



studio del mese

**Considerazioni
sulla crisi
finanziaria
mondiale**

Dopo il monetarismo

L'attuale grave crisi economica internazionale (cf. anche *Regno-att.* 18,2008,585ss) nata in ambito finanziario-monetario è via via venuta a intersecarsi con altri aspetti di crisi a livello mondiale provocando così pesanti ricadute specialmente per i paesi più poveri. La sfida che si apre, dunque, è duplice, afferma l'economista Ferruccio Marzano: da un lato è quella d'imboccare con decisione il lungo percorso della riformulazione delle regole di funzionamento del sistema finanziario internazionale, così come si è iniziato a fare nei più recenti vertici economici. Dall'altro quella di mirare al coordinamento delle politiche economiche, soprattutto per quanto riguarda la lotta alla povertà e lo sviluppo. Dopo l'economicismo degli anni Novanta, si apre, anche a motivo della crisi in atto, un tempo di ripensamento morale sugli strumenti, le regole e le finalità dell'economia internazionale.

La moneta e la finanza *contano* per gli andamenti dell'economia reale – al di là di quanto il commentatore superficiale possa essere stato indotto a ritenere da tante spiegazioni correnti sulla crisi finanziaria mondiale attuale. Ciò, nel senso specifico che, secondo una certa visione dell'economia rivelatasi meno contraddittoria e più realistica – quella che ha trovato nella *Teoria generale* di J.M. Keynes del 1936 e nei suoi continuatori il «punto di non ritorno» e che condivido –, gli andamenti delle grandezze monetarie e finanziarie incidono sempre su quelli delle grandezze reali quali il reddito prodotto, l'occupazione, i consumi ecc.

Se ci chiediamo perché, la risposta è semplice: mentre sono i beni reali che soddisfano i bisogni umani (per consumo e altro), i beni vanno, per così dire, *veicolati* dalla produzione al consumo – così come i fattori della produzione vanno *veicolati* alla produzione stessa – e, allora, facendo ricorso a una metafora, mentre i beni possono essere assimilati a ciò che è «la benzina» per il motore a scoppio, moneta e finanza si possono pensare avere nell'economia reale il ruolo che, per tale motore, svolge «l'olio lubrificante».

Come l'olio lubrifica i vari «pezzi» del motore, così moneta, credito, finanza (a questo punto non è necessario fare distinzioni che, invece, occorrerà fare in analisi più dettagliate) agevolano la trasmissione dei beni tra le persone *coinvolte*, rendendo appunto possibili, o più efficaci, le relative transazioni.

Tuttavia, come noto, se si esagera, se cioè nella metafora, si inonda di olio il motore, i diversi pezzi verranno a essere sommersi dall'olio e, per così dire, non si muoveranno *per eccesso di lubrificazione*, mentre non si potranno muovere – facendo attrito l'un l'altro – *per difetto di lubrificazione*. Allo stesso modo, come si comprende, se si è in presenza di «troppa» moneta o finanza, l'economia reale – a livello interno o internazionale che sia – sarà sommersa e, per così dire, *soffocata*, non riuscendo più a *sostenere* la trasmissione dei beni dalla produzione al consumo.

Ora, questo è ciò che si è verificato e si sta ancora verificando a livello mondiale ai nostri giorni, essendo stata *focolaio* di partenza, quanto a quella che si può considerare una vera e propria *epidemia* di disfunzioni e fallimenti in campo economico-finanziario, l'ormai nota *crisi* statunitense dei mutui immobiliari di tipo cosiddetto *subprime*, vale a dire meno affidabili – siccome non forniti di *adeguata* garanzia reale – rispetto a quelli *primari*.

Ma è chiaro che questo attuale non può essere considerato il primo caso del genere, né sarà l'ultimo: e ciò, essenzialmente, perché – come in altri casi consimili nella storia economica – allorché una certa disfunzione, o crisi, si manifesta in un certo «pezzo» di un sistema economico-finanziario, il contagio si diffonde, si diffondono la sfiducia, e il panico, giacché la gente *s'influenza* a vicenda, e allora, per *bloccare* il fenomeno occorre sempre un certo intervento esterno ai mercati, e ciò nella forma di uno *shock* esogeno, oppure e in particolare di un *adeguato* intervento di politica economico-monetaria.

D'altro canto, un caso *simmetrico* e *opposto* è stato quello verificatosi nel celebre *crollo* della Borsa di New York nell'ottobre 1929, con una *crisi* diffusasi in tutto il mondo industrializzato e durata – dove meno, dove più – per tutti gli anni Trenta del secolo scorso, essendosi allora trattato di *crisi* da carenza estrema di liquidità, cioè, riprendendo la precedente similitudine, «da carenza di lubrificante».

Ma in realtà, nella storia dell'economia, si è stati in presenza di tutta una serie di *alti e bassi*, di *crisi* e *ripres*e, tanto da portare molti economisti – tra cui il grande Schumpeter (1939) – a parlare del dispiegarsi dei fatti dell'economia nel tempo come del susseguirsi quasi *regolare* di cicli economici e finanziari, cioè di fasi *positive* e fasi *negative*, così da richiedere un'adeguata, *corrispondente*, impostazione della teoria economica.

Non essendo però il caso di affrontare qui tale tema, procediamo con il nostro discorso in un certo ordine, ma anche prendendolo un po' alla lontana.

La genesi dell'economia

Inizialmente, nel tempo dei tempi, *nasce* prima l'economia reale, e ciò nella misura in cui da nomade la popolazione diventa stanziale, comincia a coltivare la terra e produrre, ma persegue un'economia di autoconsumo e di sussistenza. Poi, piano piano si affermano la divisione del lavoro e il baratto, ancora dopo *nascono* il mercato, la moneta, e lo scambio e, allora, *si passa* da una *duplice* a un'*unica operazione*: contestualmente, da un lato, un certo agente offre beni in cambio di moneta (in effetti, di reddito monetario ottenuto) e, dall'altro, un certo altro agente domanda beni in cambio di moneta (in effetti, di reddito monetario ceduto).

Col passare del tempo, però, l'ammontare di moneta *coinvolta* negli scambi viene *economizzata* sempre più, cosicché quanto richiesto come moneta *transattiva* diventa una quantità *piccola*, mentre un'altra parte dell'offerta complessiva di moneta (di cui non è qui il caso di richiamare il processo di creazione) viene assorbita e utilizzata per essere *conservata* o *tesorizzata* come *ricchezza liquida*.

Non solo, ma, col tempo, si susseguono molti rilevanti fenomeni, che è qui possibile solo richiamare quanto ai seguenti aspetti:

- 1) nasce il credito o mutuo, in particolare nella forma delle cosiddette *cambiali*;
- 2) nascono e si affermano le banche, che svolgono l'intermediazione tra depositi e prestiti, con il relativo processo di *moltiplicazione della moneta*;
- 3) nei rapporti fra paesi *conta* il cosiddetto cambio o tasso di cambio, che concerne il rapporto di scambio fra la moneta di uno e quella di un altro paese;
- 4) le imprese, ma col tempo anche il settore pubblico, emettono titoli a *reddito fisso*, cioè le obbligazioni, ricevendo fondi o capitali finanziari dagli acquirenti, fondi da spendere per finanziare i loro investimenti, e li restituiscono in un certo numero di ratei *corrispondenti* sia a quote del capitale finanziario ottenuto in prestito sia ai relativi interessi, calcolati in base a un certo ammontare fisso per unità di tempo;
- 5) le imprese emettono anche titoli a *rendimento va-*

riabile, cioè le azioni, ricevendo fondi o capitali finanziari dagli acquirenti, fondi similmente da spendere per finanziare i loro investimenti, ma non li restituiscono, in quanto a quei capitali *corrispondono* per i sottoscrittori, gli azionisti, un certo numero di quote del capitale complessivo dell'impresa, bensì pagano a essi ogni anno degli importi di reddito che, in realtà, sono certe quote variabili di profitto per unità di tempo;

6) fra settori, così come fra territori e intere economie, si hanno flussi o spostamenti di *fondi* da contesti in *surplus* (in particolare, le famiglie) a quelli in *deficit* (in particolare, le imprese), così da colmare gli squilibri e ugualizzare i rendimenti fra un contesto e l'altro;

7) col tempo, si è inteso che i titoli o strumenti finanziari vanno creati *in anticipo* rispetto agli stessi fenomeni reali, al fine di stimolarli, guidarli e sostenerli, più o meno a seconda delle situazioni, ed è allora che, se i mercati e gli intermediari non sono sufficientemente *solerti o coraggiosi, entra in gioco la politica economica e finanziaria*, con l'intento d'influenzare e incanalare nella direzione della stabilità e dello sviluppo le scelte e le opzioni di tutti gli operatori, sul fronte reale come su quello finanziario; ed è in relazione a ciò che si è pervenuti a precisare che gli stessi fenomeni inflazionistici non necessariamente sono connessi agli andamenti della moneta e del credito, mostrando vere cause e motivazioni molteplici e più complesse, così come che gli strumenti finanziari non solo e non tanto influenzano l'andamento dei prezzi dei beni, ma anche, e soprattutto, quello del reddito, dell'occupazione, dello sviluppo economico.

Fin qui, si è fatto riferimento sia alla moneta sia alle altre forme di finanza *diretta* – essendo la moneta la forma prima e più *liquida* di finanza –, mentre va notato che tutto ciò ha richiesto, man mano, secoli o addirittura millenni per materializzarsi, essendo così *arrivati* storicamente alla seconda metà del XIX secolo.

Non solo; ma, come in ambito economico reale, così anche in ambito monetario-finanziario le cose hanno mostrato andamenti e trasformazioni sia sempre più veloci e consistenti, sia anche di forma oscillatoria, simili a quelli cui – in modo telegrafico – si è già fatto riferimento in precedenza.

A questo punto, da un lato, per il periodo a cominciare dalla fine del XIX secolo e sino ai giorni nostri, occorre fare riferimento al processo di continua *espansione e complessificazione* di tutto un insieme di titoli o strumenti finanziari, quindi di forme di finanza *indiretta*, cioè di titoli sempre meno *legati* e sempre più *distanti* rispetto all'economia reale, ma da ritenersi comunque *parte* della realtà e del discorso dell'economia; dall'altro lato, occorre considerare in generale il ruolo della cosiddetta *speculazione*, da riguardarsi peraltro nelle sue diverse forme.

In effetti, in primo luogo, va richiamato che i titoli o strumenti finanziari sono nati e si sono affermati col fine di consentire in generale il *passaggio* dei fondi da settori o territori *in surplus* a settori o territori *in deficit*, così come va precisato – ove ve ne fosse il bisogno – che si sono perciò affermati e *complessificati* i mercati finanziari. Va poi aggiunto che non tutto il risparmio finanziario (sostanzialmente proveniente dalle famiglie) si traduce in fi-

nanziamento degli investimenti (sostanzialmente effettuati dalle imprese) e, dunque, in risparmio reale.

In realtà, nella misura in cui quel *surplus* viene convogliato per *coprire* un *deficit* di altri settori che lo impiegano per finanziare spese correnti superiori alle proprie entrate (come noto, questo è stato il caso per tanta parte del finanziamento del *deficit* del settore pubblico, anche di origine *esterna* al paese stesso, com'è stato nell'esperienza recente di tanti paesi, anche gli USA), non si determina alcun risparmio reale complessivo e quindi non si finanzia alcun processo di accumulazione e di crescita reale, benché si possa provvedere ad altre rilevanti esigenze, come lo *spostamento* dai consumi di certe categorie di cittadini a quelli di altre categorie (anche se vi si dovrebbe poter provvedere con entrate ordinarie, e in particolare con la tassazione). Similmente, allorché il *surplus*, che si realizza in certi territori e perviene ad altri (quelli in *deficit*), serve in questi a *finanziare* spese correnti, a volte eccessive o addirittura superflue, si comprende che non determinerà alcun risparmio reale, bensì si ottiene una vera e propria distruzione di risparmio *potenziale*.

In ogni caso, sono da considerare *insieme* sia i flussi di fondi che *passano* nei rapporti diretti tra offerenti e richiedenti fondi, sia quelli che *transitano* attraverso la compravendita di titoli nei mercati finanziari, sia anche quelli *intermediati* dal sistema bancario, e soprattutto dal comparto del *mercato creditizio*, così come distinto da quello del *mercato monetario*; e ciò, in particolare, nelle economie che da antica data sono state più inclini a basarsi su strumenti *orientati alle banche*, rispetto a quelli che privilegiavano gli strumenti finanziari *orientati al mercato*, dunque maggiormente a Francoforte, Parigi, Tokyo, Milano, Madrid che a Londra e New York.¹

La nascita e il ruolo dei mercati finanziari

Ma anche nelle economie in cui le banche tradizionalmente svolgono un ruolo *centrale*, quindi in tutti i paesi industrializzati, il compito precipuo di provvedervi è toccato sempre più ai rapporti *impersonali* e ai diversi strumenti o titoli finanziari negoziati, appunto, sui *mercati finanziari* e concernenti il trasferimento di fondi in modo da garantire la diversificazione e l'assicurazione del *rischio* che sempre comportano le operazioni di credito e debito. Così venivano garantiti gli interessi sia dei sottoscrittori dei titoli e fornitori dei fondi, sia degli emittenti dei titoli e prenditori dei fondi, soprattutto allorché – com'è stato tipicamente il caso – gli stessi venissero usati per finanziare investimenti di largo impegno e a produttività differita quali (ad esempio) quelli per grosse infrastrutture come le ferrovie o le autostrade.

Tuttavia, mentre gli economisti monetaristi hanno insistito esclusivamente sul ruolo nell'economia reale di *ogni* negoziazione in titoli o strumenti finanziari – come si può vedere, per tutti, dalle posizioni emblematiche di M. Friedman⁻², viceversa, la situazione che si è venuta configurando e che è diventata prevalente risulta essere completamente diversa. Va allora sottolineato, una volta per tutte, che un conto è l'obiettivo per il quale i mercati finanziari sono nati e che essi hanno realizzato in una certa fase storica (diciamo, lungo la maggior parte del

XIX secolo), ovvero quella che si vorrebbe che fosse la funzione *autentica* del loro modo di essere e operare, e invece un conto assai diverso è quello che si ottiene analizzando l'esatto modo di essere e di funzionare dei mercati finanziari nella realtà concreta delle economie capitalistiche, e anche di quelle miste come la nostra, lungo la parte finale dello stesso XIX secolo, nell'intero XX secolo e ancor più in questi ultimi anni.

Speculazione

Come già Knight e Keynes,³ per citare solo due maggiori tra gli economisti non-neoclassici, avevano ampiamente e approfonditamente argomentato e com'è più che evidente da qualsiasi analisi specifica che sia stata fatta per i due decenni della fine del secolo scorso e dell'inizio di questo, i mercati finanziari sono venuti sempre più *allargandosi* nonché *allontanandosi* da quella funzione specifica d'intermediazione tra offerta di fondi in cerca d'impiego redditizio e occasioni d'impiego degli stessi in attività d'investimento produttivo.

A proposito occorre intanto richiamare le negoziazioni sempre più consistenti sui cosiddetti mercati *secondari*, negoziazioni che, essendo relative a titoli già esistenti, li fanno soltanto *passare di mano*, e in particolare si concentrano su titoli che sono ricercati da operatori *istituzionali* interessati meno ai rendimenti prospettici dei titoli stessi che ai guadagni *in conto capitale* o rendite finanziarie che si aspettano di realizzare sulla base della *lievitazione* del corso (o prezzo) dei titoli stessi. Ciò, inoltre, è più spesso *provocato* (quando riesce) – non solo nel caso dei titoli finanziari più diversi, ma anche nel caso delle divise estere – *proprio* dall'attività di compravendita dei titoli, vale a dire da un'attività *speculativa* che ha fatto, come fa tuttora, parlare di attività simili alle *scommesse* o ai *giochi d'azzardo*.

D'altro canto, tutto questo si ritrova *amplificato*, anzi *ingigantito*, parecchie e parecchie volte, in quanto sempre più sono venute moltiplicandosi la quantità e proliferando la varietà dei titoli *inventati* e trattati *ad hoc*, soprattutto quanto a quel tipo di strumenti finanziari che si differenziano nettamente dai titoli *sottostanti* e quindi non hanno alcuna *controparte* nell'economia reale. Si tratta dei cosiddetti titoli *puri*, titoli che a un certo punto della seconda metà del secolo scorso hanno preso definitivamente il predominio sui mercati finanziari, vale a dire, dapprima i titoli *derivati* o *titoli su titoli* (*futures*, *options* ecc.) e, ancora più in particolare, i titoli cosiddetti *di seconda generazione* o titoli *sintetici*, nonché, più di recente, i titoli *strutturati*.

È allora evidente in che senso tutto ciò porti anche a un potenziamento del *momento speculativo* delle operazioni e delle negoziazioni che si moltiplicano e si moltiplicano *senza sosta* sui mercati finanziari contemporanei: attraverso un meccanismo *associativo* che coinvolge, sempre più spesso, i continui spostamenti da uno all'altro *pacchetto* di più strumenti *derivati* insieme (com'è il caso, in particolare, con i *sintetici*), si punta a guadagni *differenziali* sempre più alti, mentre si corrono anche rischi *differenziati* sempre maggiori in quanto, proprio, afferenti alla congiunta esecuzione di più contratti insieme.

Ma c'è ancora di più. Come vedremo, quanto alle più recenti operazioni sui titoli *strutturati*, si è pervenuti a operare, per così dire, *su una montagna di carta*, vale a dire di titoli privi di ogni valore *accertabile*, tanto che si è addirittura parlato di titoli *tossici* o *infetti*, a causa dei quali tanti fallimenti vi sono stati e dei quali, in definitiva, non si vedeva l'ora di liberarsi, cosicché ne è derivata la grave crisi attuale della quale non sembra che si veda in tempi brevi la fine.

In secondo luogo, quanto alla speculazione, si consideri che si era *inizialmente* trattato dell'antichissima operazione – di cui c'è traccia nella Bibbia (Antico Testamento), in relazione all'opera in Egitto di Giuseppe, il più giovane dei figli di Giacobbe, al tempo della «grande carestia» – di *arbitraggio nel tempo* per un certo bene, in particolare quanto al grano, consistente nel conservarlo negli anni di raccolto abbondante e renderlo disponibile in quelli di raccolto mancante.

Da ciò si è via via, ovviamente nel corso di tanti secoli, passati a speculare, in particolare, sui titoli o strumenti finanziari, nell'intento, certo, di *guadagnare*, ma svolgendo così un complessivo ruolo positivo di stabilizzazione dei corsi (o prezzi) dei titoli e, a seguire, dell'intera economia.

Gli andamenti sui mercati finanziari

In realtà, prima ancora di quella che sarà *l'invasione dei derivati*, anche trattandosi di titoli o strumenti finanziari *diretti* o *primari*, come argomentato e mostrato in particolare da Keynes (1936), ciò che preme al grosso degli operatori *istituzionali*, quali i vari tipi di società o compagnie finanziarie, divenuti sempre più dominanti sui mercati, è la ricerca dei guadagni *in conto capitale* tramite l'impiego continuo e spasmodico di fondi in titoli sempre diversi, titoli che vengono appunto *passati di mano* più volte, anche nello stesso giorno, e sui quali – *a turno* – si concentra l'attenzione della domanda proprio in quanto domanda *speculativa*. Allora, il corso dei titoli sale, al di là di ogni legame con il loro valore *reale* o comunque *di partenza*, il che porta o, meglio, dovrebbe portare, al momento del *realizzo*, a intascare un (più o meno alto) guadagno *speculativo*. Simile, *mutatis mutandis*, è il discorso allorché il corso (o prezzo) dei titoli scende; ed è con riferimento a entrambi i casi che si parla di speculazione *cattiva* o *destabilizzante*.⁴

Segue anzitutto che, in presenza di qualsiasi titolo o strumento inteso sempre più come fine a se stesso, si giustifica pienamente *la tesi dei keynesiani* secondo la quale *i mercati finanziari sono stati sempre più guidati dalla speculazione cattiva*.

Allora, in una situazione in cui dominino tali attività speculative, vi sarà sempre chi guadagna e chi perde: quindi, allorché si mantengano prevalenti le aspettative ottimistiche, le cose *vanno bene* per i più; ma il contrario accade quando la situazione *s'inverte* e si diffondono le aspettative pessimistiche, che possono anche sfociare in condizioni vere e proprie di panico e di *catastrofe* finanziaria.

È così che, anche indipendentemente – ripeto – dalla presenza, poi divenuta massiccia, dei titoli *derivati*, per

non parlare di quella ancor più massiccia e comunque pernicioso dei recentissimi *strutturati*, si comprendono e si spiegano le gravi e ricorrenti *crisi finanziarie* delle economie capitalistiche che, specificamente, cominciavano alla borsa di New York e si diffondevano poi alle altre principali piazze borsistiche del mondo, come in particolare la crisi gravissima dell'ottobre 1929, ma anche quella più recente, meno acuta, più problematica, dell'ottobre 1987, fino a quella, gravissima, di oggi.

Il ruolo delle autorità monetarie

Vanno pertanto sottolineate le differenze, oltre che le somiglianze, tra i diversi casi di crisi. In particolare, il punto è che – mentre nel 1929 non erano disponibili e non poterono quindi essere usati adeguati strumenti d'intervento e di controllo della crisi da parte delle autorità monetarie, né da parte delle altre istituzioni pubbliche – la situazione è stata diversa nel 1987, allorché, pur in presenza di una *crisi da bolla speculativa* generalizzata – gli strumenti di politica monetaria e d'altro tipo erano disponibili e gli interventi vi sono stati e hanno funzionato.

Ciò, si noti, si è allora realizzato nel solco dell'impostazione keynesiana che, criticata e messa da parte negli anni Ottanta a seguito della *ripresa* delle posizioni monetariste, veniva *rispolverata* dall'allora presidente della Federal Reserve (la Fed, la banca centrale statunitense), Paul Volcker, riproponendosi la sua validità e vitalità. D'altro canto, dobbiamo oggi (autunno 2008) aggiungere che, da allora in poi, regole e strumenti d'intervento non sono più stati *manovrati* concretamente, *benché esistenti*, anche se modificati via via in varie direzioni, fino alla *crisi* odierna, in presenza della quale – come vedremo – si è, per così dire, ripresentato un *copione* simile, ma non identico, venendosi ancora a mostrare come alle *ricette* dell'intervento pubblico, keynesiane e non, non si possa non far ricorso in tutti i casi in cui le condizioni dei mercati finanziari siano tali da risultare *schacciati* dal peso ingombrante e preoccupante dei titoli *derivati*, anzi, oggi, da quello addirittura *maleodorante* dei titoli *strutturati*, o *tossici*, così come negli ultimi mesi si è ben visto che si aveva a che fare.

Inoltre, occorre considerare che, nei decenni più recenti, non solo si è trattato di forte espansione dei mercati finanziari speculativi in tutte le economie *che contano* nel mondo, ma tutti, chi più chi meno, sono stati caratterizzati da notevole *integrazione* internazionale, nel senso che in tutti si quotano e negoziano titoli di ogni genere, sia interni che esteri, come pure emessi dalle istituzioni monetarie internazionali (Fondo monetario internazionale, Banca mondiale ecc.; aspetto sul quale, però, non è possibile intrattenersi in questa sede), sia principali che derivati, così come – mercato, questo, assai rilevante e cui si è già fatto un cenno – le valute o divise estere, nonché i titoli *stirati* in valuta, di molti paesi.

Si noti peraltro che la funzione dei mercati finanziari, in cui si trattano titoli di ogni tipo così come valute estere, *non* va scambiata per quella dei *movimenti internazionali di capitali*. Questi ultimi, come si sa, sono parte dei rapporti economici con l'estero di un paese, riferendosi al cosiddetto *conto capitale* di tali rapporti – i quali vengono

complessivamente contabilizzati nella bilancia dei pagamenti (con l'estero) di un'economia – e consistono nell'afflusso di valuta per i movimenti in entrata e nel deflusso di valuta per i movimenti in uscita. Al di là degli aspetti tecnici, cui si è accennato, qui preme sottolineare che spesso un'economia – e specialmente una *in via di sviluppo* – riesce notevolmente a supplire al *deficit* di risparmio interno, rispetto agli investimenti necessari, tramite il ricorso al risparmio esterno, il che si attua proprio nella forma dell'afflusso di valuta, mentre quelle economie che sono in *surplus* di risparmio interno rispetto agli investimenti realizzati tendono a effettuare l'impiego all'estero, il che si attua appunto nella forma di deflusso di valuta.

È chiaro ovviamente che queste valute, insieme a quelle rivenienti dalle operazioni di esportazione e importazione di beni e servizi, *transitano* per i mercati finanziari, dove costituiscono appunto il *comparto* delle valute o divise estere, negoziate sia *a pronti* che *a termine*, così come vengono negoziati i titoli in valuta e i loro *derivati* (e, negli ultimi anni, lo sono stati i titoli *strutturati*, sostanzialmente *prodotti* negli USA e largamente venduti all'estero).

D'altro canto, oltre ai movimenti internazionali di capitali che si effettuano da economie in *surplus* a quelle in *deficit* di risparmio, per finanziare investimenti e attività produttive reali, vi sono quei movimenti cosiddetti *di denaro caldo* che si effettuano con rapidità sempre maggiore e per importi sempre più rilevanti al fine – come già visto – di *lucrare* dalle differenze di rendimento, fra mercato e mercato, del denaro impiegato a breve e brevissimo termine, così come da quelle fra andamenti *a pronti* e *a termine*. Trattasi sempre più spesso, in questo caso, di movimenti di fondi che sono *in cerca di* rendite finanziarie e che, più precisamente, hanno carattere fortemente speculativo; e ciò, in quanto sono *essi stessi* a provocare le differenze di rendimento *cercate*, in particolare tramite variazioni indotte dei tassi di cambio tra valute. Essi pertanto sono fonte di forti preoccupazioni per le autorità monetarie interne (banche centrali) e internazionali, le quali non sono spesso in grado di gestire e controllare movimenti di fondi tra paesi viepiù consistenti e fluttuanti.

Come si comprende, mettendo insieme queste varie componenti dei flussi internazionali di fondi finanziari e relativi strumenti, si perviene ad avere a che fare, *anche* sui mercati mondiali, con una miscela veramente *esplosiva* di andamenti e di rischi.

Derivati, Internet, deregulation

Se ora ci concentriamo sui motivi per i quali, nell'età contemporanea, si sono avute un'enorme proliferazione dei titoli e contratti finanziari di ogni tipo e una corrispondente amplificazione dei mercati finanziari, la risposta investe, sul piano tecnico, tre ordini di considerazioni.⁵

La prima riguarda l'aspetto, già evidenziato in precedenza, che si riferisce appunto al moltiplicarsi e diffondersi dei titoli *derivati* e soprattutto dei *derivati dai derivati*, essendo l'ammontare di tali titoli trattati assai mag-



giore di quello degli strumenti finanziari *diretti*, in particolare in alcune borse iperspecializzate, e riguardando un ordine di grandezza di parecchi miliardi di dollari coinvolti al giorno.

Come accennato e come lo stesso termine usato mostra, si tratta in proposito di titoli o strumenti finanziari le cui componenti sono altri titoli, anche *derivati*, nel qual caso si parlerà, appunto, di *derivati dai derivati* o, anche, di titoli *sintetici*, e il cui collegamento con l'economia reale è, allora, inesistente. Non solo; ma, come si comprende, l'oscillazione del corso (o prezzo) di tali titoli sarà tanto maggiore quanto più *lontano* è un titolo dall'economia reale, e ciò in quanto il titolo *sintetico* oscillerà in collegamento con quello dei vari titoli *componenti*, ognuno con le sue specificità e particolarità.

In secondo luogo, occorre fare riferimento al ruolo della *tecnologia informatica*, vale a dire al fatto che – a partire dal famoso *Big bang* verificatosi alla borsa di Londra nel 1986 – la negoziazione dei titoli si è ridotta all'uso di un tasto e all'invio di un comando su un computer, cosicché tutto avviene a costo bassissimo e sostanzialmente senza che intercorra alcun lasso di tempo.

In terzo luogo, si è avuto il procedere sempre più spinto delle deregolamentazioni a tutti i livelli, in particolare negli USA, laddove – come già accennato – è stato il caso che, anche se formalmente certe regole *resistevano* per certi comparti del sistema finanziario, in particolare per le banche ordinarie, e tuttavia non venivano *manovrate*, queste non riguardavano affatto le banche d'affari, o d'investimento, né gli altri intermediari finanziari esistenti (in particolare, gli *hedge funds*),⁶ mentre le stesse banche ordinarie venivano di fatto a operare come banche *universali* e, dunque, anche come banche d'affari, e così via.

È evidente che tali processi e prassi non potevano non portare al moltiplicarsi e al sovrapporsi continuo delle decisioni di compravendita di titoli, nonché all'aumento dell'anonimità e dell'intensità concorrenziale nelle negoziazioni, al prevalere di quelle *al margine*, al diffondersi della forte volatilità dei corsi dei titoli in tutti i mercati finanziari: concetto quest'ultimo da intendersi nel senso specifico di continue e forti oscillazioni, in su e in giù, dei prezzi dei titoli che, appunto, *evaporano* con grande facilità rispetto a qualsiasi livello (temporaneamente) raggiunto. Ne derivano serie conseguenze sul modo *frenetico* in cui si formano e si riformano le aspettative quanto al possibile andamento dei prezzi e delle quantità negoziabili dei diversi titoli e sullo stesso andamento dei fenomeni reali comunque collegati, e dunque in termini di contraccolpi negativi proprio quanto all'*efficienza* nell'utilizzo dei flussi di fondi che, invece, era e doveva essere compito specifico dei mercati finanziari garantire e incentivare.

In effetti, tale *calo* di efficienza si può più specificamente comprendere sulla base di alcuni fenomeni, di cui occorre sempre tener conto in economia (e non solo in economia), quali le *esternalità*, che comportano la dipendenza delle decisioni dalle notizie, più che dai cosiddetti fondamentali, riguardanti le economie considerate, ma anche la moda di guardare, come guida per la decisione e l'azione, più agli andamenti stilizzati passati dei corsi dei titoli (magari *tradotti in grafici*) che a un'analisi pro-

spettica dei possibili andamenti futuri, ovvero la cosiddetta analisi *tecnica* anziché quella *economica*.

In particolare, ma senza che sia qui il caso di entrare in dettagli, vale la pena rilevare che s'impongono allora due noti e rilevanti fenomeni, tali che – anche se l'efficienza è perseguita – essa non è realizzata per il fatto che prevalgono, appunto, l'uno o l'altro dei due fenomeni: da un lato, il cosiddetto *azzardo morale* e, dall'altro, la cosiddetta *selezione avversa*. Il primo fenomeno si ha allorché gli *incaricati* delle negoziazioni si spingono assai più in là di quanto sia nell'interesse delle unità o società titolari, essendo per gli incaricati in ballo soltanto la propria provvigione, o percentuale, laddove, invece, per le unità o società entra in gioco, nei guadagni o nelle perdite, l'intero valore delle operazioni coinvolte.

Etica, istituzioni, regole

Nel secondo fenomeno gli operatori, essendo interessati a un alto guadagno comunque, sono spinti a scegliere le operazioni che si presentano come più redditizie, ma anche più rischiose, tralasciando proprio quelle relative ai titoli rappresentativi del finanziamento degli investimenti reali che si mostrano come meno redditizie e meno rischiose. E sono chiaramente l'esistenza, anzi il predominio, dei titoli *derivati*, quelli *puri* e a maggior ragione i *sintetici*, il loro proliferare e moltiplicarsi di anno in anno, il conseguente ampliarsi della *volatilità* dei prezzi su tutti i mercati finanziari, che portano a concludere che il ruolo negativo di tali *esternalità* è stato in forte aumento; cosicché, sul piano analitico, si perviene alla conclusione di un giudizio di crescente inefficienza complessiva del loro funzionamento.

Tale conclusione è rafforzata dal ruolo ugualmente negativo dovuto, come si comprende, all'altro aspetto sopra richiamato che concerne il peso crescente delle mode, rispetto a quello dei *fondamentali* e delle analisi *prospettiche*, quanto ai possibili andamenti del corso dei titoli.

Allora, per capire e spiegare meglio la realtà delle cose, è alla luce di tutto questo che occorre richiamare quanto detto sopra in tema di contrapposizione fra le tesi monetariste e quelle keynesiane a proposito del ruolo svolto oggi dai mercati finanziari *in genere*; e questo, in quanto ciò non può non valere, anche e a maggior ragione, in relazione al funzionamento odierno di tali mercati, dominati come sono stati sempre più dagli strumenti *derivati* e *strutturati* di ogni tipo. Ripeto che il punto in discussione – va specificatamente sottolineato – non riguarda ciò che sarebbe utile che fosse o ciò che dovrebbe essere, *bensì* quella che in effetti è la situazione.

Ebbene, è stato sempre più evidente che, nella realtà concreta del funzionamento dei mercati finanziari, non è proprio possibile sostenere – come fanno i monetaristi – che *contano* sempre i *fondamentali* in quanto, anche quando i titoli si moltiplicano e si diversificano al punto, per così dire, da *vivere di vita autonoma* e da *identificarsi* con le attività speculative, queste vanno riguardate come stabilizzanti e benefiche. Viceversa, sempre più e sempre più autonomamente, *contano* proprio quelle *convenzioni* e *percezioni* le quali, keynesianamente, sono sempre ritenute essere alla base dei comportamenti delle

grandezze finanziarie e degli andamenti dei fenomeni finanziari, e tante volte non soltanto in campo finanziario, ma anche in campo reale.

Segue che il punto cruciale su cui riflettere è che, molto e molto più che ai tempi in cui rifletteva e scriveva Keynes, la situazione è via via diventata così squilibrata che si è arrivati a un momento in cui oggi è diventato sempre più diffuso parlare di interventi e controlli generalizzati per *disciplinare* tali mercati; e che, inoltre, si ritiene (correttamente) che non possono essere effettuati come compito precipuo delle sole autorità monetarie, e meno che mai soltanto di quelle interne di ogni paese.

In realtà, da un lato, già con i *derivati*, l'enorme dimensione dei fenomeni implicati, la continua trasformazione e proliferazione dei titoli trattati, l'incessante ricerca di titoli sempre nuovi e sempre più *autonomi*, e la stessa crescente *globalizzazione* dei mercati esigevano che di tale compito si facessero carico più autorità interne, *coordinate* fra loro, quindi che occorressero gli sforzi interdipendenti e coordinati delle istituzioni di politica economica e monetaria dei vari paesi, ma ancora che intervenissero le istituzioni monetarie internazionali per gli aspetti in cui fossero coinvolte; e tuttavia non si è provveduto in tempo. Dall'altro lato, nella gravissima crisi finanziaria attuale, incentrata sui titoli *strutturati*, le regole da definirsi e applicarsi non possono non diventare più stringenti per tutti gli intermediari finanziari, coinvolgendo così più aspetti, quali la stabilità, la concorrenza – o efficienza –, la trasparenza e, aggiungerei (ma il punto sarà brevemente ripreso e precisato in sede conclusiva), il ruolo dell'etica, e, quindi, più istituzioni e tipi di *regole e istanze*, a livello nazionale, ma anche multinazionale e internazionale.

Gli andamenti più recenti: diffondere il rischio

È ora arrivato il momento di affrontare specificamente il discorso relativo a quei titoli o strumenti finanziari *indiretti* oggi al centro della *crisi*, quelli che, negli ultimi anni, si sono presentati come i più *lontani* dall'economia reale, dei quali la fantasia e l'interesse degli operatori hanno proceduto a *inondare* i mercati, e in particolare quelli che, negli ultimi due decenni, hanno appesantito e aggravato enormemente gli andamenti, sempre più *oscillanti*, e i rischi, sempre crescenti, sui mercati finanziari di tutto il mondo e in particolare negli USA, cioè i titoli o strumenti finanziari *strutturati*.

In effetti, si è trattato di una forma particolarmente *perniciosa e nociva* di titoli derivati – tanto che, come già detto, si è parlato di titoli *tossici* – in quanto basati su altri titoli che, però, erano titoli di debito *poco affidabili* e, inoltre, venivano *costruiti e negoziati* non solo dalle banche d'affari e altri intermediari finanziari, ma anche dalle banche *universali* e, dunque, dalle stesse banche ordinarie. Il punto è che – nell'*euforia* delle deregolamentazioni e degli alti guadagni ottenuti dagli operatori in titoli nei vari mercati finanziari – si è affermato «l'andazzo» da parte di intermediari di ogni tipo, incluse le banche di credito ordinario, di effettuare operazioni di prestito di vario genere; e ciò indipendentemente *sia* da ogni *pru-*

Silvano Fausti

Per una lettura laica della Bibbia



L'autore propone, in modo personale e originale, una sorta di introduzione alla lettura della Sacra Scrittura: si tratta di una 'chiacchierata familiare sulla Parola', come egli stesso la definisce, che ha come riferimento fondativo un'esperienza quarantennale di lettura dei testi sacri nel solco di una cristologia narrativa. Per Fausti si tratta di una lettura laica della Scrittura, perché solo una lettura di questo tipo è cristianamente accettabile.

«Biblica»

Coedizione Ancora Editrice
pp. 160 - € 13,50

EDB Edizioni
Dehonian
Bologna

Via Nosadella 6 - 40123 Bologna
Tel. 051 4290011 - Fax 051 4290099
www.dehonian.it



denziale livello di *leverage* (leva), ovvero del rapporto fra *asset* rischiosi (inclusi i prestiti, quindi i debiti) e capitale *versato*, da ogni intermediario, a tutela della sua potenziale *solvibilità*, sia anche da ogni *prudenziale* accertamento dell'effettiva *solidità* e *solvibilità* dei prestatori, cosicché i rischi derivanti da fenomeni quali la selezione avversa e l'azzardo morale, già richiamati sopra, venivano a essere completamente trascurati.

In particolare, i titoli *strutturati* erano costruiti e negoziati, nell'ampio mercato finanziario USA, da parte di ogni tipo di banca che, *partendo* dai mutui *subprime*, cioè da debiti *poco affidabili*, ma ciononostante *cartolarizzandoli* e *impacchettandoli* nei modi più diversi – da cui appunto il nome di titoli *strutturati* – procedeva a venderli in vari modi, *regolari* o *irregolari* che fossero, ma sostanzialmente *incontrollati*.

Come si comprende, si è trattato di titoli il cui valore effettivo restava sconosciuto ai più, mentre sull'onda del successo venivano negoziati a prezzi via via più alti; e ciò, anche in quanto la speculazione vi aggiungeva, *di suo*, un impatto nella stessa direzione, derivante cioè da una domanda speculativa pure crescente. Si comprende anche che i diversi prodotti strutturati sono stati piazzati sia presso acquirenti, privati o istituzionali, in borsa, sia, agli sportelli delle stesse banche o di altri intermediari finanziari, presso clienti attratti da un giro che si riteneva non potesse interrompersi mai, e ciò sia all'interno degli USA, sia all'estero. Si sono così trovate *coinvolte* ed *esposte* fior di banche esterne agli USA, in particolare in Gran Bretagna, Svizzera, Germania e così via (meno, molto meno, in Italia, a dimostrazione del fatto che, a volte, essere *più provinciali* e *meno globalizzati* aiuta!).

Più specificamente, dal 2000 in poi, ogni tipo di banca aveva concentrato le proprie attività nell'erogazione di finanziamenti, peraltro non sempre *affidabili*, che, a seguire, venivano *assemblati* tramite i cosiddetti *special purpose vehicles* (SPV) i quali li *cartolarizzavano* e li *impacchettavano* in titoli cosiddetti *assets backed securities* (ABS); non solo, ma – a loro volta – questi rimpacchettati in ulteriori titoli, dai cosiddetti *collateralized debt obligations* (CDO) fino ai cosiddetti *credit default swaps* (CDS), rappresentavano strumenti sempre più rischiosi, o meglio rischiosi *oltre ogni misura* in quanto sempre *più lontani* da qualsiasi titolo *componente*.

Insomma, come si comprende, si trattava di un vero e proprio meccanismo infernale, basato, com'era, sempre più su carta: mentre si riteneva di riuscire così a spalmarne il rischio, in realtà lo si incrementava e diffondeva su tutta una miriade di acquirenti, dagli USA all'estero. Ma è chiaro che il tutto non poteva, prima o poi, non risolversi in una crisi di ampie proporzioni, una volta che qualcosa di negativo fosse accaduto da qualche parte. È quanto si è puntualmente verificato, portando negli stessi USA a squilibri, bancarotte e fallimenti di vario tipo per le banche d'affari e altri intermediari finanziari, ma, col tempo, mettendo in difficoltà le stesse banche ordinarie e avendo ampie ripercussioni, specialmente in Europa, ma non solo.

È allora che, in quanto le cose sono notevolmente peggiorate, *minacciando* la stabilità dell'intero sistema fi-

nanziario, negli stessi USA e altrove, ci si è resi conto che occorre procedere a una serie di interventi, inclusi una serie di salvataggi similmente differenziati, di cui ci occuperemo più oltre.

Ma è in particolare sul fronte degli andamenti nelle Borse che è cominciata, si è via via svolta, ed è – a mio avviso – lungi dall'essersi conclusa, una vera e propria *gara* fra ribassi e rialzi dei corsi (o prezzi) dei titoli finanziari i più diversi, sia *derivati* e *strutturati*, sia perfino *diretti*, relativi a banche, imprese e anche istituzioni pubbliche in qualche modo *coinvolte* con la crisi, da una parte, e le *iniezioni di liquidità* o le cosiddette *sforbiciate* dei tassi d'interesse, manovrate entrambe dalle banche centrali, dall'altra.

Ora, economisti e commentatori, anche autorevoli, hanno espresso su tale *gara* punti di vista che, però, ritengono essere stati basati su fondamenta del tutto *carenti* e sono risultati, quindi, *inadeguati* alle circostanze. Ciò, sostanzialmente, perché – come già precisato, qua e là, in precedenza – hanno ignorato il ruolo delle aspettative degli *operatori*, in particolare quanto ai *gestori* dei vari tipi di *fondi*, e soprattutto quanto agli *speculatori di professione*.

Il punto è che ragionare, in un periodo di gravi turbolenze borsistiche, ma anche in generale, in termini di comportamenti *razionali* da parte degli *operatori professionali* e specialmente degli *speculatori cattivi*, è completamente fuorviante. Allora, non ci si può proprio aspettare che, se c'è un'immissione di liquidità, o una *sforbiciata* ai tassi d'interesse, oppure un evento *positivo* o *favorevole* sul piano governativo, o anche intergovernativo – come, per riferirsi al più recente, ed *esaltante*, l'elezione a presidente degli USA di Barack Obama –, seguano reazioni positive in Borsa, e viceversa nel caso di un evento *sfavorevole* o *negativo*, come una *mancata* decisione governativa o intergovernativa; tutt'altro.

In effetti, gli operatori più *smaliziati* e soprattutto gli speculatori *destabilizzanti* – al fine di *lucrare* proprio dalle variazioni *in conto capitale* dei titoli finanziari di vario tipo – procedono, per così dire, «in contro-attesa», a fronte dei comportamenti della *massa* dei risparmiatori; quindi, *vendendo* in presenza di eventi *positivi* e *comprando* in presenza di eventi *negativi*, mentre tanti piccoli e medi risparmiatori procedono *secondo le attese* e, quindi, sono *destinati* a perdere. È vero che, così facendo, i mercati stessi dovrebbero poter *portare* a una certa stabilizzazione; ma, tante volte *inaspettatamente*, gli *operatori professionali* e soprattutto gli *speculatori*, per così dire, *cambiano rotta*, confondendo i ragionamenti sia della *massa* dei risparmiatori sia degli stessi banchieri centrali, uffici governativi, economisti e commentatori.

I rimedi perseguiti

Le prime *avvisaglie* di *default* e, quindi, del procedere delle *nefasti* reazioni a catena di cui si è detto, dentro e fuori gli USA, si sono avute col *rallentamento* dell'economia statunitense e col relativo numero di licenziamenti verificatisi tra l'inverno e la primavera del 2007; il che ha comportato, appunto, che certi ratei dei mutui *subprime* non sono stati pagati e che, quindi, certi importi di titoli strutturati hanno subito perdite nei corsi di borsa co-

sì come nei valori dei titoli presenti nei portafogli delle banche, e di altri intermediari finanziari, e iscritti in bilancio, e ciò sia negli USA che all'estero.

Senza entrare in troppi dettagli, serve però sottolineare che, tanto per usare una nota metafora, le tante masse di neve sono diventate valanghe, hanno assunto dimensioni sempre maggiori e hanno portato a trascinare e sommergere tutto quanto incontrato nel loro cammino.

In effetti, la crisi, iniziata in ambito dei mutui *subprime*, si è propagata a tutte le varie categorie di titoli strutturati, investendo *in primis* le banche maggiormente *esposte*, in quanto si erano *spinte* a essere, in USA e altrove, fra i principali acquirenti di quei titoli, poi *trasferendosi*, in Borsa, anche ai titoli delle stesse banche, poi ancora *interessando* i rapporti fra banche e banche, poi – e in particolare – *coinvolgendo* vari aspetti e comparti dell'economia reale.

A questo punto, in primo luogo, sia la Fed, sia la Banca d'Inghilterra, sia – ma in tono minore – la Banca centrale europea hanno proceduto a forti iniezioni di liquidità sui rispettivi mercati, le quali hanno certo costituito comportamenti d'urgenza, ma, quanto a giudicarne l'efficacia e l'efficienza, le opinioni (come si comprende) non possono non dividersi. Infatti, da un lato, i monetaristi ritengono che alla conseguente diminuzione della struttura dei tassi d'interesse seguiranno sia la stabilizzazione dei corsi sui mercati finanziari, sia la spinta alla ripresa dell'economia reale. Viceversa, dall'altro lato, da parte dei keynesiani si obietta che, nella realtà dei mercati capitalistici, agiscono comportamenti e andamenti inelastici su un duplice fronte: in ambito monetario-finanziario, stante il blocco o, ancor più, la disfatta dei mercati finanziari, la gente non userà la maggiore quantità di moneta per acquistare titoli, cosicché la struttura dei tassi d'interesse non mostrerà alcuna diminuzione; in ambito reale, comunque, stanti le aspettative pessimistiche sulle vendite e i profitti, le imprese mostreranno una forte inelasticità delle decisioni d'investimento, nonostante un'eventuale diminuzione dei tassi, e quindi non si avranno consistenti ricadute positive in termini di occupazione e reddito.

Inoltre, anche quanto alle ulteriori decisioni d'intervento pubblico in forme svariate, ma primariamente con l'obiettivo dell'estensione del sistema delle regole e del ruolo delle istituzioni pubbliche nei mercati finanziari, fino ad arrivare a vere e proprie nazionalizzazioni, ancorché *provvisorie*, occorre valutarne bene modalità e implicazioni; il che non può essere fatto se non in un contesto di medio-lungo periodo.

In effetti, muovendosi, in molti casi e per così dire, «sulla cresta dell'onda», fior di banche d'affari (o d'investimento) e perfino banche ordinarie, in USA e altrove, si erano imbotte di titoli *strutturati*, poi rivelatisi *tossici*: allora, in quanto la crisi ha investito proprio questi, anche i titoli nonché gli assetti complessivi di tali intermediari finanziari sono stati fatti oggetto di operazioni ampiamente e prevalentemente speculative. Segue che, keynesianamente, al contrario di quanto si possa ritenere in ambito monetarista, non si può proprio pensare che il *crac* degli intermediari finanziari coinvolti, ancorché – come in sintesi vedremo di seguito – hanno mostrato forme e modi

differenti, possa essere superato agevolmente, ché anzi le Borse non potranno recuperare andamenti, per così dire, più *fisiologici* nei riguardi di quegli *asset*, quale che sia l'andamento di *altri* eventi o interventi esterni, *finché* negli intermediari stessi non si saranno realizzate le necessarie *bonifiche* dei bilanci con l'eliminazione della massa dei titoli *infetti*.

Gli elementi della crisi

Passando quindi a un rapidissimo esame dei diversi e intersecantisi fenomeni di *crisi generalizzata*, che ha colpito fortemente l'economia statunitense, che si è, via via, estesa all'Europa, e che sta ora lambendo l'intera economia mondiale, si tratta di guardare a quanto, partendo appunto dagli USA, si è verificato dall'estate del 2007 all'autunno del 2008, allorché drastici provvedimenti sono stati presi un po' in tutto il mondo industrializzato e in particolare negli USA stessi; anzi, va detto che è possibile precisare specificamente le date più rilevanti; mentre, per vari aspetti, la crisi stessa è ancora (metà novembre 2008) in corso e non è affatto detto che si risolverà in tempi brevi.

Cominciando dal 2007, e occupandoci in quel che segue dei casi più eclatanti della crisi finanziaria, nonché dei salvataggi largamente effettuati con denaro pubblico o garantito dal settore pubblico, la prima grossa difficoltà è stata quella della banca britannica Northern Rock, la cui crisi si acuisce nel novembre di quell'anno, allorché la Banca d'Inghilterra apre a suo favore una linea di credito di 264 miliardi di dollari per garantire i depositi; ma la misura non tranquillizza i depositanti e, allora, viene avviata un'asta per la vendita della banca, che pure fallisce; seguirà nel febbraio 2008 l'annuncio della sua nazionalizzazione.

In realtà, l'effetto-domino di una crisi finanziaria *generalizzata* è via via cresciuto, le difficoltà si sono estese e diffuse, gli effetti in termini di fallimenti di diversi tipi di intermediari finanziari si sono moltiplicati di continuo. Allora, la reazione delle autorità, in USA e altrove, è stata non solo quanto all'intento di *regolare* i mercati, ma anche quanto alle decisioni di interventi in varie forme a carico del bilancio pubblico. Tale impostazione – al di là di ogni, anche confusa, giustificazione teorica – è venuta acquistando consensi crescenti, anche negli USA. Anzi, qui, in particolare, dal primo *tracollo*, quello nel giugno 2008 di Bear Stearns, la quinta banca d'investimenti statunitense, in poi, è stato tutto un moltiplicarsi di difficoltà, da un lato, e di impiego eccezionale di fondi pubblici, dall'altro, tanto che si riporta che il presidente della Federal Reserve, l'economista Ben Bernanke, abbia definito essere suo compito più urgente quello di «assicurare una liquidazione ordinata di società finanziarie che hanno un'importanza vitale nella stabilità del sistema, quando arrivano sull'orlo della bancarotta».

Allora, appunto nel giugno 2008, la caduta della blasonata Bear Stearns si supera solo col salvataggio da parte della Fed, anche se mascherato come acquisizione a opera della JP Morgan, e ciò in quanto la Fed ha emesso una garanzia a favore di JP Morgan di coprire eventuali perdite di quella banca fino a 30 miliardi di dollari.

A partire da tale intervento, la *lista d'attesa* è stata (e, in un certo senso, continua a essere, parlandosi ampiamente, a metà novembre, della crisi in atto della Citigroup Bank), veramente lunga se troviamo elencati, tra quelli che in condizioni di difficoltà crescenti sono stati bisognosi e destinatari del salvataggio pubblico, giganti del credito e della finanza quali: Fannie May, Freddie Mac, Marsh & McLennan, Bradford & Bingley, American International Group (AIG), Merrill Lynch, Morgan Stanley e, perfino, Lehman Brothers, tutti rivelatisi, dapprima, in condizioni di *navigare in acque per nulla tranquille* per passare, rapidissimamente, in quelle di *stato fallimentare*.

In particolare, ai primi di settembre 2008 – il mese finora peggiore per crolli generalizzati di titoli in borsa e fallimenti di banche negli USA – entrano in crisi i due colossi dei mutui ipotecari Fannie May e Freddie Mac, le cosiddette *Government sponsored enterprises*, che, mentre non fornivano mutui direttamente, ma li acquistavano sul mercato secondario da banche e finanziarie, da sole garantivano la metà dei 12 mila miliardi di dollari di mutui sulle case americane e, stante la crisi dei mutui *subprime*, non riuscivano più a mantenere gli impegni verso i propri creditori, acquirenti dei titoli emessi dalle banche e altre finanziarie concedenti dei mutui *in default*. È così che il Tesoro USA ha portato avanti un'operazione di sostegno di 100.000 dollari per ciascuna impresa, diventando, allora, direttamente *coinvolto* nella gestione delle due società in crisi.

Successivamente, vanno in particolare focalizzati i casi di Lehman Brothers, di Merrill Lynch, e di AIG. Da un lato, nel tragico fine settimana del 13-14 settembre, di fronte alle difficoltà insostenibili di Lehman Brothers, la storica banca d'affari, prima della lista e fin'allora al di sopra di ogni sospetto, il Tesoro USA si tira indietro e la banca viene fatta fallire, con la conseguenza di ben 13.000 dipendenti licenziati, mentre è l'inglese Barclays che ne acquista alcuni *asset*, tra cui l'*investment banking*.

Dall'altro lato, troviamo i casi di Merrill Lynch e AIG; ma, per così dire, «in mezzo» ci sta il celebre *lunedì nero*, allorché alla borsa di Wall Street vengono *bruciati* 825 miliardi di dollari, mentre le borse europee ne *bruciano* altri 125 miliardi. L'*odissea* di Wall Street durerà per l'intera settimana – classificata come la peggiore nella storia –, ma da allora le cose vengono a cambiare definitivamente. Da un lato, Merrill Lynch, anch'essa una storica firma di Wall Street, veniva rilevata con un'acquisizione di 50 miliardi di dollari dalla *Bank of America*, altra *storica* banca, fondata dall'italoamericano A. Giannini, e così nasce un nuovo colosso finanziario da 2.455 miliardi di dollari di *asset*, in cui – per così dire – *si consuma* la vittoria della banca commerciale sulla banca d'affari. Dall'altro lato, Tesoro e Fed, con l'appoggio del Congresso USA, concedono un *prestito ponte* di 85 miliardi di dollari, con scadenza a due anni e a un tasso dell'8,5% sopra il *LIBOR* (*London Interbank Offered Rate*), al colosso assicurativo AIG, ma, inoltre, rivelatasi tale misura insufficiente, la stessa compagnia annuncia e realizza la dismissione di diversi *asset*, tra cui il ramo *vita*, presso vari gruppi.

Ancora, va segnalato – come si comprende, in un *pro-*

gredire di fatti che porteranno il Tesoro e il governo USA a proporre al Congresso e fare approvare un vero e proprio «piano di nazionalizzazioni» per il grosso del sistema finanziario statunitense, nei modi di cui brevemente si dirà in seguito – il caso di Bradford & Bingley, per il quale il Tesoro si assume in carico il portafoglio mutui da 74,3 miliardi di dollari, che nessuna banca privata, contattata dal Tesoro stesso, aveva accettato di rilevare, raggiungendo una quota del totale di *asset* del 49% ed effettuando, per così dire, una forma di nazionalizzazione morbida. Si noti comunque che, da questo intervento, si può capire la direzione di marcia – a mio avviso corretta, anche se senza che fosse mai ammesso il cambiamento – in cui si è mosso il governo USA nel processo di salvataggio dalla crisi dell'intero sistema finanziario americano, vale a dire quella di procedere con l'acquisto – in cambio di dollari – di *asset* in cui sono prevalenti i titoli *strutturati*, quindi *tossici*, in quanto prevalentemente composti da debiti *inesigibili*, diventati sempre più *cartastraccia*, con l'intento di *bonificare* le banche e finanziarie via via acquisite e, tempi permettendo, di rivendere sul mercato le società acquistate e bonificate.

La specificità europea

Mentre, certo, altre ipotesi potevano essere esplorate e altre soluzioni essere adottate, questo è quanto è stato perseguito e realizzato, anche se con qualche travaglio, in USA, e ancora si noti che un simile, ma non identico, procedere si è venuti a concordare, in presenza peraltro di certe specificità, anche in Europa. In effetti, senza potere qui approfondire il punto, sembra prevalere in Europa, e anche, con qualche ulteriore specificità, in Italia, un'impostazione un po' diversa, cosiddetta *di tipo svedese*, secondo cui il Tesoro fornirebbe alle banche in difficoltà forme di prestito tali che, dopo la bonifica, i prestiti ottenuti verrebbero restituiti, per così dire, ai contribuenti.

Tuttavia, si noti che, in Europa, si sono già avuti taluni casi, dal Benelux all'Irlanda, in cui si è sostanzialmente affermata la posizione di intervenire *tout court* presso banche di vario tipo con un sostegno generalizzato *a fondo perduto* da parte del settore pubblico: allora, mentre in Irlanda si è proceduto garantendo a tutti i depositi e a gran parte dei debiti la *copertura* pubblica per ogni tipo di banca, in Benelux ci si è mossi con una ricapitalizzazione degli *asset* di importanti banche in crisi attingendo direttamente ai fondi pubblici.

D'altro canto, come già detto, negli USA è stato del ministro del Tesoro Paulson, ma con l'attivo coinvolgimento sia della Fed sia di talune importanti banche centrali *federate* (in particolare, quella dello stato di New York), un piano *di salvataggio* di ben 700 miliardi di dollari, la cui spesa è stata accollata al settore pubblico e che, dopo schermaglie, è stato aumentato a 850 miliardi di dollari e approvato definitivamente dal Congresso il 3 ottobre 2008, con modifiche e cautele, ma sostanzialmente secondo le linee sopra puntualizzate. Ciò – si ripete – mentre in Europa, dove l'incidenza dei titoli *tossici* sembra essere accertata come più marginale e comunque il peso delle banche d'affari (o d'investimento) è minore di

quello delle banche ordinarie o, perfino, universali, si sta procedendo sia sulla strada delle ricapitalizzazioni degli *asset* bancari tramite gli aumenti di capitale di *rischio*, sia su quella delle garanzie *pubbliche* sui depositi bancari, ma *su basi temporanee*, e inoltre non proprio uniformizzate, tra i vari paesi.

Anche in Italia sono stati predisposti vari schemi di salvataggio, a cominciare da quello approvato con decreto legge n. 155 del 9 ottobre, il cui aspetto centrale per il discorso che qui si sta portando avanti – ovviamente, senza affatto negare la rilevanza di tutti gli altri – è costituito (art. 1) dall'intervento che autorizza il Ministero dell'economia e delle finanze a «sostenere la ricapitalizzazione delle banche nelle forme della sottoscrizione o della garanzia degli aumenti di capitale (che vanno regolarmente deliberati da ogni banca interessata) se gli istituti di credito presentano una situazione di *deficit* patrimoniale». In particolare, si è parlato della disponibilità di un fondo di 20 miliardi di euro, poi si è proceduto a rimangiare il piano stesso, fino alla stesura ora in via di definizione e che dovrà essere approvato entro il presente mese di novembre, ma che – ovviamente, stante l'urgenza di un'intera strategia da perseguire per *uscire dalla crisi* – dovrà includere, anche nel nostro paese, gli interventi a sostegno dell'economia reale.

Comunque, le crisi di borsa sembrano resistere, in tutti i più importanti centri del mondo, dove più, dove meno, così come non cedono i timori di una recessione mondiale; e, in effetti, le terapie annunciate – strette, per così dire, tra le incertezze del monetarismo che resiste e le aperture al keynesismo *di facciata* – non sembrano incidere. Questa è storia degli ultimi giorni (metà novembre 2008), e quindi, al di là di quanto detto, non c'è molto da aggiungere in merito, se non, come si comprende, sul fronte di possibili, e a mio giudizio più soddisfacenti, terapie, che non possono non vedere l'epicentro spostato, keynesianamente, ma, per così dire, senza *tentennamenti teorici* ai vari livelli, dalle politiche monetarie a quelle fiscali.

Una sfida morale

Come detto e come ormai ben noto, la grave crisi attuale, nata in ambito finanziario/monetario, è via via venuta a intersecarsi con altri aspetti di crisi economica a livello mondiale, nonché con pesanti ricadute in tutti i paesi, inclusa certamente l'Italia, ma specialmente – non va mai dimenticato – nei paesi poveri.

In proposito, intanto va richiamato l'aspetto dell'esplosione dei prezzi delle materie prime, o – come si dice in inglese con termine generico – delle *commodity*, e in particolare di quelli dei cereali, da un lato, e del petrolio, dall'altro.

Ora, si noti, come mostrato da L. Maugeri in un bel articolo apparso su *Il Sole 24 ore* del 29 giugno scorso, che le materie prime sono sottoposte a specifici cicli alternati positivi e negativi, più o meno regolari, di circa 20 anni ciascuno: così, quanto agli ultimi decenni, si sono registrati il ciclo positivo 1968-1982, quello negativo dal 1982-83 alla fine degli anni Novanta, cui è seguito l'altro ciclo positivo che dura tuttora. Ciò in quanto, nella fase *positiva*, si costruisce di anno in anno una notevole capa-

rità produttiva, che richiede l'impiego di consistenti risorse e tempo, ma questa – date le discontinuità tecnologiche coinvolte – va sempre oltre la crescita della domanda; cioè, prima o poi, si ha la svolta con bassa crescita della capacità produttiva e basso andamento della domanda. Allora, finché la stessa capacità non si riallinea rispetto alle richieste della domanda, il che – come scrive Maugeri – richiede che «a forza di tagli, chiusure e mancato sviluppo, la capacità produttiva in eccesso sia riassorbita», si ha la fase *negativa* del ciclo, e così via dicendo.

Ai nostri giorni, si è avuto che la domanda di molti beni di base, trainata soprattutto dai paesi emergenti, è ripartita abbastanza in anticipo, mentre il potenziale produttivo è subito apparso inadeguato, anzi i paesi interessati sono stati, per così dire, presi di contropiede. Allora, i prezzi sono cominciati a salire in modo tumultuoso e ciò, stante il ruolo delle aspettative, anche in assenza di una domanda specificamente vigorosa.

Facendo riferimento ai dati forniti da tale autore e senza che sia qui il caso di entrare in alcun dettaglio, preme sottolineare, considerando gli incrementi percentuali dei prezzi unitari dei prodotti considerati (in dollari USA) tra la media per il 1999 e il giugno di quest'anno, che si è trattato di aumenti notevoli ancorché altamente differenziati tra loro. Si va allora da un minimo di 21,7%, quindi meno del 30% medio annuo, per l'oro a un massimo, veramente eccezionale del 63,7%, quindi circa l'80% medio annuo, per il petrolio Brent, aumento questo seguito da quelli per il carbone, l'uranio e il rame. D'altro canto, tra i prodotti commestibili, troviamo quello del 25,8% per il mais e quello del 23,1% per la soia.

Che conclusione trarre da tutto ciò? Quella del Maugeri, largamente condivisa da tanti commentatori, è certamente allarmante: «A meno che una recessione di vaste proporzioni non tagli la domanda di materie prime – scrive –, portando prima del previsto a una caduta dei loro prezzi, ci vorrà ancora tempo a ristabilire quella capacità produttiva necessaria a far fronte non solo alla domanda corrente, ma anche a momenti imprevedibili d'interruzione dell'offerta da una o più fonti».⁷

D'altro canto, se ci chiediamo qual è stato il ruolo nella crisi in oggetto della speculazione, vale a dire, come sappiamo, di tutti quei comportamenti che, in ciascun ambito, sono intervenuti e, magari, ancora intervengono al fine di condizionare gli andamenti dei vari mercati e guadagnare dall'arbitraggio nel tempo fra prezzi dei beni, determinandone l'aumento o la diminuzione secondo i casi, la risposta non sembra potrà essere semplice né univoca.

Comunque, sia nel caso dei prezzi del petrolio, sia in quello dei prezzi dei cereali, si può vedere che gli speculatori, mentre hanno indubbiamente moltiplicato troppo gli scambi, effettivi o anche virtuali, possono altresì avere svolto una certa funzione assicurativa nei confronti di chi opera professionalmente nei rispettivi settori.

In secondo luogo, da ciò, si può passare a ragionare sul passaggio – nelle condizioni rivenienti dalla crisi – alla situazione verso la quale sembra ora andare l'economia mondiale, quella della *stagflazione*.

In proposito, da un lato, è rallentata da ogni punto di

vista l'economia statunitense, così come sono parallelamente venute rallentando le economie europee, dall'altro si è avuto tra l'estate e l'autunno 2008 il drastico calo del prezzo sia del petrolio sia dei cereali. Il primo, a New York, è passato dai 463 dollari USA al barile di fine giugno ai 150 di metà luglio e addirittura ai poco più di 110 a metà agosto; mentre, quanto ai cereali, si sono registrati i seguenti andamenti: si è passati, per il frumento, dai 500 dollari USA a tonnellata di marzo, ai 341 tra luglio e agosto; per il riso, dai 963 di maggio ai 337 tra luglio e agosto; per il mais, dai 258 di giugno ai 141 tra luglio e agosto.

Certo, Cina e India, soprattutto, ma anche altri paesi emergenti, con le loro economie ad alta crescita, spingono a tenere alti i prezzi sia dei cereali sia dell'energia (in particolare, petrolio), così come spingono a produrre, oltre che a domandare, prodotti industriali. Ma non è affatto detto che, in una dimensione mondiale, si determinino le condizioni idonee affinché si pervenga a superare la crisi in tempi ragionevoli.

In effetti, domanda, occupazione, redditi e prezzi mostrano spinte e contropinte in varie direzioni e, allora, non è affatto chiaro quale sarà il risultato complessivo nelle diverse economie in questo e nel prossimo anno. Non solo, ma si consideri che l'aspetto ben più allarmante è quello legato al riproporsi e all'estendersi oggi, con volto nuovo e vecchio al contempo, della gravissima realtà della povertà e della fame nel mondo, in quanto legata, anche, alla crisi in atto.

Allora, quella conclusione non può non rappresentare un solo lato della questione; e ciò, in quanto è portata avanti indipendentemente dalle implicazioni terribili di tutto ciò per gli andamenti della fame e della povertà nel mondo.

In effetti, mentre lo studio, la ricerca, le ipotesi in tema di superamento della povertà e di uscita dal sottosviluppo si sono col tempo approfonditi e certi passi avanti sono stati fatti, negli ultimi anni, perfino per qualcuno dei paesi meno sviluppati, ora la crisi in atto rischia di determinare uno stallone e, perfino, un balzo in salita nel numero dei poveri e nelle condizioni di privazioni per tanti e tanti milioni di persone in varie parti del mondo.

Senza disporre al momento di dati certi in proposito, da studi effettuati in vari centri di ricerca internazionali emerge che vi saranno molti perdenti dalle attuali vicende, così come legate sia alla crisi mondiale in atto, per quanto concerne la disponibilità di cibo *pro capite*, in particolare, sul fronte dei cereali, stante tra l'altro la concorrenza sul fronte delle bio-benzine, sia anche ai cambiamenti climatici *in agguato*, dai quali si prevede un ulteriore e forte impatto negativo sulla produttività e la produzione agricole.

Non solo, ma, contemporaneamente, sul fronte degli aiuti, alimentari e non alimentari, che ai paesi poveri provengono da quelli ricchi, si manifestano vive apprensioni poiché – i noti impegni dei *Millennium Development Goals* (obiettivi di sviluppo del millennio) proposti e unanimemente approvati in sede ONU – la situazione attuale sembra essere molto deludente. Così, dal vertice del G8 in Giappone del luglio scorso, nonostante le dichiara-

zioni ufficiali, che ricalcano tutte quelle degli anni precedenti, si può vedere che si tratta – ancora una volta – più di promesse e parole, che di impegni concreti.

Infatti, mentre sono stati ribaditi gli impegni degli obiettivi di sviluppo del 2000, le risorse di fatto a ciò destinate fanno registrare, fra il 2006 e il 2007, una riduzione dei loro stanziamenti complessivi di ben il 14,1%. Più precisamente, considerando due soli, ma cruciali impegni, si può vedere che: a fronte della *necessità* di fornire 15 miliardi di dollari per garantire l'istruzione per tutti, i paesi ricchi *rispondono* con un impegno di 1 miliardo; i 60 miliardi di dollari destinati alla lotta contro AIDS, tubercolosi e malaria, secondo i paesi ricchi dovranno, da oggi in poi, «bastare per tutte le malattie infettive», mentre ne servirebbero 173,2.

Più articolato, *mutatis mutandis*, è il giudizio da dare sul recentissimo vertice di Washington del G20 dove – nonostante alcune vaghezze – si è imboccata la strada di quella che non potrà non essere un lungo percorso che porterebbe sia a una riformulazione delle regole di funzionamento del sistema finanziario internazionale, sia a un certo coordinamento delle politiche economiche a livello mondiale (ma, si dovrebbe aggiungere specificamente, anche per quanto attiene alle concrete politiche per la lotta alla povertà e lo sviluppo economico dei paesi poveri).

È comunque chiaro che, una volta analizzato, nelle sue varie sfaccettature, ancorché in rapida sintesi, il grave fenomeno della crisi finanziaria ed economica mondiale attuale, peraltro risultante, per così dire, dall'intersecarsi di più crisi tra loro, nonché avendo riflettuto su alcune delle terapie attuate finora e le plausibili ragioni di ciò, se ci poniamo la faticosa domanda del «che fare ancora?», la risposta non può – ovviamente – non partire da quanto emerso dalla pagina precedenti sul piano analitico.

Limitando il discorso in questa sede ad alcuni punti essenziali, in particolare limitandomi all'aspetto del da farsi complessivamente per le economie industrializzate,⁸ e avendo condotto l'intera trattazione analitica precedente da un punto di vista *keynesiano*, si comprende che le considerazioni che seguono si rifaranno, appunto, a un'impostazione *keynesiana*, ma tenendo conto di quegli aggiornamenti che le mutate condizioni della realtà odierna impongono, senza – per così dire – che si deragli dai punti fondamentali della «rivoluzione keynesiana».

Questi sono da ravvisarsi, più che altro, in aspetti di ordine generale, epistemologico, e metodologico, quali: il ruolo, comunque, nell'economia degli andamenti della domanda aggregata, in uno con quelli dell'offerta; la determinazione esogena dei salari monetari; il ruolo, sempre nei mercati capitalistici, delle aspettative e delle inelasticità dei comportamenti e degli andamenti; la teoria della «preferenza per la liquidità» a fronte di tutto un ventaglio di possibili impieghi del risparmio finanziario e della ricchezza finanziaria.

Senza, ovviamente, poter qui intrattenermi su alcunché di tutto ciò, si comprende che – keynesianamente – le ricette di politica economico-finanziaria da prendersi, nei paesi industrializzati, vanno ravvisati in interventi pubblici tali da comprendere due cruciali cambiamenti, rispetto a quelli della *Teoria generale* del 1936, e da riferirsi, con-

giuntamente e rispettivamente, a: 1) da un lato, in raccordo con la normativa europea, per ora risalente ai Trattati di Maastricht e Amsterdam, un programma aggiuntivo di investimenti pubblici, in particolare in Italia per infrastrutture, e ciò perché parlare oggi di aumentare la spesa pubblica corrente è del tutto fuori discussione; 2) dall'altro lato, un programma di detassazioni per i salari, le pensioni, e gli altri redditi di livello monetario più basso, e ciò perché – a integrazione, per così dire, del modello keynesiano – non si può mai trascurare, oggi, l'aspetto delle disuguaglianze dei redditi come problema *in sé*, oltre che nel sostenere la domanda aggregata, e ciò in particolare, come ben noto, nel nostro paese.

Ancora più in generale, però, si consideri che (in proposito cf. F. MARZANO, *Economia ed etica: due mondi a confronto. Saggi di economia ed etica dei sistemi sociali*, AVE, Roma 1998 e F. MARZANO, «The role of Ethical premises in Economics and Finance», in *Studi economici*, 62(2008) 94/1) il riferimento va fatto a un'impostazione di tipo aperto, com'è, in particolare, quella keynesiana, sia quanto all'economia reale sia in ambito monetario-finanziario. Questa è – come si dimostra – condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per integrare l'economia e la finanza (inclusa la moneta) con l'etica, e in particolare con un'etica di ordine oggettivo e universale. Va cioè sottolineato che, per così dire, il riferimento all'etica, oggi di moda, perché sia significativo e non di facciata, necessita che si convenga su due condizioni: 1) una teoria di tipo aperto, e nient'affatto una di tipo chiuso, autosufficiente, autoreferenziale, com'è qualsiasi posizione incentrata sul

postulato dell'*homo oeconomicus*, sul ruolo forte del mercato, insomma sul cosiddetto *main stream*, che è quello che ha imperversato in USA e nel mondo negli ultimi trent'anni, allentandosi, anzi tralasciandosi, ogni regola e disciplina; e 2) un'etica di tipo oggettivo o universale, in grado di completare in modo sia necessario, sia arricchente, quanto, per così dire, resta aperto sul piano dell'economia e della finanza. In effetti e più precisamente, non basta ricorrere a un'etica quale che sia, in quanto – trattandosi in partenza di un punto di vista relativo e contingente – non può bastare riferirsi anche in etica a un'impostazione di ordine soggettivo e relativo.

In particolare, e conclusivamente, riprendendo quanto detto in precedenza, si comprende che, anche e soprattutto di fronte alla crisi generalizzata attuale, mentre il punto appena sopra toccato concerne un aspetto di carattere generale, è con più specifico riguardo alla moneta e alla finanza che, parlando di regole e istanze, a livello sia nazionale sia multinazionale e internazionale, non ci si può limitare – come più spesso si fa – ad aspetti quali la stabilità, la concorrenza – o efficienza –, la trasparenza, bensì occorre fare riferimento, in più, al ruolo dell'etica o, meglio, a un'etica che possiamo ben chiamare etica esterna. Ciò, al fine d'integrare e andare oltre l'impatto, necessario, ma non sufficiente, dell'etica interna o deontologica che, riguardando i noti requisiti della fiducia, lealtà, trasparenza ecc., è da intendersi, appunto, come necessaria, ma non sufficiente, per portare avanti sia in economia sia in finanza un discorso morale pieno.

Ferruccio Marzano*

* Ferruccio Marzano è docente di Economia dello sviluppo presso l'Università «La Sapienza» di Roma.

¹ Invece, negli ultimi tempi, tra sistema bancario e mercati finanziari si è venuta offuscando la distinzione dei compiti, anzi la stessa loro separazione, così come venutasi a precisare e a durare nel corso di alcuni secoli precedenti.

² Cf. nella nota raccolta di contributi di M. FRIEDMAN, il saggio «In Defence of Destabilising Speculation», in *The Optimal Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, Chicago 1969.

³ In particolare, rispettivamente, nelle fondamentali opere di Knight e Keynes: cf. F.H. KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, Cornell University Press, Ithaca, New York 1921; cf. J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan – Cambridge University Press, Londra 1936, per la Royal Economic Society in 30 voll., a cura di D. Moggridge, J. Allen, B. Lowe, B. Scott, dal 1971 al 1989; vol. VII, 1973; trad. it. A. CAMPOLONGO (a cura di), *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino 1971; e KEYNES, *How to Pay for the War. A radical plan for the chancellor of the exchequer*, Macmillan – Cambridge Univ. Press, Londra 1940; per la Royal Economic Society in 30 voll., a cura di D. Moggridge, J. Allen, B. Lowe, B. Scott, dal 1971 al 1989; vol. IX, c. 6, § 2, 1972.

⁴ Si noti quindi che – keynesianamente – va sempre tenuta ben presente la distinzione tra speculazione *buona* e speculazione *cattiva*. Nel primo caso, si acquistano e vendono titoli, per lucrare, certo, un guadagno, ma anche stabilizzandone prezzi e rendimenti nel tempo, che altrimenti oscillerebbero *troppo* in alto o in basso; nel secondo caso è con la speculazione stessa che si determinano forti oscillazioni nei prezzi e rendimenti di un certo titolo, cosicché al lucro riveniente dall'operazione (se va bene), non corrisponde una stabilizzazione dei mercati, bensì un loro *peggioramento*. Peraltro, si consideri in generale che: 1) nella speculazione *al rialzo*, se si prevede un aumento nel corso (o prezzo) di un titolo, si compra a termine, vendendo poi a pronti a un prezzo *maggiore*, così *guadagnando*; mentre 2) nella speculazione *al ribasso*, se si prevede una diminuzione nel corso (o prezzo) di un titolo, si vende a termine, comprando poi a pronti a un prezzo *minore*, così *guadagnando*.

⁵ La questione, assai vasta e complessa, può essere qui affrontata solo per sommi capi. I riferimenti alla letteratura potrebbero essere tanti,

ma mi limito a citare solo qualche voce. Quanto agli anni più recenti, il riferimento sarebbe a una letteratura già enorme, tra cui, però, si possono in particolare citare i tre seguenti titoli: J.M. KEYNES, *Come uscire dalla crisi*, a cura di P. Sabbatini, Laterza, Roma 2004; G. SOROS, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crunch of 2008 and What it means*, Public Affairs, New York 2008; trad. it. SOROS, *Cattiva finanza: come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Fazi, Roma 2008; R.J. SHILLER, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to do about it*, Princeton Univ. Press, Princeton 2008; trad. it. SHILLER, *Finanza shock: come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea, Milano 2008. Per il periodo meno recente, due rilevanti fonti teoriche sono: il volume di S. STRANGE, *Casino Capitalism*, Basil Blackwell, Oxford 1986; trad. it. STRANGE, *Capitalismo d'azzardo*, Laterza, Roma 1988; e i *paper*, che non so se siano stati mai pubblicati, presentati a un Colloquio scientifico internazionale svoltosi a Thun (Svizzera), nel 1995, mentre sul piano più *tecnico* il riferimento d'obbligo è al manuale R.A. KLEIN, J. LEDERMAN (a cura di), *The Handbook of Derivatives and Synthetics. Innovation, Technologies and Strategies in the Global Markets*, Irwin Professional Publishing, Burr Ridge, IL 1994.

⁶ Si precisa che gli *hedge funds* sono fondi d'investimento particolarmente rischiosi, anche se tendenzialmente più lucrativi, in quanto vi si trattano, in particolare, operazioni nelle quali contenzualmente, ma – ovviamente – *su tavoli separati*, si comprano e si vendono i medesimi titoli, sia vendendo a termini per comprare a pronti, sia comprando a termini per vendere a pronti.

⁷ In particolare, occorre tener conto del livello della capacità produttiva esistente come *spare capacity*, cioè della capacità tenuta (volutamente) inutilizzata dai produttori, anzi essendo proprio quella – conclude l'autore – che è la «vera origine» del prezzo del prodotto considerato; e infatti, quando la *spare capacity* è bassa, il prezzo è strutturalmente in tensione, e viceversa, quando essa è alta.

⁸ Quanto ai paesi in via di sviluppo, mi permetto di rimandare ai miei due volumi delle *Lezioni di economia dello sviluppo*, appena pubblicati (Euroma, Roma 2008).

A p. 781: EDWARD HOPPER, *Nighthawks*, 1942 (part.); Art Institute of Chicago, Chicago, Illinois, USA.