.

Ma, intanto, ad ogni ripresa delle borse, i media annunciano che la crisi è finita. Iniziative come quelle sul segreto bancario e sui superstipendi sono parse dirette più a calmare un'opinione pubblica inferocita che a entrare nel merito del problema. In definitiva, l'effetto della terapia miliardaria sembra essere stato quello di aver ristabilito la fiducia *sulle stesse basi* che avevano portato al crollo.

La proliferazione dei nuovi strumenti finanziari è avvenuta sulla base di alcuni presupposti concettuali o, almeno, ideologici. Secondo certi teorici, gli investitori sono agenti razionali che cercano di ottimizzare i propri beni e, così facendo, realizzano l'equilibrio nei mercati finanziari.¹ Si è creduto che i progressi nella *flessibilità del credito* e nella *gestione del rischio* avessero avvicinato i mercati finanziari reali a questo modello teorico.

Già prima delle recenti bolle speculative alimentate dal ricorso ai derivati, certa finanza richiamava un concetto del capitalismo che ne faceva una questione non tanto di produzione e di industria quanto di spedizioni in terre lontane, di filibustieri e di guerra di corsa, qual era stato alle sue origini. Nei piccoli paesi finanziari, come il Liechtenstein e Montecarlo, le Bahamas e Lussemburgo, la ricchezza non aveva mai perso la sua di-

¹ H. Kaufman, *On Money and Markets*, 2000

mensione simbolica: diamanti e perle, ducati, scudi e, soprattutto, illeciti e favolosi botini. Basilea, Zurigo e Ginevra avevano una tradizione di discreta ospitalità verso i milionari di tutto il mondo e verso le ricchezze di qualunque origine. Perfino le sigle delle società che appaiono sulle targhe degli studi legali di queste località finanziarie fanno pensare a quelle mappe che, nei racconti e nelle leggende, una volta decifrate, mettono sulle tracce di tesori.

Tuttavia, un cambiamento v'è stato. Maggiore flessibilità ha significato disporre di un credito generico che si può usare in vari modi, come e quando si vuole. Gli anni '80 avevano visto il prestito bancario tradizionale avere la peggio di fronte a pacchetti di strumenti finanziari più sofisticati che godevano di varie attrattive: poter contare sulla sostituibilità e adattabilità degli strumenti; poter accedere ai mercati finanziari più diversi; avere la possibilità di rivedere il tipo di strumento a intervalli regolari, rinegoziando le condizioni.² Un secondo aspetto della "rivoluzione" finanziaria è stata la proliferazione di tecniche di assicurazione contro il rischio. Tecniche antiche e ben note come i contratti a termine per le merci, impiegati per l'acquisto di materie prime a una data futura o i contratti a termine per le valute, utilizzati per garantirsi contro le possibili fluttuazioni hanno visto dilatarsi il loro campo di applicazione. Si sono moltiplicati anche i contratti a premio che presentano un carattere assicurativo più diretto: l'aspetto assicurativo riguarda il rischio in quanto tale, indipendentemente dall'oggetto della contrattazione.³ In questo modo, si è andata assottigliando la linea di divisione fra le operazioni commerciali ordinarie e la finanza speculativa. La normale gestione del flusso di cassa ha cominciato a confondersi con operazioni il cui scopo è quello di arricchire in poco tempo.⁴

² Così la *Note Issuance Facility* è un accordo che offre all'impresa la possibilità di emettere delle cambiali, per finanziarsi a medio termine tramite un gruppo di banche sottoscrittrici. La *Revolving Underwriting Facility* consente anch'essa di finanziarsi a medio termine con la possibilità per il debitore di ottenere una linea di credito se le *notes* (cambiali) non vengono collocate. Un'altra possibilità è quella di convertire i titoli: per esempio da perpetui e a un dato tasso di rendimento in obbligazioni quadriennali a un tasso leggermente inferiore. La possibilità di rinegoziare le condizioni significa, per esempio, che si può passare da un tasso fisso a uno variabile o di trasformare il finanziamento in un prestito tradizionale.

³ Il "premio" da versare è una percentuale molto ridotta del valore dell'azione, per esempio il 5%; nel caso che il risultato non corrisponda all'aspettativa, lo speculatore avrà perso soltanto questa somma, mentre, in caso contrario, avrà guadagnato completando l'operazione con l'acquisto delle azioni. Si tratta di un raffinamento della vecchia tecnica del riporto. Nel riporto, lo speculatore poteva, versando un "premio", acquisire il diritto di acquistare certi titoli a una data scadenza, facendosi finanziare da una banca (banca riportatrice) per l'acquisto. Nelle opzioni (o contratti a premio), l'acquirente si riserva il diritto, dietro pagamento di un compenso (chiamato appunto premio), di vendere (*put*) o acquistare (*call*) un bene o titolo entro un periodo di tempo stabilito. Se il mercato gli sarà favorevole, può esercitare la sua opzione, se il mercato gli è contrario, può decidere di non eseguire il contratto, perdendo così, unicamente, il premio pagato alla stipulazione dello stesso. Il simultaneo acquisto di una *put* e di una *call* (*straddle*) garantisce una copertura comunque evolva il mercato. Il fatto nuovo è stato che, nei contratti recenti, è avvenuta spesso una fusione dei contratti a termine e di quelli a premio. Queste operazioni e molte altre dello stesso tipo hanno accresciuto l'importanza del mercato secondario, cioè del mercato in cui i valori mobiliari sono trattati dopo essere stati venduti sul mercato delle nuove emissioni.

⁴ Le *Floating Rate Notes* già negli anni '70 indicizzarono gli interessi dei prestiti a lungo termine. Le FRN rivoluzionarono il tradizionale strumento del finanziamento a tasso fisso, agganciando il tasso sui finanziamenti ai tassi di mercato, sia ai tassi dei titoli di stato americani sia al Libor (tasso interbancario sulla piazza di Londra) per i depositi in eurodollari. Nel mercato *over-the-counter* (cioè *sul banco* – mercato dei titoli non quotati in borsa), il cliente può acquistare i FRA (*future-rate agreements*), per coprirsi dal rischio di un futuro aumento o di una futura riduzione dei tassi d'interesse o un IRG (*interest-rate guarantee*) o un IRC (*interest rate cap*) che stabilisce un limite massimo al futuro aumento o alla futura

Il perfezionamento degli strumenti ha avuto l'effetto di far prevalere la logica della scommessa su quella del prestito, in circostanze sempre più lontane da quelle che assicuravano la funzione sociale della speculazione, perché si è accentuata la tendenza del denaro o quasi denaro a diventare un bene in sé. Per esempio, una merchant bank, la Bear Stearns, svolgeva attività nel campo delle polizze assicurative, i *Credit default swaps* (Cds), contratti stipulati con controparti timorose del rischio d'insolvenza delle obbligazioni che hanno in mano. Ma la stragrande maggioranza dei compratori di assicurazioni sulle obbligazioni erano dei semplici scommettitori sulla salute di un emittente di obbligazioni come una banca o un'impresa,⁵ che provvedevano immediatamente a disfarsene, rivendendole sul mercato; i Cds possono (o potevano) passare di mano anche più di dieci volte. Scambiare un titolo ch'è a sua volta una garanzia su un altro titolo equivale a scommettere su qualcosa ch'è già una scommessa. Per fare un secondo esempio, la *securitization* (termine introdotto da Modigliani) indica il processo per cui avviene la conversione in "carta" (da qui anche l'espressione "cartolarizzazione") di una gamma sempre più vasta di finanziamenti che possono essere così acquistati e venduti su un certo mercato (detto secondario). Si tratta di considerare come la *securitization* ha contribuito a trasformare il mercato del denaro in qualcosa come un mercato delle scommesse, dove, come per l'usuraio, il denaro è un bene in sé stesso, che serve solo a procurare altro denaro. *Securitization* significa anche che si prende un finanziamento a lungo termine e a tasso fisso trasformandolo in un titolo che può essere facilmente negoziato sul mercato obbligazionario. E' stato questo il meccanismo alla base della crisi dei cosiddetti *subprime* (mutui che hanno avvantaggiato mutuatari poveri nel settore dell'edilizia). Le ipoteche garantite dalla Federal National Mortgage Association (FNMA o Fanny Mae) o da altre istituzioni vengono accorpate in un pool di cui vengono poi emesse azioni o obbligazioni. In sostanza, sono debiti ad essere raggruppati e "cartolarizzati", trasformati cioè in titoli, collocati poi sul mercato, come le *Asset backed securities* (strumenti finanziari emessi *sulla base - backed -* di un insieme di crediti che presentano caratteristiche simili, cioè i *mutui ipotecari sulla casa - mortgage backed*), emesse in grande quantità dalle banche e dagli istituti che erogano mutui e prestiti, visto che questi hanno interesse a stipularne il più possibile, ma nessuna convenienza diretta a garantirsi che vengano ripagati, visto che li hanno trasferiti a altri.⁶ Debiti come i singoli mutui immobiliari raggruppati, una volta "cartolarizzati", cioè trasformati in titoli, sono stati acquistati da enti come, per esempio, Bear Stearns, PNB Paribas, American Home, e trasferiti a fondi mobiliari "sicuri" che li hanno venduti sul mercato dei "risparmia-

riduzione dei tassi d'interesse che dovrà pagare, essenzialmente fornendo un'opzione sui FRA. Il Fra (Forward-Rate Agreement) è un accordo per tassi di cambio a termine, mezzo di copertura contro variazioni future dei tassi. Generalmente stipulato da una banca, consente al cliente di concordare un tasso su periodi fino a tre anni. Gli *spreads* tempo consistono di opzioni caratterizzate da prezzi uguali, ma scadenze diverse: gli *spreads* prezzo consistono di opzioni caratterizzate da prezzi di acquisto diversi, ma uguale data di scadenza. Il concetto è quello di combinare un contratto a termine con un contratto a premio su quest'ultimo, per premunirsi contro una variazione del mercato in senso contrario alle previsioni; e ancora un altro contratto a premio per controbilanciare il primo e limitare ulteriormente il rischio. A. Hamilton, *La rivoluzione finanziaria*, 1988 (1986).

⁵ M. De Cecco, *Le alchimie degli 'swap' sui crediti*, "La Repubblica" Affari&Finanza, 23 giugno 2008, pp. 1 e 3.

⁶ M. Ricci, *Quei mutui avvelenati travestiti da bond*, "La Repubblica", 10 agosto 2007.

tori”⁷. Si è trattato di una speculazione molto diversa da quella che vedeva, un tempo, maturare occasioni di guadagno da svendite improvvise di oro e argento, da gelate nei campi agricoli statunitensi, da cadute di prezzi di fertilizzanti.

2

Negli ambienti interessati, si affermava che il sistema costruito su questi presupposti assicurava numerosi vantaggi: per gli investitori, si era allargata l’area dei risparmi, potendosi arrivare in teoria a un gran numero di fondi, assicurando un maggiore accesso di credito da parte di soggetti che prima ne erano esclusi e consentendo l’accesso a nuove opportunità di combinazione rischio/rendimento; per le banche, concentrazione dei rischi, riduzione nel fabbisogno di capitale in rapporto al credito originato, frammentazione nell’allocazione del rischio con attenuazione – si diceva – degli effetti sistemici ed altri vantaggi in materia di rischio, maggiore flessibilità del sistema bancario.⁸ Si assumeva che i mercati finanziari fossero razionali e che i nuovi strumenti finanziari (col sostegno delle tecnologie telematiche) non creassero problemi ma, casomai, rendessero ancora maggiore la razionalità. Gran parte dei commentatori facevano credere che, coi progressi nella tecnologia informatica, i mercati, già considerati efficienti, sarebbero diventati ancora migliori potendo contare su informazioni e procedure di calcolo migliori. Sembrava perfino realizzato il postulato di razionalità dell’economia pura, man mano che la gestione dei portafogli finanziari veniva compiuta sulla base di tecniche matematiche sofisticate. Forse non era un caso se, quasi contemporaneamente alla propagazione di queste ultime, la scuola delle aspettative razionali aveva assunto la perfetta razionalità degli operatori, aveva cioè trasformato uno dei postulati della teoria in una presunta proposizione empirica e, nello stesso tempo, in un modello normativo.

Tutta la materia è resa oscura dalla circostanza di evocare, anche inconsapevolmente, il valore chimerico che da sempre si attribuisce al denaro. “Il metallo giallo – osservò Keynes – non ha mai completamente perso le magiche proprietà che i sacerdoti egiziani gli avevano un tempo attribuite”; e così tutti i suoi equivalenti. Chi se ne occupa si trova avviluppato da simboli, e in una rete di fascinazioni, quasi senza saperlo. Così, i fautori delle tesi prima viste non consideravano, per cominciare, gli aspetti morali della “rivoluzione” finanziaria. Ogni senso di responsabilità associato ai guadagni speculativi era svanito; la “rivoluzione” assicurava la sublimazione del guadagno e, magari, della truffa; per un funzionario bancario trasferire denaro significa semplicemente trascrivere su un telex un’astrazione, e mai consegnare materialmente una valigia di carta moneta; si perde la sensibilità per il denaro reale e il senso del concreto.

Non si considerava quale fosse il senso di una realtà dominata da cambisti specializzati del movimento che vedevano il mondo come una scacchiera sulla quale sapevano giocare a occhi chiusi. Avventura e *leverage* procedevano associati anche per le persone meno sospettabili.

⁷ Il termine “risparmiatore” è stato posto, lungo tutto il testo, fra virgolette, poiché è evidente che, al di sopra di certi redditi, non si può considerare la somma non spesa come astensione dal consumo, ma soltanto come un’eccedenza. Di fronte ai ricchissimi, il concetto di “risparmiatore” è certamente ideologico.

⁸ L. Spaventa, *Questa volta la crisi è strutturale, per la finanza è la crisi di un modello*, “La Repubblica”, Affari & Finanza, 21 gennaio 2008.

Il fascino che emanava dalla “rivoluzione” finanziaria è quasi altrettanto impossibile da afferrare dei fuochi fatui in una landa, per chi si limita a fare l’inventario dei servizi offerti agli investitori privati e istituzionali, delle tecniche e degli attori finanziari principali. Per comprendere il significato analitico della speculazione, che diventava lo sbocco inevitabile del nuovo modo di gestire il denaro, bisogna riferirsi anzitutto al gioco d’azzardo dove si fanno delle puntate su di un evento casuale: considerando la questione in generale, su un numero estratto da un lotto di numeri; sulla vittoria o sconfitta o pareggio fra due squadre; sulla vittoria di un cavallo invece di un altro e così via. In questo caso, si confronta il certo, la puntata, con l’incerto; la somma che si punta deve servire esclusivamente, come nell’usura, a procurare altro denaro, in condizioni molto meno determinate.

Inoltre, l’adattamento è molto rapido, talvolta quasi istantaneo; ed è impersonale, poiché ci si regola su dei prezzi (quotazioni o altro). La “massimizzazione” è quella propria di certi giocatori; si continua a giocare finché si vince. Il vero senso della rivoluzione finanziaria è stato che, per circa tre decenni, non è esistito più alcun limite nel gioco.

Bisogna trovare il modo di riconoscere le influenze magiche del denaro e di sottrarsene con l’aiuto dell’analisi. Occorrono delle distinzioni che servano a stabilire un certo distacco; che servano a difendersi da una materia di cui l’ipocrisia degli esperti non basta a neutralizzare i fascino indiscreti, quelli che hanno a che fare con tesori conquistati da fuorilegge, con reminiscenze del conte di Montecristo (in Francia) e di Simbad il marinaio (a Dubai), o magari di James Bond (che, come proclamava la pubblicità delle Bahamas, avrebbe scoperto – dopo Cristoforo Colombo nel 1492 – le isole nel 1960!).

Nel mondo creato dalla “rivoluzione” finanziaria era diventata possibile per non pochi questo genere di trasfigurazione. La maggior parte dei *big*s dei movimenti di valute, di titoli e d’altro attraverso il mondo, non solo rifiutavano di entrare in affari di consegna e, secondo il loro gergo, di “naturalizzare i beni scambiati”, ma, inoltre, “odiavano la concretezza”, perché, operando in maniera astratta come cambisti, erano interessati solo agli scambi, in qualsiasi luogo. Separandosi sempre più le “scommesse” finanziarie – attraverso la proliferazione dei derivati – da qualsiasi valutazione di rendimento prospettivo “reale”, esse sono diventate semplici puntate su eventi incerti. Si poteva vendere, dunque, la propria puntata o il proprio diritto a una puntata, ci si poteva riferire ad una puntata su un’altra puntata. I gestori tescavano col fuoco interno dei giocatori, che cova sopito ma non spento anche dopo delle perdite, e spesso, in tale ultimo caso, si lega a uno spirito di vendetta o di rivalsa troppo accanito per essere razionale. Nel prestito (il cui *tipo ideale* resta l’usura), il denaro è un bene in sé per il prestatore (o usuraio); per l’utilizzatore ha un diverso significato, serve per comperare beni e servizi, pagare stipendi, e compiere altre operazioni che sono fuori del circuito del denaro. Allontanandosi da questo modello e promuovendo la vocazione esclusiva ad occuparsi di denaro, la “rivoluzione” finanziaria ha fatto leva sui punti nodali della fantasia così come dei capitali, promuovendo le più raffinate combinazioni tattiche e strategiche: incroci e incesti azionari, equilibrismi tra puntate al rialzo e puntate al ribasso, guerre dell’oro e del petrolio, operazioni senza autorizzazioni scritte sul mercato opzioni (dove sarebbero necessarie) di Chicago, junk bonds per finanziare le Opa, operazioni attraverso fiduciarie del Liechtenstein e gli altri “paradisi fiscali”, procure delle fiduciarie ai privati che le controllano. Ed è per questo che bisogna riferirsi pure ai suoi passaggi dal reale all’immaginario, bisogna cogliere i segnali che ha emanato, decifrare i messaggi che ha

trasmesso e farne la lettura, se è necessario, a vari livelli di coscienza, per scoprire ciò che è stato in gioco dietro ciò che, apparentemente, era manifesto.

3

La speculazione, a certe condizioni, non fa che anticipare le condizioni di domanda e offerta e può svolgere una funzione senz'altro positiva. Se vi sono due prezzi diversi per lo stesso bene su due mercati, coloro che scommettono sull'ascesa o sulla discesa del prezzo *possono* contribuire all'equilibrio, essendo indotti a comprare se il prezzo scende e a vendere se il prezzo sale. Secondo la teoria pura, quest'operazione, che si chiama arbitraggio, comporta una tendenza verso l'equilibrio: se sul mercato A il prezzo del grano è 5 e sul mercato B è 10 conviene spostare grano da A a B e, dopo un certo numero di passaggi, il prezzo sarà 7,5 su entrambi i mercati. (In questo caso, le operazioni sono ancorate al fatto che il grano è un bene effettivo, la cui domanda e offerta è legata ai bisogni dei consumatori). Ma la "rivoluzione" finanziaria non ha avuto a che fare con questo. Se si specula non su un bene ma, come avviene più spesso, su un titolo che conferisce un diritto a un pagamento, si tratta di stabilire cosa diventa l'arbitraggio in questo caso. Secondo la teoria che rappresenta l'economia come un sistema di scambi (tanto più razionali quanto più interviene il calcolo finanziario), non v'è differenza se ad essere scambiato è un bene o un titolo: quanto più razionali sono gli scambi, tanto più ci si avvicina all'equilibrio. Nel caso dell'arbitraggio tradizionale quando i prezzi sono gli stessi sui due mercati, non vi sarà più motivo di spostarsi da un mercato all'altro (l'utilità è massima – dice la teoria – quando l'utilità marginale è uguale a zero). *Possono* va scritto in corsivo, perché l'esattezza del ragionamento suppone la razionalità dei partecipanti, mentre questi possono aver comprato in A e venduto in B seguendo una diceria o comunque una valutazione sbagliata circa le tendenze, rispettivamente, in A e in B. Ma se ciò che avviene è un arbitraggio su qualcosa che non ha alcun valore in sé, come un gettone o un pezzo di carta (ma di cui si sa o si crede che potrà acquistare, per qualche motivo, valore), e si sposta questo "qualcosa" da un mercato all'altro perché, pure in questo caso, il prezzo è diverso sui due mercati, non vi sarà equilibrio: per la semplice ragione che, per la maggior parte della gente, il denaro è un bene in sé stesso. Come già si vede nell'usura, il denaro in tutte le sue forme può diventare un bene in sé stesso; l'usuraio presta il suo denaro (o quasi denaro) a un certo interesse e il debitore accetta questa condizione per fronteggiare i suoi problemi.

Il denaro appare soprattutto come un intermediario fra risparmio e investimento quando, come nella finanza tradizionale, l'operazione fondamentale resta il passaggio da certe eccedenze fra entrate e spese da parte di alcuni a certi utilizzi delle stesse da parte di altri.⁹ Ma far salire i corsi dei titoli, spostare i capitali liquidi da una valuta all'altra, ed altre operazioni finanziarie simili, non sono più aspetti complementari alla produzione di beni e servizi. A causa dell'importanza che il senso comune attribuisce al denaro in quanto tale, sfugge che altro è la sua pur approssimativa funzione "allocativa" della speculazione dinanzi a funzioni di utilità abbastanza precisabili (come quelle, per esempio, che si riferiscono agli acquisti di beni alimentari da parte dei consumatori o agli acquisti

⁹ "Denaro" può essere considerato qualunque cosa sia accettata come mezzo di pagamento, quindi non solo le banconote o il metallo monetato, ma anche cambiali, azioni, obbligazioni, polizze etc.

di materie prime da parte delle industrie), altro la sua funzione “allocativa” di fronte a “beni” di cui neppure i compratori e i venditori conoscono l’esatta natura, essendo mossi essenzialmente da una semplice aspettativa di guadagno, come avviene appunto per gli scommettitori nei casinò e per i riportisti in borsa.

Un crogiolo dove si fa del denaro, sempre più denaro, e soltanto del denaro, è tutt’altra cosa dal prestito contro interesse. Il prestito contro interesse corrisponde (o corrispondeva) all’operazione fondamentale della finanza; del “risparmio” che sarebbe restato “inoperoso” serve a finanziare qualcosa di cui *si presume* l’utilità. Il firmatario di una cambiale, per esempio, ha fatto in modo che, a coprire momentaneamente certe sue spese, sia un creditore che, rinunciando a farsi pagare subito, ha mobilitato certe sue eccedenze fra entrate e spese (quindi “risparmio”), per compensare la somma che gli è dovuta. La cambiale è accettata come mezzo di pagamento, in rapporto all’impegno che il firmatario ha preso di pagare; è un debito del firmatario, che ha un valore più o meno grande, secondo la fiducia che si può nutrire nel debitore stesso. Quello che si sapeva per certo, un tempo, è che vi erano dati soggetti ai quali l’operatore finanziario per varie ragioni (fra cui determinante la tradizione) era disposto a prestare. Man mano che si sviluppavano tecniche sempre più sofisticate per rendere sempre più flessibile il credito e sempre maggiori le assicurazioni contro il rischio, vi è stato un momento in cui le banche hanno cominciato a perdere interesse per quella ch’era stata la loro attività fondamentale.

Vi è una differenza cruciale fra il finanziamento degli investimenti (e delle spese correnti), e la partecipazione alla proprietà di un’attività economica oppure il prestito obbligazionario a quest’ultima. Le azioni, come partecipazioni proprietarie, esposte allo stesso rischio del profitto d’impresa, sarebbero propriamente degli investimenti e non delle intermediazioni fra “risparmio” e investimento; ma, in quanto vendibili in modo da riottenere facilmente la somma versata, rappresentano un tipo d’*investimento*: una proprietà temporanea.

Le obbligazioni sono, invece, prestiti effettuati direttamente dal “risparmiatore” all’impresa; non essendo quote della proprietà non sono (o non dovrebbero) essere esposte al rischio allo stesso modo delle azioni. Sono però simili alle azioni nel senso che un prestito a lungo termine all’impresa diventa per l’obbligazionista un “valore” a breve, data la negoziabilità, pure in questo caso, del titolo. Anche ora, si mette d’accordo la *preferenza per la liquidità* dell’obbligazionista con il carattere fisso o a lungo termine dell’investimento, frazionando quest’ultimo in quote acquistabili e vendibili. E’ per questo che il “risparmiatore” finisce per non distinguere molto fra i due tipi di operazioni, per esempio quando affida il proprio denaro a un fondo.

Vi è un interesse per gli intermediari a gestire dei portafogli con il solo scopo di mantenere un elevato giro di affari e pertanto di produrre il maggior numero di commissioni. Poste certe condizioni, diventò, a un certo punto, più conveniente per le banche che i loro clienti investissero in titoli; il rischio passava così dalla banca ai suoi clienti, mentre le banche avevano delle entrate sicure attraverso i costi delle operazioni. Se una posizione è in perdita, l’intermediario gode infatti ugualmente dei guadagni delle commissioni, almeno fino al punto in cui il margine di copertura nei confronti delle varie operazioni non si eroda troppo con l’ingrossarsi oltre misura della perdita. Inoltre, nei contratti a termine è costume che, se l’apprezzamento che si presenta è superiore a quello concordato, il broker trattiene la differenza positiva. Nel caso delle fiduciarie, come quelle che abbondano nei “paradisi fiscali”, si chiedono delle commissioni in cambio

di un ruolo meramente passivo di prestanome, che però è fondamentale, per il cliente, per evadere le tasse. In altri casi, la banca investiva insieme col cliente, ma a condizioni per sé favorevoli. La “rivoluzione” finanziaria era diventata il crogiolo dove si faceva denaro, sempre più denaro. Privati e gestori e, in definitiva, anche organi di controllo avevano creduto a forme di arbitraggio sempre più artefatte e complicate, fiduciosi che il caos contenga in sé stesso un principio regolatore. Ciò che interviene nella gestione del rischio è soprattutto la *logica della scommessa*, e vi possono essere pochi dubbi circa la stretta parentela fra questa e l’attesa avventurosa del “bottino”, fra la scommessa e l’ebbrezza del guadagno in quanto tale.

4

Già Keynes aveva sviluppato il paragone fra le borse e i casinò. Era un confronto rigoroso fra due situazioni il cui carattere comune è che si puntano delle somme su degli eventi casuali (rispettivamente, per esempio, dei titoli e dei numeri). Il passaggio dal concetto di prestito a quello di gioco è stato, dunque, il vero nocciolo della “rivoluzione” finanziaria. Mentre, di fronte al grano, al rame, all’acciaio, ai fertilizzanti, etc., v’è un limite alla speculazione dovuto al bisogno effettivo che si ha di questi beni (oltre che alla loro deperibilità), questo limite non v’è di fronte al denaro, che è un mezzo generalizzato per procurarsi dei beni, che la maggior parte della gente (magari a torto) considera un bene di per sé stesso (nel senso che, per usare la terminologia teorica, non vi è utilità marginale decrescente, di solito, di fronte al denaro). Ciò significa, tornando all’arbitraggio e all’esempio del comperare in A per vendere in B, che il valore in B, può continuare a salire, non essendovi il freno rappresentato dalla saturazione del bisogno. E, siccome in B il valore continua a salire, converrà continuare a trasferire da A in B, fino a quando in A, al limite, non sia rimasto più niente, in un modo ben diverso da quanto avviene secondo il concetto di equilibrio economico.

La funzione della finanza era (secondo la visione di Keynes) principalmente quella di conciliare il “lungo termine” di certi investimenti (per esempio in impianti fissi e altre attrezzature) con la preferenza per la liquidità dei “risparmiatori”. Sebbene neppure allora si potesse conoscere il modo in cui gli impieghi finanziari determinassero o influenzassero l’assegnazione delle risorse, dato il carattere casuale di tali impieghi, le compravendite di titoli e di denaro svolgevano una funzione armonizzatrice fra le imprese di produzione e il “risparmio”. La volatilità è dovuta non solo all’obiettiva variazione delle condizioni relative agli investimenti, ma alla stessa logica delle scommesse. Continuando a puntare finché vi è una prospettiva di guadagno, si spostano delle somme da un *investimento* all’altro. Scrisse Keynes: “In mancanza di un mercato dei capitali, non vi è scopo di cercare di rivalutare spesso un investimento in cui siamo interessati. Ma la borsa dei titoli rivaluta giornalmente molti investimenti e le rivalutazioni offrono una frequente occasione all’individuo (non però alla collettività) di rivalutare l’ampiezza dei suoi interessi nei vari investimenti. E’ come se un agricoltore, consultato il barometro dopo colazione, potesse decidere di ritirare fra le 10 e le 11 il capitale investito nella fattoria, salvo poi a riconsiderare l’eventualità di reinvestirlo nell’azienda nel corso della settimana.”¹⁰ Da quando, come conseguenza delle prassi stabilite, si è rafforzata la ten-

¹⁰ Keynes, pp. 310-311

denza a considerare inoperosa qualunque somma di denaro che non dia un immediato rendimento, da quando, a causa della tendenza dell'operatore a considerare come una perdita (*lucrum cessans*) il mancato guadagno di un interesse su qualsiasi somma a sua disposizione, si è sviluppata una ricerca d'impieghi sempre più diversi dagli investimenti fissi o dalla copertura delle spese correnti di imprese, la logica della scommessa è prevalsa su quella del prestito e non ha avuto una grande importanza che il titolo fosse, eventualmente, un debito di scarsa qualità, contando soltanto l'aspettativa circa il suo "rendimento" a breve termine, cioè che vi fossero acquirenti. La ricchezza, per chi l'ha provata, è la struttura primaria; tutto il resto (amore, amicizia, ecc.) è sovrastruttura, che può essere immediatamente smantellata se è in gioco la perdita della struttura primaria. Quando si prova ad essere ricchi molto ricchi, non si rinuncia alla dimensione della ricchezza: semplicemente si rifiuta l'idea di perderla. Oltre che fiduciarie, le banche sono in pratica vere e proprie case da gioco che organizzano e istigano il rischio da parte della loro clientela.

Decisive nella "rivoluzione" finanziaria sono state le merchant banks. La circolazione finanziaria, in tutte le sue forme, è diventata una massa pari a parecchie decine di volte il valore del flusso mondiale di beni e servizi (si dice cento volte tanto), una massa in grandissima parte volatile, che si sposta da un impiego all'altro secondo le variazioni dei cambi, dei titoli, dei tassi d'interesse. Non si tratta soltanto degli "investitori istituzionali" come le assicurazioni e i fondi pensione, la cui funzione è proprio quella di maneggiare grandi masse di denaro; anche le grandi aziende di produzione devono stare ai giochi (giochi in senso letterale) dei mercati finanziari, sia per gestire le loro liquidità (spesso enormi) sia per evitare che la speculazione faccia scendere il valore dei loro titoli. La volatilità alimenta sé stessa: in un mercato agitato da frequenti soprassalti è logico ricorrere agli strumenti derivati per coprire le posizioni. Essendo le operazioni "a breve", il sistema presenta una relazione reciproca con la volatilità dei capitali: la volatilità rende non convenienti investimenti a medio o lungo periodo; gli investimenti a breve accrescono la volatilità. Poniamo che un hedge fund scateni, con vendite allo scoperto o posizioni sui derivati, un ribasso irrazionale su un titolo che prevede di riacquistare in seguito a buon prezzo. Se il movimento dei prezzi è così forte da generare una sorta di panico – e se, per giunta, si è riusciti a costruirsi sul mercato una fama di guru – allora le operazioni di vendita diventano un segnale da imitare anche per gli altri soggetti del mercato. La volatilità è al contempo la causa e l'effetto delle complesse operazioni della nuova finanza. Il segreto del sistema è in una continua negoziazione, la quale comporta una grande volatilità dei capitali. "Prodotti finanziari", la cui composizione è complessa perché incorporano differenti livelli di rischio, possono venire comprati e venduti da privati a privati, da banche a fondi comuni o a fondi pensione, da banca a banca, in un intreccio senza fine di scambi finanziari. Vi è, per esempio, la pratica degli swaps, che sono scambi di debiti, di valuta, di titoli; coinvolgono due parti contraenti che scambiano i pagamenti degli interessi sui propri debiti, spesso in valute diverse, mentre ciascuno mantiene la responsabilità sul capitale; è anche possibile scambiare debiti o debiti con tassi d'interesse fissi o variabili. Convieni evidentemente ai contraenti: ma perché deve essere socialmente utile? può equivalere a scambiare una puntata con un'altra in un casinò. Vi è la pratica delle acquisizioni, attraverso le offerte d'acquisto ostili. Molte operazioni di borsa sballate sono nate nel corso di acquisizioni. Una società può far salire il corso delle proprie azioni, per invogliare gli acquirenti; la cosa viene risaputa solo se c'è una catastrofe. Vi sono le operazioni fuori bilancio (off-sheet) praticate da sussi-

diarie delle banche che vendono debiti dei clienti delle banche come titoli commerciali, al di fuori di controlli seri.

La funzione degli hedge funds dovrebbe essere quella di proteggere (da qui hedge=siepe) e non necessariamente di guadagnare nelle fasi negative di mercato, praticando una sorta di arbitraggio sulla volatilità; ma l'effetto può essere, come si è prima detto, quello opposto.¹¹ Esistono i titoli strutturati. Si prenda il caso di un "risparmiatore" che ha acquistato quote di fondi comuni d'investimento per una certa somma. La somma è stata distribuita tra una decina di fondi. Si sa che questi ultimi ripartiscono il rischio acquistando in media titoli di almeno un centinaio di società industriali e finanziarie (di più per i fondi più grandi). Il "risparmiatore" si trova a essere comproprietario pro-quota (o creditore, quando ci sono di mezzo obbligazioni) d'un migliaio di società.

Trasformato in un titolo anonimo e impersonale (vale a dire in obbligazione negoziabile) anche il debito viene comprato e venduto in innumerevoli transazioni sul mercato secondario; era questo il caso, come si è detto, delle *Asset Backed Securities* che sono state fattore precipitante dell'ultima crisi. Conferendo ai debiti dei clienti, e con essi alle proprie passività, la qualità di titoli commerciali ch'era possibile rivendere, molte banche hanno potuto ridurre il loro fabbisogno di riserve. I Cdo (*Collateralized Debt Obligations*), così importanti nella crisi, hanno avuto questa origine.¹²

Per di più, le tecniche di remunerazione dei dirigenti (come le stock options) hanno indotto sempre più questi ad avere un interesse personale per il valore dei titoli delle società che gestiscono.¹³ L'illusione secondo cui il perseguimento dell'interesse indivi-

¹¹ Gli hedge funds guadagnano ufficialmente facendo arbitraggio sui titoli, con un forte impiego di prodotti derivati e una vasta gamma di strategie d'investimento come il *convertible arbitrage*, che sfrutta le incongruenze fra l'obbligazione convertibile e l'azione sottostante; il *merger arbitrage*, che acquista azioni di società oggetto di fusione o scissione e take over, vendendo allo scoperto titoli all'acquirente (cioè senza il possesso dei titoli). Lo hedge fund individua un titolo destinato a un probabile trend ribassista, lo vende a breve termine senza possederlo veramente (allo scoperto); quando il prezzo è sceso a causa della cascata di vendite operate, il gestore "si ricopre", cioè acquista i titoli che aveva venduto allo scoperto, ma a un prezzo molto più basso. C. Bébéar, P. Manière, *Uccideranno il capitalismo*, 2004 (2003), p. 142. Si calcola che esistano 10.000 fondi con 2.600 miliardi di dollari in gestione; e le loro operazioni rappresentano il 10 % di tutti gli scambi americani nel settore del reddito fisso, il 30 % degli scambi azionari, il 35 % delle attività nei prodotti derivati e il 55 % degli scambi nei bond dei paesi emergenti.

¹² M. Ricci, *art. cit.*

¹³ Gli azionisti e, in genere, coloro che sono interessati alla liquidità, sono per lo più ignoranti circa la natura delle attività sottostanti ai titoli che possiedono, e i meno ignoranti utilizzano la loro competenza per tosare i più sprovveduti perché il loro interesse è soltanto quello di ottenere il massimo guadagno possibile dalle loro "puntate". In effetti, il dirigente dispone di una massa di liquidità in valute e in titoli, la cui eventuale svalutazione abbasserà il rendimento delle azioni; affida dunque la liquidità a un ente specializzato che la investirà nei mercati finanziari. Secondo il modello neoclassico ideale, ciò che conta è la ricerca della massimizzazione. La tecnica seguita dall'ente specializzato è fondata su modelli matematici che tengono conto della probabilità statistica, cioè è fondato sui risultati medi ottenuti in un precedente (non troppo lungo) periodo di tempo e che, pertanto, possono non correggere ma aggravare la tendenza, in contrasto col postulato della reazione di equilibrio (comprare se i corsi scendono, vendere se salgono). Ciò avviene anche perché, per motivi puramente convenzionali, si fa in modo da far apparire una differenza positiva fra il risultato e un certo standard (metodo del *benchmark*), per non essere giudicati male dai clienti e non scendere nella classifica delle agenzie di *rating*. Lo sforzo dell'impresa di mantenere o aumentare il valore della sua liquidità non presenta un rapporto con una migliore o valida allocazione delle risorse complessive. Inoltre, rendere "massimo" il valore delle azioni in un mercato altamente speculativo significa farsi coinvolgere negli alti e bassi speculativi, e le conseguenze possono essere disastrose: capita che la remunerazione del dirigente includa le *stock options*; se il dirigente è interessato a rendere massimo il rendimento delle azioni perché ne possiede egli stesso, si sarebbe certi di un massimo risultato

duale (personale o organizzativo) va sempre d'accordo con l'interesse generale è stata vista all'opera, com'è comprensibile, anche e soprattutto nel campo della gestione d'impresa. Il principio della sovranità degli azionisti asserisce che il più valido criterio di gestione aziendale consiste nel "massimizzare" il rendimento degli azionisti. Tutto è demandato al mercato azionario, inteso come un mercato ideale "neoclassico".¹⁴ Un osservatore non sospettabile di prevenzione verso la finanza speculativa come Henry Kaufman ha sottolineato l'effetto di leva dovuto ai derivati. Ciò significa ammettere una dilatazione della liquidità e, insieme, una forte preferenza per la liquidità, che sgancia l'"investimento" dalla logica propria delle attività reali. Vi è, dunque, come conseguenza del sistema, un notevole aumento della lievitazione (*leverage*). Ne segue che, con la crisi del modello, avviene un processo generalizzato di *deleveraging*, che vede impennate d'insolvenze e rischi di fallimenti a catena.

5

Le banche d'affari promuovevano operazioni massicce e rischiose sulla base della liquidità che possedevano. In possesso di quelle competenze internazionali e di quell'intricccio di rapporti che nessun'altra società può avere su scala mondiale, le banche d'affari erano molto richieste per i loro servizi e per le loro capacità; la loro propensione per il "rischio", dipendeva dal fatto che esse si trovavano nella posizione di *vedere* cosa accadeva nei mercati e di regolare, di conseguenza, le loro operazioni.¹⁵ Una delle nunzio-

per l'impresa e, secondo i postulati della teoria, per l'economia nel suo insieme. Ma può accadere che il dirigente sia incentivato, proprio per questa ragione, a far salire artificialmente il valore delle sue azioni; è così che l'Enron, la Worldcom e altre società sono fallite. Non solo non vi è nessuna prova che la "massimizzazione" per l'impresa abbia a coincidere con un "massimo" o "ottimo" collettivo", ma vi sono chiari segni che la razionalità così intesa è pericolosa anche dal punto di vista microeconomico.

¹⁴ Non basta dire che il principio della sovranità degli azionisti trascura altri aspetti; il principio va messo in discussione di per sé stesso. L'economista Ronald Dore ha fornito degli elementi circa le idee americane sul mercato globale come regolatore. Tutto è demandato al mercato azionario, inteso come un mercato ideale "neo-classico". Secondo Dore, questa concezione fa dipendere l'efficienza delle imprese da questi "controlli esterni". Esistono invece anche dei controlli interni, a proposito dei quali Dore fa l'esempio del Giappone e considera, inoltre, il caso cinese, *in itinere*, incerto fra il modello tradizionale nipponico-cinese dei controlli interni e quello anglosassone, che vede un adattamento dell'ambiente interno delle imprese all'ambiente esterno rappresentato dai controlli esterni. Pur introducendo alcuni spunti critici, Dore non fa obiezioni di fondo al *modus operandi* di tali controlli esterni. E' chiaro che questi esistono, ma non operano nel senso allocativo previsto dal mercato in equilibrio. Non è dunque plausibile che i controlli esterni fondati su premesse così discutibili possano essere validi, nonostante che l'esistenza di innumerevoli prassi legate a tali premesse sbagliate abbia fatto apparire il contrario. La questione è che tali prassi non hanno mai chiarito i loro presupposti. Non basta dunque dire che il principio della sovranità degli azionisti trascura altri aspetti; il principio va messo in discussione di per sé stesso. Certe soluzioni pratiche, fondate anch'esse semplicemente sulla tradizione, impediscono di capire che, in una situazione del genere, che è quella normale, l'essere azionisti non può conferire particolari diritti riguardo alla gestione dell'impresa. Certi discorsi che si sono fatti, e le loro applicazioni pratiche, sono nati soltanto dalla pratica dei proprietari di esercitare il controllo attraverso un pacchetto azionario. Con lo sviluppo della società per azioni, che dava il modo a un imprenditore-proprietario di ottenere il denaro di molti azionisti per così dire dormienti, per niente interessati alla gestione ma solo ai guadagni, si sono moltiplicate le emissioni azionarie. Poi, in nome della democrazia, si è detto che dovevano essere le assemblee degli azionisti a decidere, perché formalmente le cose stavano così.

¹⁵ Soltanto nel 2006, *The Economist*, fiero sostenitore per anni del neoliberalismo, ha sentito il bisogno d'informare che le merchant banks, come la Goldman Sachs, gestivano il rischio sì, ma senza alcun

ni delle banche d'affari, è stato il brokerage: questo comporta operazioni senza rischi per conto di clienti in cambio di una commissione; hanno svolto una funzione importante nella consulenza e nell'intermediazione sia per le fusioni o acquisizioni sia per il collocamento di nuovi titoli nelle borse. Il collocamento titoli è stato una delle attività principali. All'inizio degli anni '80 Salomon Brothers, Morgan Stanley, First Boston, Merrill Lynch e Goldman Sachs gestivano due terzi delle emissioni obbligazionarie e azionarie degli Stati Uniti.¹⁶ Le banche d'affari sono state il "motore" del sistema finanziario globale. I loro clienti, investitori istituzionali e hedge funds, erano l'olio che faceva girare quel motore.

Il valore di un titolo non può crescere indefinitamente; se un operatore importante come una merchant bank pensa di poter rifare su un altro mercato quel che gli è riuscito per due o tre anni, vi si sposta dando il segnale della caduta delle quotazioni, della fuga, del panico. Una banca può far salire segretamente (comprando attraverso vari brokers senza informare nessun altro) il titolo di una società semiconosciuta, lucrando sopra enormi profitti. Raggiunto il tetto, e quindi il punto in cui si corrono dei grossi rischi, prende lentamente e progressivamente a vendere, ma convogliando sul titolo, per sostenerlo, denaro fresco che non è il suo ma quello dei clienti. E' chiaro che se un grande operatore, come una merchant bank, decide per una ragione qualsiasi di vendere, fa prevalere un'ondata ribassista. Morale: la banca ha seguito il titolo durante la sua ascesa, i clienti lungo la sua discesa. I primi a partire realizzano i loro benefici, gli altri pagano con delle perdite.¹⁷ La massa di liquidità cresce su sé stessa.

Compiuto il giro delle varie piazze finanziarie questi "agenti principali" tornavano a quella iniziale, quando in essa l'ultimo choc era stato riassorbito. La maggior parte degli investitori possono solo seguire la tendenza, rafforzandola involontariamente coi propri comportamenti, mentre pochi "agenti principali" aspettano al varco il momento di comprare o vendere in controtendenza tosando gli altri. La stessa struttura d'incentivi dell'*investment management* induce, poi, a un comportamento di gregge, a causa dell'assunzione di rischi ignoti alla grande maggioranza degli investitori; il gregge galoppa unito, nessuno volendo perdere l'ultima fetta dei profitti che il meccanismo assicura per un certo tempo.

L'impersonalità del "mercato" diventa un miraggio, di cui la grande speculazione, per esempio, si è servita, per attirare il "gregge" borsistico verso un dato titolo, per poi giocare in senso inverso, quando il risultato era stato raggiunto. Il broker è solito liberarsi dei titoli scottanti rifilandoli sul conto dello sprovveduto cliente, che non ha praticamente nessun potere di controllo. Tecniche nate per minimizzare il rischio di chi investe erano diventate semplici mezzi per spillare quattrini. Il "risparmiatore" che si rivolgeva a una banca o a un fondo sperando di ottenere un guadagno non era in grado neppure di orientarsi nella complessa casistica di cui prima si sono dati alcuni esempi.

rischio per loro, occupando posizioni monopolistiche nella gestione del rischio, controllando i mercati grazie alla forza delle loro posizioni e potendo contare su una classifica altissima da parte delle agenzie di rating. Pur ammettendo la possibilità di qualche pericolo, *The Economist* era ancora pieno di ammirazione per le performance della Goldman Sachs e l'additava come una società modello. Si veniva a sapere, però, che la segretezza era alla base della gestione, per cui questa "società-modello" faceva sapere ben poco sulle sue attività effettive. *On the top of the world e Behind the brass plate*, "The Economist", April 29th 2006, pp. 9-10 e p. 69.

¹⁶ Hamilton, *op. cit.*, p. 123.

¹⁷ G. de Bernis, *Régulation du développement dans le contexte de la "mondialisation"*, "Economies et Sociétés", Série F, n. 36, 1/1998.

E' impossibile accertare l'origine dei profitti delle banche d'affari. Queste stipulano molti contratti *over the counter*, cioè contratti calibrati sulla misura dei clienti e ad alto rischio. Mentre gli *swaps* avvengono soprattutto fra operatori finanziari, le opzioni hanno coinvolto sempre più i semplici privati. Il fatto di poter vendere dei titoli sulla fiducia, data l'ignoranza degli acquirenti, incoraggia operazioni spericolate. Il "rischio sistemico", implicito nella globalizzazione dei mercati finanziari, consisteva propriamente nel fatto che, rendendo sempre più "liquide" e remunerative le posizioni loro affidate e quelle proprie, le *merchant banks* avevano varcato il limite oltre il quale la "liquidità" divorava sé stessa. Per esempio, la Lehman Brothers il cui fallimento ha provocato nel 2008 il ritiro dei titoli in custodia presso le merchant banks, disponeva di un hedge fund che è stato molto attivo nel corso del 2007 come gli altri i quali, nettamente in controtendenza per quell'anno, avevano registrato guadagni. Gli hedge funds, inclusi gli hedge funds delle merchant banks che sono fallite, avevano avuto degli attivi nel 2007, quando la crisi già era avanzata; e così si mettono in moto automatismi potenti e perversi. Il valore matematico delle opzioni è una funzione esponenziale della volatilità dei mercati, essendo fondato su procedimenti matematici automatizzati (program trading) che seguono la tendenza, per cui gli hedge funds non possono che aver venduto nel 2007, quando hanno guadagnato, man mano che procedeva l'ondata ribassista. Si può ipotizzare che non possano averlo fatto, se non vendendo essi stessi i Cdo, cioè i titoli "tossici" legati ai sub-prime. Nell'interpretazione del crollo dell'autunno 2008, vi è stata una sottovalutazione del ruolo svolto dalla speculazione quando la crisi era già in corso. Può essere stato che anche la Lehman, attraverso il suo hedge fund, abbia guadagnato per un certo tempo vendendo; ma, se è così, non è stata la crisi dei subprime a provocare il fallimento della Lehman, ma un meccanismo speculativo che ha finito per divorare sé stesso.

Mentre l'esperienza accumulata nella cosiddetta "gestione del rischio" aveva spinto molte banche a impegnarsi in "attività" sempre più rischiose, erano stati inoltre molti clienti a volere un intermediario che mettesse anche il proprio denaro – sia pure al prezzo di rischi – in vista di guadagni più alti.

Le merchant banks di New York avevano in custodia i titoli non solo degli investitori istituzionali, come i fondi pensione e le assicurazioni, ma anche quelli di molti hedge funds. Il ritiro del loro prestito titoli da parte degli hedge funds nel 2008 e degli investitori istituzionali ha causato allora il crollo delle "big five" (Merrill Lynch, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bear Stearns). Quando gli hedge funds e gli investitori istituzionali hanno cominciato a ritirare i fondi lasciati in custodia, perché temevano il fallimento delle stesse banche d'affari, si è bloccato tutto il meccanismo che aveva retto per quasi trent'anni i mercati finanziari. Nel momento in cui l'olio è venuto a mancare, perché i clienti hanno smesso di versarlo, il motore si è fuso.

La "rivoluzione" finanziaria, dove il denaro raggiungeva la massima velocità, ha attirato una popolazione equivoca come i suoi commerci. Come uno specchio deformante la "rivoluzione" finanziaria ha mostrato il volto delle società in cui ha operato. Attraverso i centri nodali del denaro, si è rivelata la composizione delle società cui appartengono come attraverso potenti lenti d'ingrandimento: è stato lo specchio dove occorre guardarsi per riconoscersi di sbieco, perché ha fornito l'essenziale che non è ammessa apertamente.

Queste operazioni possono essere ricostruite solo tenendo conto delle forme d'interazione a grande distanza dovute alle telecomunicazioni, degli attori e delle strutture, del modus operandi di merchant banks e di hedge funds, del cash flow delle imprese e della condotta delle agenzie di rating, del FMI e dei governi, e delle nuove tecniche finanziarie (considerando le astrazioni neo-neoclassiche come un contributo o magari come base degli errori commessi). La speculazione poteva servire come approssimativo termometro della salute delle aziende e delle finanze statali. Da tempo non è più così. Il sistema astrati proprio delle obbligazioni strutturate, suddivise in diverse tranches a seconda della rischiosità dei debiti contenuti, rende molto vago o perfino inesistente il rapporto con i beni e servizi reali. Stiglitz ha chiarito il concetto come segue: dal prezzo della panna e da quello del latte scremato, possiamo calcolare il prezzo del latte che contiene un 4 per cento di panna, del latte che ne contiene il 2 per cento e di quello che ne contiene l'1 per cento. Dato che i titoli costruiti su altri titoli sono a loro volta oggetto di contrattazione, ci si allontana sempre più da un "bene" effettivamente trasferibile; si arriva al latte senza panna (e forse ... senza latte).¹⁸ Vi sarà pure un sottoprodotto *allocativo*, cioè un effetto sull'economia dei beni e dei servizi; ma quale? Nel caso del casinò di gioco, chi perde dovrà rinunciare, tornato a casa, a certe sue spese, a certi consumi o a certi investimenti, chi vince si troverà nella condizione opposta. Ma nessuno si sognerebbe di dire, in questo caso, che questa redistribuzione avvicini a un'allocazione valida, per non dire "ottimale", delle risorse (cioè all'equilibrio). Inoltre, si tratta, appunto, di una redistribuzione, si vince quello che un altro perde (meno il guadagno del banco che, in questo caso, è – o era – la banca). E' bene insistere ancora sul fatto che tutto questo è stato qualcosa di ben diverso dal mettere in relazione la preferenza per la liquidità degli investitori con degli effettivi investimenti a lungo termine provvisti di utilità sociale. I mercati finanziari, in quanto fondati sulla preferenza per la liquidità sono volatili, le produzioni no. Ma la terminologia inganna: già dire "mercati finanziari" porta a trascurare che coloro che hanno alimentato la "rivoluzione" finanziaria (e magari ne sono usciti con le ossa rotte) inserivano nelle loro equazioni il margine di guadagno, il

¹⁸ Esempi di contratti sono: gli *swaps* che sono contratti in cui due parti (banche) si scambiano alcune delle rispettive posizioni (per esempio, debiti o crediti); i contratti di opzioni, che trasferiscono il *diritto* di comperare o vendere un "valore" sottostante; gli *structured notes*, che legano il pagamento degli interessi all'andamento del prezzo di un "valore" di riferimento o di un saggio d'interesse o indice; i *coupon strips*, che hanno a che fare col diritto al pagamento degli interessi periodici ma non al rimborso del titolo alla scadenza; le *stripped bonds*, che, all'opposto, trasferiscono l'obbligazione ma non gli interessi; i *coupon payments*, che comportano il pagamento fisso d'interessi periodici al possessore di un'obbligazione fino alla scadenza; il *carry cost*, cioè la differenza tra il costo dell'interesse per prendere a prestito fondi per acquistare un titolo e l'interesse periodico o dividendo ottenuto dal possesso del titolo; i *discount bonds*, obbligazioni che non danno cedole ma un rendimento determinato dalla differenza fra il loro prezzo d'acquisto e il valore alla scadenza; il *reference asset*, che deriva il suo valore da variazioni nel valore di un titolo o indice sottostante (come i *backed assets* precedenti); il *repurchase agreement*, che comporta la vendita di un titolo a una controparte a condizione di un riacquisto a un prezzo fissato a una data futura; le *straight bonds*, obbligazioni ordinarie redimibili al termine di un determinato periodo al prezzo stesso dell'obbligazione (alla pari), corredate di una cedola per il pagamento di un interesse prestabilito; le *zero-coupon bonds*, per le quali viene calcolato un tasso d'interesse per il periodo fino alla scadenza e le obbligazioni sono poi emesse a un prezzo uguale al valore nominale meno l'equivalente dell'interesse così calcolato. J. A. Kregel, *Derivatives and global capital flows: applications to Asia*, "Cambridge Journal of Economics", 1998, 22, pp. 677-692.

rischio, la durata, ma vi mescolavano altre incognite che le falsavano, incognite irriducibili perché essi stessi non le conoscevano. Se queste rivalutazioni passano attraverso soggetti (individui qualsiasi o gestori) che voltano come un guanto l'illecito nel lecito, che vedono soltanto denaro nudo, spogliato dei suoi orpelli, denaro come un bene in sé, il vagare dei capitali non è stato più un passaggio, una transizione, ma lo scopo di tutto, per ciò che lasciava nelle mani di coloro ch'erano in grado di seguirne e "controllarne" il movimento. E' caratteristico che non vi sia stato neppure un tentativo di spiegazione logica di tutto questo. Nessuno si è preoccupato di stabilire quale sia stato il sottoprodotto *allocativo*, cioè l'effetto sull'economia dei beni e dei servizi, della "rivoluzione" finanziaria. La spinta alle innovazioni è venuta dalla ricerca di tecniche per minimizzare e magari annullare il rischio in attività che, per la loro natura, dovrebbero essere fondate sull'accettazione del rischio. Sono tutti esempi di come si possa operare nel mercato del rischio cercando di fare in modo da non perdere mai, come certi frequentatori di casinò provvisti di tecniche per sbancare il banco. Del resto, l'ethos delle banche è fondato sul principio che i clienti possono perdere, ma le banche no: non possono perdere, debbono solo guadagnare.

In questo caso il banco è risultato il sistema complessivo e si è visto come garanzie contro il rischio individuale (in sostanza, dei gestori) abbiano accresciuto il rischio sistemico, cioè il rischio di sbancare il casinò globale. "L'idea di virtù borghese è stata eliminata dalla concezione di società borghese di Friedman", è stato scritto a proposito di uno dei principali guru della "rivoluzione" finanziaria, Milton Friedman.

7

Sul piano dello spazio "globale" le conseguenze dei rischi finanziari sono diventate incalcolabili e non compensabili. L'economia standard ignora le asimmetrie e le altre eterogeneità del mondo reale, per riferirsi ad uno spazio omogeneo di concorrenza. Che frammenti di teoria neoclassica potessero diventare una nuova ideologia era difficilmente prevedibile. Ricostruire gli adattamenti della teoria neoclassica, per farne la base della *new economy*, non è semplice, proprio perché si è trattato di una tendenza ideologica e non teorica. Lasciata sempre nel vago, la formula del mercato autoregolantesi non potrebbe significare altro, se non che ogni impiego finanziario, in quanto razionale, concorre all'assegnazione "ottima" delle risorse.¹⁹

¹⁹ L'idea del mercato è centrata sullo scambio; è lo scambio a organizzare tutto il sistema: ma lo scambio avviene sulla base dell'utilità, vale a dire si assume che gli scambisti siano in grado di entrare nel mercato sapendo con esattezza ciò di cui hanno bisogno, sia come produttori sia come consumatori. Non è importante ora discutere l'esatto fondamento di questa proposizione: cioè il grado di razionalità dei soggetti, le caratteristiche delle cosiddette funzioni di produzione e delle funzioni di utilità, il modo più o meno accurato in cui erano formulati i cosiddetti postulati della teoria. Quel che conta è che si ragionava sullo scambio sulla base del senso comune: si scambiava qualcosa, che fosse una prestazione lavorativa o un manufatto o un prodotto agricolo, essendo relativamente certi dell'utilità di ciò che si otteneva in cambio: un salario, un prezzo, un bene. Il limite della teoria non stava tanto nella sua erroneità, quanto nella sua banalità; e, inoltre, nella sua eventuale pericolosità se trasformata in una visione del mondo. Mentre Milton Friedman aveva "dimostrato" che non importa la rilevanza fattuale degli assunti per giudicare il valore di una teoria, la formulazione dell'equilibrio di Kenneth Arrow costruiva il concetto di equilibrio senza curarsi per l'appunto del realismo degli assunti, ma puntando solo a offrire un'elaborazione matematicamente avanzata e compiuta in un'atmosfera completamente rarefatta di pensiero. Arrow e altri avevano

Se fosse razionale, il neoliberismo sarebbe fondato, in ultima analisi, su certi assunti dell'economia standard, quali l'atomismo e la razionalità degli agenti, le funzioni di produzione lineari e omogenee, la divisibilità dei fattori della produzione, ed altri ancora che, con piccole differenze fra gli autori, costituiscono l'insieme dei postulati sui quali la teoria è costruita. Già questi assunti trascurano la maggior parte degli elementi del mondo reale, dalle economie di scala ai condizionamenti subiti dal consumatore, dagli oligopoli alle differenze nazionali o regionali (o fra altri gruppi sociali) di reddito e/o di produttività. Per di più, Friedman aveva "dimostrato" che non importa la rilevanza fattuale degli assunti per giudicare il valore di una teoria.

I recenti teorici, senza revisione esplicita della stessa teoria neoclassica, ne hanno rifatto a modo loro i fondamenti, grazie all'incontro temporaneo tra certi frammenti della teoria e certe tendenze dell'opinione pubblica. Sembra che fosse venuta prima la teoria, se è vero quanto scrive Chancellor secondo cui il nuovo slancio dei "derivati" cominciò da un'apologia della speculazione compiuta da Milton Friedman cui seguirono delle applicazioni nel campo dei contratti a termine su valute, grazie all'appoggio che un finanziere di Chicago diede alle idee di Friedman.²⁰ Il monetarismo di Friedman, da una linea iniziale nata per punire gli speculatori riducendo l'offerta di moneta, era passato a proporre la speculazione come metodo principe per l'allocazione delle risorse.

Il funzionamento degli attuali mercati finanziari apparirebbe del tutto incomprensibile secondo la teoria neoclassica ortodossa dell'interesse, che pure dovrebbe essere il sostegno implicito del sistema. L'interesse sarebbe, secondo la teoria detta neoclassica, un premio per l'astinenza, vale a dire per la rinuncia a consumare.²¹ Il concetto di scambio, centrale in tale dottrina, viene riferito allo stesso soggetto individuale: questi confronterebbe, per dir così, il potere d'acquisto attuale con quello futuro di una somma di denaro e scambierebbe quello futuro con l'attuale in cambio di un interesse. I capitali si distribuirebbero secondo la produttività marginale degli impieghi. Le variazioni del saggio

dato un'apparenza strettamente scientifica a un principio ideologico qual è quello della mano invisibile. E si può dire che ciò fosse legato all'estremo tecnicismo matematico della teoria economica negli anni '50 e '60; sembrava importante formulare i concetti rispettando gli standard scientifici della matematica pura e della statistica piuttosto che considerare la rilevanza fattuale (che non è mai data dalla sola statistica), politica e etica dei concetti.

²⁰ I "derivati", osservava Chancellor, esistono da tempi remoti. Già il "riporto", la tecnica bancaria per mezzo della quale lo speculatore non è tenuto a versare la somma per i titoli che acquisterà "a termine", è una forma di derivato, perché il diritto (o premio) su quegli stessi titoli può essere venduto. Il vero problema è stato quello della proliferazione incontrollata dei derivati. Un passaggio importante nella proliferazione dei derivati fu la decisione della *Commodity Futures Trading Commission* di considerare non necessario assistere all'effettiva consegna del bene per le transazioni con *futures* e che il regolamento in contanti era un'alternativa accettabile. La decisione aprì la strada all'introduzione di una miriade di indici di contratti su *futures* in una serie di borse. Nel 1982 il *Chicago Board of Trade* introdusse l'opzione sui *futures*. Essendo il *future* un contratto a termine che, in quanto tale, già include un diritto sul risultato alla scadenza, un'opzione su un *future* è già un derivato alla seconda potenza ed esemplifica il meccanismo di *leverage*.

²¹ L'impersonalità può dare l'impressione dell'obiettività, come non può quasi mai una contrattazione fra persone; se a decidere è un prezzo, si potrebbe star sicuri, non hanno operato circonvenzioni o altre suggestioni; inoltre – ed era questo l'argomento forte di Friedman – non si è sottoposti a nessun altro. Ciò sarebbe vero se valessero i presupposti del mercato di concorrenza pura e completa: in condizioni di concorrenza il prezzo, almeno rispetto al problema della scarsità, è un indicatore più indiscutibile di una disposizione amministrativa o di una contrattazione diretta fra persone; perfino nel caso della speculazione compiuta da persone avidi e incompetenti potrebbe non esservi alternativa al prezzo impersonale stabilito dal mercato.

d'interesse rifletterebero la destinazione dei capitali fra i vari impieghi possibili. Tendendo i saggi d'interesse all'*equilibrio*, si raggiungerebbe un'assegnazione ottima dei capitali, assumendo l'esistenza di una relazione del tutto inesistente, quella fra investimenti speculativi e allocazione ottimale delle risorse.

Nulla di tutto questo nei teorici della *new economy*. Erano passati in secondo piano l'utilità marginale in senso stretto, la teoria dell'interesse di Böhm Bawerk, la concezione della moneta di Robertson (la teoria del velo monetario), l'equilibrio come concezione rigorosa, le effettive teorie della produzione e del consumo e, in realtà, gran parte dell'impalcatura sistematica. Si era trattato solo dell'utilizzazione di frammenti della teoria impiegati, per lo più, in funzione del conseguimento di determinati effetti sull'opinione pubblica. La teoria era stata il modo in cui era stata data una copertura al caos.²² Ma ciò era bastato ad assicurare che il perseguimento dell'interesse egoistico è quanto di meglio si possa fare non solo per sé ma anche per la società. Vi erano stati sviluppi tecnici in materia finanziaria (che avevano consentito ad alcuni dei loro autori di vincere dei premi Nobel), e questi avevano raffinato certi procedimenti probabilistici per il calcolo matematico del rischio distogliendo ancor più l'attenzione dall'effettivo ragionamento sottostante, ma confermando l'opinione che quanto stava avvenendo avesse una seria base "scientifica". Dal concetto di scambio proprio del senso comune si era passati, quasi impercettibilmente, all'idea che lo scambio è valido in ogni caso, quasi indipendentemente da ciò che si scambia, estendendo a dismisura l'area di applicazione della "mano invisibile".²³

²² Questa posizione era stata, come si vede dal *Saggio* del Robbins, almeno in parte una conseguenza dello sforzo di opporre una barriera alle fortissime pressioni ideologiche della prima metà del XX secolo: di fronte ai ragionamenti accurati propri del procedimento logico-sperimentale, si poteva pensare, anche i più esagitati dovranno calmarsi; ed era stata questa la linea su cui si era sviluppata l'economia post-bellica. In realtà, nel dopoguerra, non essendovi state per circa un ventennio vere pressioni ideologiche nei principali paesi occidentali, questa più che un'estrema linea di difesa politica era diventata una linea di attacco accademica, senza impedire, peraltro, sviluppi scientifici e politici veri e propri nel caso dei pochi autori versati sia sul piano formale sia su quello del realismo e dell'impegno etico-politico. Ma Robbins e gli altri formalisti non avevano considerato che il "rigore", se non è sostenuto da vera cultura, diventa facilmente dogmatismo.

²³ E' difficile, e quasi inutile, mettere in discussione gli strumenti e le tecniche della speculazione, se non si comprendono i principi che sono stati alla base della trasformazione che è avvenuta. Ai diversi problemi che sono stati elencati non si troverà una risposta finché si resterà sul terreno in cui possono esercitare a loro agio un'influenza le idee dominanti delle posizioni dominanti, di cui occorre continuare, invece, a esaminare i presupposti. Alla base del principio della "mano invisibile" vi è l'idea che, grazie al mercato, l'egoismo individuale si trasforma nell'interesse generale. Il punto di partenza, per ricostruire il fondamento primo di quest'idea, è il modello elaborato da Hobbes di una società i cui membri sono mossi soltanto dall'interesse egoistico. Hobbes giungeva alla conclusione che, in una società del genere, è possibile soltanto una guerra di tutti contro tutti. Poi venne Locke, il quale non smentì il presupposto di Hobbes ma, correggendolo per mezzo della tradizione giusnaturalistica di origine medievale, lo ammorbidì osservando che l'egoismo individuale può essere messo d'accordo con l'interesse collettivo purché sia "bene inteso", cioè temperato da considerazioni di lungo periodo. Cominciò un suo lungo cammino il principio dell'armonia degli interessi. Ne emerse un modello ambiguo che voleva essere tanto una descrizione quanto un principio normativo. L'armonia degli interessi era tanto ciò che risultava dall'interazione degli interessi bene intesi quanto una regola cui aspirare. La teoria neoclassica, mettendo da parte i presupposti filosofici, ha trasformato in un insieme di "teoremi", questa dottrina. Proprio come nel caso dell'armonia degli interessi, s'introduce un concetto, l'equilibrio, di cui si lascia volutamente nel vago, se sia una descrizione di ciò che accade o un canone regolativo cui tendere. Un tempo si discuteva sul significato della teoria neoclassica di cui anche i più ardenti suoi sostenitori non negavano l'alto grado di astrazione e il carattere di semplice approssimazione alla realtà. Da circa trent'anni, affermatasi l'ideologia

Il “mercato” era diventato un’entità miracolosa. Rendimenti crescenti, economie esterne, investimenti indotti, effetti di trascinamento, indivisibilità, processi cumulativi, informazione, innovazione, sono, invece, tutti elementi costitutivi delle economie reali. Vi sono, inoltre, le posizioni dominanti di cui si occupò soprattutto François Perroux, che considerava anche il potere e l’influenza come dei fattori distinti. Si parla, spesso, in materia di globalizzazione, di ristrutturazione dello spazio economico, senza tener conto che la cultura economica dominante, quella anglosassone, ha avuto ben poco di rilevante da dire a proposito dello spazio economico. Si sarebbe potuti partire, piuttosto, dall’opera di Perroux, che di tale spazio economico si era occupato a lungo, giungendo fino alla ricostruzione di un’interdipendenza globale ben diversa da quella neoclassica: dinamica, asimmetrica, modellata (in parte) dagli agenti attivi, ma non riconducibile ad attori che esercitano un potere quasi assoluto. Interessante ora è l’aspetto apparentemente più elementare del contributo di Perroux: la distinzione fra lo spazio *banale*, ossia il territorio definito dalle coordinate geografiche e lo spazio *economico*, costruito da un sistema di relazioni (economiche ma non soltanto). Lo spazio economico è qualcosa di diverso dalla somma delle economie individuate dagli spazi *banali*. I legami di settori, o frazioni, delle economie identificabili attraverso il territorio (le economie degli spazi *banali*) con attività esterne rendono necessario, anzitutto, interpretare lo spazio economico costituito da un insieme di relazioni. Riferirsi a questo significa portare l’attenzione su queste economie fondate su “spazi di relazioni” che sfuggono a una localizzazione precisa. Quanto più le relazioni a distanza all’interno dello spazio economico sono numerose, tanto più il sistema economico globale può essere identificato come un sistema di relazioni in parte indipendenti dagli spazi *banali*. In seguito si possono rimettere al loro posto (e reinterpretare), le economie territoriali nel contesto del sistema globale. Se si mettono in relazione gli spazi di relazione con gli spazi *banali* (nazionali, sub-nazionali, sovranazionali), si possono vedere due cose: il modo in cui questi territori, o spazi *banali*, sono inseriti nelle numerose dimensioni dello spazio economico; la connessione fra queste diverse dimensioni all’interno di ciascuno spazio *banale*.²⁴ Il sistema economico è costituito, certamente, dalle diverse economie nazionali, sub-nazionali, sovranazionali. Attraverso il concetto di uno spazio costruito da un sistema di relazioni (economiche ma non soltanto) emerge l’idea di uno spazio finanziario, in quanto non solo le relazioni di questo tipo sono soggette alle particolari regole che stiamo vedendo che ne fanno un *sistema*, ma anche, e soprattutto, per il suo progressivo sganciamento dalle attività produttive in senso stretto, secondo le modalità già viste.

neoliberista (che attinge liberamente a questo o quel frammento della teoria neoclassica), cautele e precisazioni sono scomparse. Per anni si è andati avanti dicendo, che se la realtà non si conformava, non era a causa di difetti della teoria, ma di applicazioni erronee e insufficienti. Sullo sfondo della teoria, resta sempre il principio hobbesiano del *bellum omnium contra omnes*; ma, mentre per Hobbes questo era il male da evitare, il principio, nella forma più moderna del darwinismo sociale (fino al razzismo), è stato presentato come un ideale sociale, sia pure raramente professato con chiarezza. La storia è una lotta per la selezione dei “migliori”, tali in base al reddito accaparrato.

²⁴ Si potrebbero vedere, inoltre, il grado relativo di sviluppo e le combinazioni possibili di fattori e istituzioni, nel contesto delle differenti dimensioni dello spazio economico variabili nel tempo.

Se non si sono formati o fatti strada economisti in grado di affrontare compiti come questi, di indiscutibile complessità²⁵, è stato anche a causa di certi passaggi storici, che spiegano come abbia potuto affermarsi il conservatorismo a sfondo anarchico che ha trovato proprio nella “rivoluzione” finanziaria una delle sue più vivaci espressioni. L’ondata antistatalista di tipo thatcheriano-reaganiano era stata preceduta da una intensa campagna di sinistra volta a dimostrare che gli sforzi statali di regolazione dell’economia erano soltanto un’attività subordinata e strumentale alle esigenze di espansione del capitale monopolistico. E il capitale monopolistico era stato considerato responsabile di ogni sorta di distorsioni e disequaglianze, del vuoto e della degradazione morale e, inoltre, dell’imperialismo. Vi era già un motivo perché si sommassero l’antistatalismo di sinistra e quello di destra al tempo in cui divamparono le proteste delle minoranze rumorose. I contestatori rifiutavano lo Stato in nome della lotta contro il capitalismo e l’imperialismo, di cui lo Stato sarebbe stato garante; le maggioranze silenziose mugugnavano invece contro lo Stato perché non era capace di garantire legge e ordine. Quando le proteste cominciarono a esaurirsi, con cadenze diverse nei diversi paesi, il terreno era preparato perché vecchi fermenti potessero frasi strada attraverso diversi varchi apertisi nel tessuto civile nel frattempo.

Dopo un certo numero di anni di disordini non accompagnati dall’atteso “crollo” del capitalismo, si realizzarono alcune condizioni perché la psicologia del “crollo” prendesse di mira un nuovo obiettivo: lo Stato, e con argomenti diversi da quelli della precedente protesta. Del resto, vi poteva essere una continuità in vari casi fra l’individualismo anarchico, ch’era uno degli ingredienti della controcultura, e l’individualismo conservatore o

²⁵ Alla base vi è stata la tendenza ad attribuire al mercato la funzione di regolatore supremo, non solo in un senso ideologico, ma proprio come la struttura logica sottostante a un immenso groviglio di transazioni, tanto è vero che gli strumenti che le regolano sono tutti, in pratica, ricavati dai modelli (sebbene in una forma *sui generis*) della cosiddetta economia neoclassica: questa, fin dal tempo di Walras, vedeva nei mercati finanziari i mercati più perfetti, per cui – sia pure con parecchi salti logici – si è potuto arrivare a pensare più di recente che dovessero servire come supremi regolatori. Un circolo fra teorie e prassi, cominciato verso la metà degli anni ’70, aveva dato alla posizione neolibera una forza sempre crescente. La “teoria” ch’era alla base del principio dell’EMH (Efficient Market Hypothesis), era, in verità, lontanissima dall’idea neoclassica strettamente ortodossa di considerare il denaro come un “velo monetario”, ma rifletteva piuttosto i cambiamenti avvenuti nel frattempo, che inducevano a riferirsi a una generica idea di mercato auto-regolantesi, saltando tutti i passaggi necessari. E’ stato facile trasformare le disfunzioni che chiunque può constatare in qualsiasi apparato statale in una critica radicale fondata su un’applicazione dell’utilitarismo sottostante alla teoria economica, cioè in un’interpretazione utilitaristica del comportamento degli amministratori pubblici e dei politici. Se è il guadagno l’unico movente delle persone, come sostiene, in sostanza, il ragionamento economico (lasciando da parte, ora, certe più sofisticate elucubrazioni sulle funzioni del benessere), perché dovrebbero fare eccezione proprio i politici e i funzionari? Così, certe interpretazioni “economiche” della pubblica amministrazione e della politica hanno portato altra legna da ardere alla vampata neolibera. E, man mano che ogni posizione si trasformava in prassi e in istituzioni, nessuno è stato più in grado di controllare i punti di partenza. L’interpretazione delle istituzioni fondata sul metodo dell’utilitarismo filosofico aveva raggiunto il suo apice: se si vedono le istituzioni come nient’altro che un insieme di contraenti, riportarsi alla semplice logica quantitativa del contratto economico non potrà che fare del bene: così i giudici saranno giudicati quantitativamente secondo il numero dei processi portati a termine; i docenti secondo il numero di studenti promossi; i poliziotti secondo il numero di persone arrestate, e così via per tutte le categorie. Le remunerazioni saranno commisurate ai risultati; e il vero garante è il cittadino consumatore mentre alloca i suoi “dollari”.

reazionario. Le relazioni dialettiche fra contestazione e reazione, spiegano dunque come mai ciò che seguì alla protesta non fu una restaurazione, ma una variante del nichilismo. Vi era un punto in cui le due posizioni s'incontravano: ed era nella liquidazione dei valori politici, morali e religiosi, visti come una passività lasciata in eredità dal mondo "premoderno"²⁶. Idee antikeynesiane già erano state avanzate quando cominciò la stagflazione negli anni '70; la polemica contro il *welfare state* si sviluppò mentre montava la marea populista contro le tasse negli Stati Uniti; le aspettative razionali entrarono in scena per negare l'utilità delle misure governative, a causa dei cosiddetti "effetti d'annuncio". La convergenza fra la tesi marxista circa la crisi dello stato fiscale e le critiche reazionarie contro il *welfare state* non era dunque del tutto casuale.

La "rivoluzione" finanziaria ha ispirato alcuni soggetti cinematografici, ma in verità è stata la "rivoluzione" stessa a rappresentare una trasposizione perché la maggior parte dei suoi episodi avrebbero potuto appartenere al cinema. La "rivoluzione" è servita a discolpare il denaro, a liberare l'avidità da ogni senso di colpa. Tanti di coloro che amerebbero vivere *pericolosamente*, ma soprattutto senza esplorare la loro giungla interiore, avevano trovato il loro posto nella "rivoluzione" finanziaria come gestori e brokers; ma non va esclusa l'efficacia di tale forza psichica anche fra i loro clienti. Il culmine ideologico si è raggiunto, quando Milton Friedman è arrivato a sostenere che la democrazia è, in effetti, la democrazia del dollaro, vale a dire fondata sulla "libera" scelta dei consumatori, quando "allozano" i loro soldi fra impieghi diversi; e aveva affermato che, facendo in modo che tutto il complesso delle istituzioni si adegui a questo trincipio, non solo l'economia ma la società nel suo complesso raggiungerà l'ottimo. Le "scelte" dei consumatori erano diventate il fondamento non solo dell'economia ma anche della democrazia.²⁷ La convergenza tra forze di sinistra e di destra per promuovere la soppressione dei divieti o, meglio, il capovolgimento delle norme, aveva dato efficaci

²⁶ E' caratteristico che uno dei maggiori esponenti del pensiero neoconservatore statunitense, Irving Kristol, muovesse l'"accusa" di aderire a valori pre-moderni contro gli economisti radicali dissidenti, in verità per questo lato del tutto innocenti.

²⁷ Gli analisti, benché quasi sempre privi di conoscenze teoriche veramente approfondite, ragionavano come se i mercati finanziari fossero formati da soggetti atomistici, razionali e senza altri riferimenti che non fossero i prezzi, quindi le stesse quotazioni dei titoli; e, anche a causa dell'integrazione delle tre principali piazze mondiali di New York, di Londra e di Tokyo, si ragionava come se ci si fosse di molto avvicinati a un mercato di concorrenza pura e completa. Sullo sfondo v'era una teoria economica che aveva portato a un grado di raffinatezza notevole la questione del metodo e, soprattutto, il concetto di equilibrio, senza neppure più preoccuparsi di sondarne la rilevanza sul piano della realtà e dei valori. Del ragionamento neoclassico era rimasta soltanto la vaga idea del mercato autoregolante che, del resto, non era mai stata riesaminata in modo approfondito nell'area neoclassica. Questa rappresentazione della realtà, ovviamente falsa, ha influenzato profondamente la realtà stessa, sia perché coloro che vi credevano – come i dirigenti del FMI – disponevano di vari mezzi per determinare i comportamenti, sia perché i "prodotti finanziari" incorporavano nozioni di questo tipo. Ma questo concetto poteva però servire a dare un senso di sicurezza ai fautori strettamente ideologici del mercato autoregolante; poteva far credere loro che si stessero muovendo su di un terreno assolutamente stabile (come avrebbero provato anche i diversi premi Nobel ai teorici di questo tipo). Attraverso la profezia che si autoavvera, una rappresentazione falsa della realtà può durare a lungo, può durare perché diventa in parte vera attraverso l'influenza che essa esercita. Il ritorno della teoria neoclassica (o, meglio, di suoi frammenti separati dal contesto) è stato soprattutto una tendenza ideologica. Ma quando una tendenza ideologica si propaga nelle istituzioni, quando le università e le scuole di economia, le aziende più importanti e le banche applicano le tecniche finanziarie fondate sugli assunti di quell'ideologia, essa diventa reale solo perché è creduta vera. Per dir così, non era la teoria che si era avvicinata alla realtà, ma, piuttosto, la realtà che si era avvicinata alla teoria.

sollievi a certi grandi bambini che si annoiavano, permettendo loro (soprattutto negli Usa) di sbarazzarsi degli ultimi residui di etica protestante che ancora sonnecchiava in loro. Le impunità di cui godevano erano una rivincita sulla burocrazia, sui funzionari del fisco; e non si può escludere, specie se si pensa a certe esperienze di capitalismo democratico, che alcuni dei nuovi finanziari si fossero visti per qualche tempo come dei giustizieri o bucanieri degli scambi le cui azioni spericolate non dovevano arricchire soltanto loro, ma esercitare una giustizia distributiva a modo loro, sfidando le forze dell'ordine e il buon senso.²⁸ Queste sono le forze psichiche liberate dalla singolare miscela ideologica fra anarchia conservatrice e “rivoluzionaria; esse si sono manifestate attraverso la “trasfigurazione” assicurata a molti dalla “rivoluzione” finanziaria.

²⁸ Il processo che più ha spostato il mercato del denaro dal prestito alle scommesse è stato la *securitization* (che alcuni traducono finanziarizzazione): significa, nel senso più stretto, il cumulo dei crediti che apportano rimborsi e interessi regolari – ipoteche, leasing, per esempio – in unità che possono essere vendute come obbligazioni produttrici di reddito. Quando il sistema d'intermediazione serve a sostenere delle scommesse, queste possono proliferare, l'unico limite trovandosi nel versamento effettivo, a date scadenze, delle somme (o altri valori) corrispondenti alle scommesse effettuate. Si sono formati così mediatori finanziari che si occupano soltanto di questo, vale a dire di facilitare gli impieghi (in scommesse) delle somme di grandi detentori di denaro e quasi denaro; ma anche i mediatori finanziari più tradizionali, come le casse di risparmio, svolgono operazioni di questo genere. Mentre il prestatore (banca o usuraio) conta sull'affidabilità del suo cliente, che conosce, soppesa, per essere certo che gli restituirà il denaro, diverso è il caso delle scommesse. Una massa di “risparmiatori” può vedere accresciuto il rendimento del proprio denaro se questo è direttamente utilizzato in partecipazioni proprietarie (azioni) o in prestiti diretti (obbligazioni) a imprese. Coloro che sono disposti a comperare i titoli in questione non sono interessati né alla comproprietà né al prestito diretto alle imprese; lo fanno solo perché si aspettano che il valore dei titoli salirà. Confrontano il “certo”, la spesa per l'acquisto dei titoli, con l'incerto, il rendimento futuro. Come ha osservato un ex gestore, Henry Kaufman, già dirigente della *Salomon Brothers*, una delle maggiori *Merchant Banks* di New York, a proposito della “speculazione stabilizzatrice” che sarebbe assicurata dai derivati, dipendendo la volatilità dagli effetti della leva finanziaria prodotta dai nuovi strumenti, non si poteva proprio dire che questi, benché tali da rendere più redditizi singoli scambi di posizioni, portassero all'e-quilibrio: “... because bonds and equity futures make it cheaper to switch positions, they can divert transactions that ordinarily would have been in the associated cash markets. In doing so, they also introduce phenomenal leverage into the system. It is this insertion of greater leverage that can make for greater volatility in the system, whether or not the speculators' action can, at the end of the day, be judged 'stabilizing' in some abstract sense ... In my judgment, ... variation over time comes from the ability to apply leverage. In more placid times, when volatility was less than it is today, that ability was constrained.”²⁸ Era dunque, perfino un esperto di speculazione ad avanzare seri dubbi sugli effetti stabilizzatori della speculazione. Nella finanza tradizionale, vi era il modo di mettere d'accordo, entro certi limiti, la volatilità conseguente alla preferenza per la liquidità con il finanziamento di attività con rendimenti almeno a medio termine, perché il riferimento alle attività che oggi si direbbero “reali” c'era. Funzione della finanza era principalmente quella di conciliare il carattere fisso degli impianti e delle altre attrezzature con la preferenza per la liquidità dei “risparmiatori”. I mercati finanziari consentivano il finanziamento degli impianti fissi, frazionando il capitale in quote ridotte e, soprattutto, negoziabili, in modo da permettere a chi le deteneva di recuperare facilmente le somme investite. In questo modo, lo speculatore, senza volere, svolgeva un'attività socialmente utile; contribuiva al finanziamento della produzione. La pressione della tesi dell'EMH è stata tale che ci è voluto non meno di un complesso studio di Jan Kregel (un economista della scuola di Joan Robinson) soltanto per dimostrare che i “derivati” avevano contribuito alla crisi nell'Est asiatico del '97, contro l'opinione corrente degli analisti per i quali i derivati potevano soltanto equilibrare il mercato. Il vantaggio sociale va messo in relazione con la “presunta” funzione allocativa dei mercati finanziari. Kregel, art. cit.

Da tempo la politica internazionale è un gioco che sta a metà tra la politica da casinò e la roulette russa e nel quale vengono rinegoziate le competenze e le regole – non solo quelle che intercorrono tra la sfera nazionale e la sfera internazionale, ma anche quelle che regolano i rapporti tra l’economia globale e lo Stato, tra l’economia globale e le organizzazioni sovranazionali.

La logica dello stato d’emergenza è stata l’unica possibile; essa aveva trovato, nel corso della sequela di avvenimenti avviatasi da settembre-ottobre 2008, la sua espressione (temporanea) nella decisione del primo ministro britannico Gordon Brown di procedere a delle vere nazionalizzazioni, facendone allora il vincitore (molto temporaneo) nella gara fra i governi per il miglior piano di salvezza della finanza mondiale, essendo stato seguito più o meno scopertamente anche dagli altri principali paesi. La logica dello stato d’emergenza non ha potuto che continuare, perché non si può controllare qualcosa di cui nessuno può sapere cosa sia e come si sviluppi.²⁹

Al tempo della crisi del ’97, si accusarono le banche, i conglomerati pubblico-privati coreani (i chaebol), infine il “crony capitalism”, il “capitalismo corrotto” che sarebbe stato proprio dell’Oriente; e le correzioni richieste da parte del FMI e delle altre autorità riguardarono i controlli sui bilanci pubblici, altre misure di liberalizzazione e una maggiore subordinazione delle aziende alla logica del mercato (per esempio, attraverso le *stock options* per i dirigenti delle aziende giapponesi). In occasione dell’ultima, e più grave crisi, si è cercato di ridurla a lungo a una semplice conseguenza di debitori inaffidabili nel campo del mercato immobiliare.

Come un semplice esercizio per chiarire meglio la differenza tra la logica della scommessa e una finanza agganciata all’economia dei beni e servizi, accenniamo ad alcuni accorgimenti il cui approfondimento servirebbe a ottenere simultaneamente una minore volatilità dei mercati finanziari e una maggiore disponibilità di fondi per le zone più povere del pianeta, (in applicazione della distinzione prima abbozzata fra *territori* e *spazi di relazioni finanziarie* (§ 7) per cercare di rendere questi ultimi più adeguati a quelli fra i primi che si trovano in condizioni peggiori). Già l’economista Paul Streeten, fra l’89 e il ’91, fece delle proposte per affrontare il disordine economico internazionale, introducendo l’idea di un *International Investment Trust*, cui destinare le eccedenze delle partite correnti (ovviamente dei paesi in cui tali surplus erano disponibili), da utilizzare per finanziamenti diretti verso paesi poveri “credibili”. Il carattere utopistico della

²⁹ Per esempio, l’autorizzazione concessa alle società di *private equity* (cioè a operatori come gli *hedge funds*) di acquisire le banche americane gravate da crediti inesigibili mostra come un effetto della crisi sia stato quello di allargare ulteriormente il potere del sistema ombra che ne è stato all’origine. Consideriamone un *hedge fund*. L’*hedge fund* di Delaney aveva scommesso molto sul mercato dei mutui facili e sulla crescita senza limiti dei valori immobiliari. Il verbo “scommettere” si riferisce qui al fatto che i Cdo erano accolti sulla base di certe aspettative degli acquirenti, ovviamente incoraggiate dai gestori del fondo. Delaney doveva 90 milioni di dollari di prestiti alla Deutsche Bank; come i titoli del finanziere della Florida cominciarono a scendere arrivò l’ingiunzione di ripagarli subito dalla banca tedesca, e, siccome non li aveva, la Deutsche Bank si è impossessata degli assets (cioè dei titoli o altro a garanzia) dei fondi per metterli all’asta, lasciando i compratori dei fondi di Delaney con un pugno di mosche in mano. Come possa venire il risanamento da un processo di acquisizioni e fusioni che dia anche a questo tipo di società il controllo di parte del settore bancario è veramente impossibile intendere. Gestioni condotte secondo i criteri degli *equity funds* e degli *hedge funds* non possono che aggravare la tendenza.

proposta era voluto e sottolineato da Streeten, poiché senza utopia – un’utopia “pedante”, precisava Streeten, cioè sostenuta da ragionamenti e dati rigorosi –, senza progetti pensati in anticipo, anche quando le condizioni sono le più sfavorevoli, ci si trova privi di idee e di capacità d’iniziativa quando le circostanze cambiano. Streeten considerava solo pochi aspetti del mondo post-Bretton Woods e aveva poco da dire sulla speculazione e sulla volatilità dei cambi che imperversavano già da anni, avendo alla loro origine i surplus delle bilance commerciali ma anche ben altro che quelli. Era forse stato spinto a fare la sua proposta dal crollo di Wall Street del 1987, che poteva indicare anche un’inversione di tendenza. In realtà, da allora la lievitazione finanziaria si è aggravata. Ma, a questo proposito, ci si sarebbe potuti riferire – se la tendenza generale non fosse stata ben diversa –, anche a un’altra proposta. Al tempo del G8 di Genova del 2001, che finì drammaticamente, uno dei temi agitati da alcuni dei no-global fu quello della Tobin tax. Si trattava dell’idea di tassare in modo appropriato i movimenti valutari internazionali per ridurre la volatilità. In effetti, pochi anni prima un gruppo di studiosi aveva considerato i diversi aspetti della soluzione, mostrandone la fattibilità o, almeno, la plausibilità.³⁰ Considerando che una tassa sui movimenti di capitale (peraltro molto bassa) ne ridurrebbe la volatilità che, per comune giudizio, è all’origine delle crisi finanziarie, le obiezioni a questa proposta potrebbero essere solo di natura tecnica; ma a queste si è già risposto nel ’96. La proposta di Tobin integra quella di Streeten. Occorre rieducare i mercati finanziari agli investimenti a medio-lungo termine socialmente utili. Gli investimenti socialmente più utili per il pianeta nel suo complesso sono quelli destinati al miglioramento delle condizioni di vita delle masse diseredate di Africa, America latina, e, nonostante tutto quello che si dice, Asia, e delle effettive sacche di miseria e di degrado esistenti nelle aree economicamente sviluppate (come parte del Mezzogiorno italiano). L’esempio serve a mostrare come, per mantenere il legame tra la finanza e la realtà, sarebbero state necessarie delle premesse di valore del tutto diverse da quelle che sono state proprie di quanti, in forme diverse, hanno partecipato alla “rivoluzione” finanziaria; e che questa, come abbiamo cercato di mostrare finora, non è stata una questione tecnica ma di valori, fino al suo esito negli ultimi mesi del 2008.

³⁰ Mahbub ul Haq, Inge Kaul, Isabelle Grunberg (eds.), *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, 1996.