

Ondate anomale ed eventi eccezionali: il giro della morte del capitale fittizio

Maurizio Donato, ottobre 2018

Crisi della teoria e teoria della crisi

La crisi economica scoppiata nell'estate del 2007 ha avuto, tra gli altri effetti, quello di mettere profondamente in crisi l'apparato ideologico con cui, per decenni, è stato gestito il capitalismo contemporaneo. E' rimasto giustamente famoso il tono con cui la regina d'Inghilterra ha rimproverato i tanti economisti, banchieri e dirigenti del Tesoro che, lodati e ricompensati lautamente per il loro lavoro, non erano stati capaci di prevedere quello che stava succedendo. Dieci anni dopo, un presidente statunitense dallo stile non precisamente regale, reagisce in modo non troppo diverso nei confronti della politica monetaria della 'sua' Federal Reserve. Evidentemente non è cambiato un gran che.

La teoria economica ortodossa assume, nei confronti delle crisi, un atteggiamento che tende a presentare i suoi fenomeni come *eventi eccezionali*, ossia accadimenti rari che, almeno dal punto di vista della frequenza con cui si manifestano, non rappresenterebbero altro che scostamenti occasionali da una modalità di funzionamento del macrosistema economico contrassegnato nella maggior parte dei casi da regolarità e prevedibilità nel comportamento dei soggetti. Le crisi finanziarie in particolare, che costituiscono gli epifenomeni con cui si manifesta la crisi, vengono analizzate la maggior parte delle volte senza considerarne le relazioni con il settore reale dell'economia, quasi a voler preservare la fondatezza di almeno una parte della teoria, da non contagiare con il suo versante finanziario. Ancora, si tende a restringere le preoccupazioni relative alla crisi al sottoinsieme dei mercati emergenti, a voler significare che se problemi esistono, questi hanno origine e causa in sistemi ancora "primitivi" rispetto al ristretto club dei paesi a capitalismo maturo che riuscirebbe a tenere efficacemente sotto controllo anche le dinamiche potenzialmente perniciose del capitalismo, in virtù della sua lunga storia e – va da sé – della superiore abilità della sua classe dirigente.

Con tali dispositivi ideologici, non sorprende che la crisi scoppiata nel 2007-08 sia stata prima sottovalutata e poi ridimensionata dalla teoria mainstream, che ha fatto ricorso a un ventaglio di ipotesi esplicative che, pur con molti elementi alternativi, hanno alcuni punti in comune. Alla base c'è l'idea che le crisi economiche vadano considerate alla stregua di eventi eccezionali naturali come i terremoti, per loro natura rari e difficilmente prevedibili. Una variante – tipica di certe posizioni 'progressiste' – consiste nel separare l'economia reale, presupposta stabile ed efficiente, da quella finanziaria, fraintendendo in questo modo la nozione di *capitale finanziario* da intendersi invece, leninariamente, come unità, fusione avvenuta e realizzata nelle *holdings*, di banche e imprese. Non è possibile separare nettamente il capitalismo finanziario da quello produttivo per la semplice ragione che spesso queste due funzioni del capitale convivono nello stesso soggetto, tipicamente rappresentato da una holding, che opera sia nel campo degli investimenti produttivi che in quello della speculazione, attraverso strumenti operativi diversi che rendono solo più difficile

l'individuazione della piramide societaria agli occhi del fisco¹. Tuttavia, è possibile considerare separatamente le due funzioni del capitale ed in questo senso appare corretto sostenere che siamo in presenza di una tendenza a una progressiva autonomizzazione delle funzioni meramente speculative del capitale, a patto di tenere bene a mente che tale fenomeno avviene proprio a causa dei meccanismi su cui si fonda l'accumulazione di capitale, che rendono ciclicamente insufficiente la produzione di plusvalore in rapporto al valore e alla consistenza del capitale esistente.

Innovazioni finanziarie

La famiglia dei prodotti finanziari si è arricchita di nuovi membri a partire dall'autunno del 1968, anno in cui fu stipulato il primo tipo di contratto moderno in cui sia presente un prodotto finanziario *derivato*. Le *opzioni* sono un esempio di derivato; più precisamente, si tratta di contratti che consentono di comprare azioni di imprese a un prezzo prefissato; le opzioni di tipo *call* consentono di comprare uno stock a un determinato prezzo di esercizio nel futuro, quelle di tipo *put* di vendere a un prezzo fisso; se il prezzo effettivo è più alto di quello di esercizio, l'operatore finanziario compra, vende e realizza un "profitto"; in caso contrario l'opzione scade e il sottoscrittore incassa il premio. Ma come indovinare il prezzo finale di un'azione? Come scegliere il prezzo da proporre nel contratto? Fino alla fine degli anni '50 gli analisti finanziari non adoperavano statistiche particolarmente sofisticate per prevedere il valore di un titolo, anche perché i calcolatori non erano diffusi come oggi; si guardava ai risultati raggiunti da una impresa e, al più, si teneva conto della volatilità del titolo, cioè dei suoi scostamenti dalla media dei risultati; ma, come comportarsi con le opzioni?

La scoperta rivoluzionaria di Fischer Black² fu quella di sostenere che il rendimento di una opzione dipende dalla sua *volatilità*, esattamente come accade per le azioni; quando nel 1969, assieme con Myron Scholes, scoprì la "formula magica" in grado di slegare il prezzo dell'opzione dal suo rendimento, la teoria moderna della finanza era nata.

Una importante banca di investimenti americana si mise subito all'opera per applicare la formula ai propri affari, traducendola pressappoco così: per coprirsi dai rischi è sufficiente tenere tanti stocks quante opzioni vendi e "replicare" il portafoglio: non ha alcuna importanza se il prezzo dell'azione vada giù o su, dal momento che il guadagno è sul contratto. Basta aggiungere una percentuale di punto al tasso di interesse, ed hai fatto arbitraggio coperto dai rischi.

Nella primavera del 1973 la Commissione statunitense di controllo sulla borsa consentì lo scambio di opzioni al Chicago Board Of Exchange, a maggio Black e Scholes resero pubblica la "formula magica" e Merton pubblicò un importante articolo collegato alla questione di cui discutiamo. Al di là degli aspetti tecnici sicuramente importanti ma non fondamentali per il nostro lavoro, ci interessa sottolineare le ipotesi alla base non solo degli articoli cui stiamo facendo riferimento, ma di tutta la nuova teoria economica e finanziaria ortodossa. Si tratta di assunzioni apparentemente innocue,

1 In più di un caso, le funzioni diverse sono incarnate dalla stessa persona fisica che può essere, ad esempio, amministratore delegato della FIAT e vicepresidente della UBS.

2 Espressa compiutamente nell'articolo scritto con Myron Scholes dal titolo *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy, maggio-giugno 1973

considerate come dogmi dall'accademia, eppure ricche di implicazioni importanti, perché è a partire da queste fondamenta che si è sviluppata non solo la nuova teoria della finanza moderna, ma la concreta pratica di gestione delle banche che su tali ipotesi continua a fondarsi.

Una prima ipotesi, espressa solitamente assieme a una seconda, presuppone l'esistenza di scambi di mercato continui e senza frizioni. La critica degli economisti eterodossi è stata rivolta negli anni prevalentemente alla seconda delle due affermazioni, sostenendo che in realtà le frizioni – definibili come *costi di transazione* – esistono ed è sbagliato non tenerne conto, ma a nostro giudizio l'ipotesi più importante è la prima, che presuppone la capacità dei mercati di funzionare sempre, come se non esistesse e non potesse mai esistere un problema di liquidità, che viceversa esiste e si manifesta come sintomo di crisi in una situazione in cui, ad esempio, tutti vogliono vendere ma non c'è nessuno che compra. La terza assunzione di fondo è probabilmente il vero assunto di base della teoria economica liberale, la pietra angolare su cui si costruisce tutto l'edificio dell'ortodossia economica e finanziaria: l'ipotesi di mercati efficienti. I prezzi – si sostiene - conterrebbero tutta l'informazione necessaria che viene processata dal mercato senza lasciare agli operatori alcuna possibilità di “vincere”, di “battere” il mercato stesso. In un mercato efficiente nessuna impresa ha potere, e i prezzi, dunque i rendimenti delle attività finanziarie, seguono un tipico andamento da *random walk*, distribuzioni statistiche la cui forma è di tipo *Normale*, con media stabile e varianza finita.

La teoria finanziaria standard considera uno *stock* come un insieme di rendimenti sul capitale di cui osservare i risultati giorno per giorno; tale insieme, come ogni altro esempio del mondo naturale, può essere studiato dal punto di vista statistico formulando ipotesi sulla forma della sua distribuzione, di cui si possono considerare momenti significativi la *media* e la *deviazione standard* (dalla media), altrimenti definita come *volatilità*, il cui valore ci dice come si distribuiscono i rendimenti di un determinato *stock* attorno alla media.

Esistono tuttavia altre caratteristiche che può essere utile conoscere riguardo alla forma di una distribuzione statistica: ad esempio una banca può chiedersi, scegliendo un investimento a caso tra quelli che compongono il proprio portafoglio, qual è il valore più basso che tale investimento può raggiungere in – mettiamo – 19 casi su 20. In termini finanziari, questa domanda equivale a chiedersi quale sia la massima perdita realizzabile su una singola attività, e la risposta dipende ancora una volta dalla *forma della distribuzione*: se si ipotizza che sia *Normale*, con la classica forma a campana in cui la maggioranza dei valori sta attorno alla media, allora basta conoscere la volatilità. Tuttavia, contrariamente alle ipotesi standard della teoria finanziaria, non è così scontato assumere che i rendimenti delle attività finanziarie si distribuiscano in modo *Normale*; è possibile invece ritenere che la loro distribuzione sia caratterizzata dalla presenza di *leggi di potenza*, come è più plausibile ritenere quando gli eventi oggetti di studio (nel nostro caso il valore delle azioni o comunque rendimenti di attività finanziarie) sono tra loro *interdipendenti* e non *indipendenti*. Ma l'ipotesi di mercati efficienti e l'assunzione di concorrenza perfetta si basano proprio sulla presunta indipendenza di soggetti le cui scelte (i prezzi, i rendimenti delle attività finanziarie) sarebbero a loro volta eventi statisticamente indipendenti, con le conseguenze ipotizzabili in merito alla correlazione. Oggetti indipendenti producono tipicamente distribuzioni *Gaussiane*, normali, in cui

gli eventi eccezionali sono così rari rispetto alla media che trascurarli è una scelta saggia, dal punto di vista della ricerca; al contrario, eventi interdipendenti tendono a rafforzare reciprocamente i propri risultati presentandosi *a grappoli* caratterizzati dal classico effetto contagio.

L'esempio tipico di distribuzione statistica dominata da una legge di potenza è quella del reddito e della ricchezza notata per primo da Vilfredo Pareto; l'80% della terra nelle mani del 20% delle persone; l'80% delle risorse concentrate nel 20% delle famiglie, e così di seguito. Ai nostri giorni l'industria del cinema è caratterizzata dalla presenza di leggi di potenza, dal momento che un singolo film "blockbuster" incassa in un anno più della somma di tutti gli altri, riuscendo in alcune stagioni a rappresentare l'unica posta in attivo del bilancio dell'intero settore. In termini più generali, applicare la legge di potenza all'economia finanziaria vuol dire che anche se un evento come una crisi si produce raramente, i suoi effetti vanno ben al di là delle probabilità che l'evento stesso si verifichi, producendo risultati catastrofici difficilmente prevedibili dagli attuali modelli su cui si fondano le scelte delle istituzioni finanziarie leader. L'assunzione di normalità nella distribuzione dei rendimenti dei titoli non è una semplice ipotesi statistica priva di conseguenze nella gestione degli affari; se si ipotizza che azioni e titoli sono correlati negativamente in modo da annullare la volatilità reciproca, allora è possibile "prendere due rischi pagandone uno". Se il mercato in questione è quello delle *opzioni*, diventa relativamente semplice per una banca di investimenti realizzare profitti: basta vendere contratti sul prezzo futuro di un'azione a soggetti diversi con aspettative opposte; se perderà uno, guadagnerà l'altro, ma in ogni caso la banca avrà guadagnato sulle commissioni, rimanendo indifferente al prezzo finale del titolo. L'unico "piccolo" problema è rappresentato dalla liquidità necessaria a "replicare" le opzioni garantendo un collaterale, ma con un *rapporto di leva* praticamente infinito il problema non si pone quasi mai, dal momento che il capitale di una tipica banca di investimento è costituito in media da un decimo, a volte anche dal 5% del volume di affari che gestisce. Nella gestione corrente delle banche, tutte le volte che il "radar" segnala che si sta raggiungendo un limite rischioso, la scelta che la teoria ortodossa suggerisce non è fermarsi, ma cercare di raccogliere nuovo capitale da utilizzare come collaterale, facendo felici allo stesso tempo i regolatori di Basilea che raccomandano di utilizzare il VaR come indicatore del rischio.

Così funzionava il fondo LTCM di cui era consulente uno dei premi Nobel citati in precedenza; così i proprietari e i manager di LTCM hanno guadagnato denaro a palate per anni; così il fondo è fallito nell'estate del 1998.

Nelle stesse settimane in cui il governo russo dichiarò di non poter onorare (parte de) i propri debiti, il mercato non funzionò come la teoria prevedeva: insolvenza, a causa di illiquidità.

Fallimento del mercato, assieme all'insolvenza di un soggetto sovrano. Come ammettono candidamente oggi eccellenti economisti chiamati a stimare gli effetti della crisi generata dal mercato immobiliare³, gli intermediari finanziari gestiscono il bilancio delle proprie attività e passività in modo esattamente opposto a quanto fanno usualmente i soggetti economici "normali", che tendono ad abbassare il livello di indebitamento se la propria ricchezza cresce, e dunque

³ David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil Kashyap, Hyung Song Shin, Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown, febbraio 2008

comportandosi in modo anticiclico; al contrario, le grandi istituzioni finanziarie come banche e fondi aumentano il proprio livello di indebitamento nei periodi di boom perché questo predicono i modelli di valutazione del rischio, quasi universalmente basati sul valore a rischio (VaR). Il VaR, in quanto stima delle perdite che una banca “approssimativamente” sopporterebbe nel caso si verifici un evento eccezionalmente negativo, costituisce una stima della probabilità di perdite condizionata alla scelta soggettiva di due parametri, l’intervallo di confidenza e l’orizzonte temporale dell’investimento. La regola di gestione basata sul VaR consiste nel mantenere una quota di capitale che è pari alla somma considerata a rischio $E = V \times A$; il rapporto di leva L rappresenta la quota delle attività rispetto al capitale mantenuto $L = A/E$ ed è evidentemente l’inverso del valore a rischio $L = 1/V$.

La caratteristica natura pro-ciclica del rapporto di leva dipende così direttamente dalla natura anticiclica della misura del rischio: l’indebitamento è alto quando il valore considerato a rischio è basso e ciò accade quando il ciclo è nella sua fase positiva ed i prezzi delle attività finanziarie, come tutti gli altri prezzi, in ascesa; il rapporto di leva è basso quando il ciclo si trova nella sua fase negativa, caratterizzata da aumentata volatilità nei prezzi delle attività e di accresciuta correlazione dei suoi rendimenti. Diversi autori hanno negli ultimi anni sottoposto a critica il VaR come misura efficace del rischio⁵ focalizzando l’attenzione in particolare sulle proprietà statistiche del VaR che, basandosi solo sul momento secondo delle distribuzioni (la deviazione standard), ignora sia indicatori come l’asimmetria e la curtosi, sia i momenti frazionali tipici della dipendenza di lungo periodo. E’ a causa di tale insufficienza che la metodologia basata sul VaR sottostima gli eventi eccezionali, che tendono a presentarsi tipicamente a grappolo a causa della loro “memoria lunga”.

I processi di prezzo nei mercati finanziari, sebbene in maniera differente a seconda del tipo di mercato, tendono ad essere caratterizzati da dipendenza globale, trattandosi di processi statistici a memoria lunga, con funzioni di autocovarianza che declinano piuttosto lentamente a causa dell’aggregazione di flussi di investimento con orizzonte temporale diverso e diverso grado di liquidità. I processi che governano i prezzi di azioni, monete e obbligazioni seguono una tipica *dinamica non lineare*, in cui periodi di alta frequenza nelle transazioni si alternano a periodi di condensazione e di rarefazione. Dal punto di vista dell’efficacia della misura, è stato pure sottolineato il carattere puramente fittizio dei “test di stress” che riflettono il ruolo della soggettività nella scelta dell’intervallo di confidenza del VaR: scegliere livelli di confidenza più alti implica VaR maggiori, che a sua volta implica un più alto livello di capitale richiesto, ma anche periodi più lunghi per testare la misura. Se, ad esempio, l’orizzonte temporale degli investimenti è un giorno e la banca sceglie un intervallo di confidenza del 95%, vuol dire che si aspetta una perdita peggiore del VaR in media un giorno ogni venti; se scegli un intervallo di confidenza del 99%, devi aspettare in media più di tre mesi per verificare se il test funziona, ma se l’orizzonte temporale dell’investimento è un mese allora la scelta dell’intervallo di confidenza al 99% implica che devi aspettare almeno cento mesi, cioè otto anni, prima di poter sapere se il modello funziona e se l’orizzonte dell’investimento è un anno, allora scegliere il 99% significa aspettare un secolo!

4 Se V è il valore a rischio per euro di attività, il totale del rischio per un soggetto è dato da $V \times A$, dove A rappresenta il totale delle attività

5 A mò di esempio citiamo l’articolo di Cornelis Los, *Why the Var Fails: Long Memory and Extreme Events in Financial Markets*, 2004

Inoltre, l'ipotesi generale è che le osservazioni in ciascuno dei periodi siano indipendenti e stazionarie, e si tratta di un'assunzione tutt'altro che verificata.

Un po' di storia finanziaria recente

Per apprezzare a pieno la relazione che esiste tra fondamenti teorici della teoria finanziaria e crisi, è utile tornare a considerarne lo svolgimento storico, che dimostra come le opportunità di impiego del capitale in eccesso siano da porre in relazione ai nuovi mercati finanziari apparsi sulla scena del capitalismo contemporaneo. Nell'estate del 1971 il dollaro nordamericano si sgancia dall'oro, rendendo flessibili i *tassi di cambio* tra le monete e dunque aprendo un nuovo mercato su cui sperimentare teoria e pratica economico-finanziaria. Ancora nel 1970 l'inflazione negli Usa era al 10%, il che significa per le banche che prestavano denaro vederselo restituire svalutato di un decimo; i tassi di interesse erano necessariamente alti e, per farli diminuire, la Banca federale statunitense era costretta a comprare titoli del Tesoro aumentando l'offerta di moneta. Questo comportamento a sua volta rafforzava l'inflazione producendo come risultato la recessione dell'economia.

L'introduzione dei cambi flessibili consente di estendere i comportamenti speculativi oltre i mercati tradizionali delle azioni o delle merci: nel 1972 il *Chicago Mercantile Exchange* (CME) dà vita al nuovo *International Monetary Market* (IMM) che consente di trattare contratti *futures* sulle valute, che sfruttano la differenza tra tassi di interesse e tassi di cambio, proteggendosi dal rischio con un future. Si poteva fare altrettanto (o meglio) con i titoli del debito pubblico? Il "problema" è ancora una volta rappresentato dalla volatilità, ma con un senso capovolto rispetto alla logica di uso corrente: i *tassi di interesse* sono in genere molto meno volatili delle azioni e fino a quando la politica monetaria delle banche centrali considerava la stabilità dei tassi un valore positivo non c'è stato business in questo settore. La svolta arriva con la nomina a governatore della Banca federale di Paul Volcker (voluta dal democratico Carter) che innova la gestione della politica monetaria lasciando i tassi di interesse liberi di fluttuare; il 6 ottobre 1979 resta nella memoria dei mercati finanziari Usa come il *saturday night massacre*, al lunedì i prezzi dei titoli persero l'11% perché tutti vendevano impauriti e la discesa continuò al ritmo di due punti al giorno per tutta la settimana. Le banche di investimento nordamericane persero milioni di dollari; tutte tranne una, la Salomon Bank, i cui azionisti e manager avevano colto l'opportunità dell'apertura (avvenuta nell'estate del 1977) del mercato dei *futures* sui buoni del Tesoro. La Banca di Salomone aveva coperto i titoli con *futures* inaugurando la nuova epopea della finanza moderna; finita l'era della stabilità, cominciava quella della volatilità.

Nello stesso tempo l'aumento del prezzo del petrolio e la fine della convertibilità dollaro – oro avevano fatto nascere un nuovo e promettente mercato: quello dei cosiddetti eurodollari, con sede a Londra. I ricchi sceicchi investivano colà i dollari ricavati dalla rendita del petrolio e, considerato l'andamento piuttosto piatto dei mercati azionari, preferirono puntare sul mercato delle obbligazioni. Poi, nel corso degli anni '80, il ciclo cambiò ancora, con il corso delle azioni galvanizzato dalla nuova politica economica reaganiana; alla fine degli anni '80 i mercati finanziari

mondiali erano caratterizzati dalla progressiva riduzione dei rendimenti offerti dai titoli di Stato nei paesi industrializzati, accompagnata da una riduzione della volatilità e dall'aumento della correlazione tra i diversi mercati del debito pubblico, particolarmente nell'area valutaria europea interessata dal processo di integrazione monetaria. La speculazione doveva spostarsi altrove, e l'obiettivo scelto furono i mercati dei paesi "emergenti".

Una sera di settembre del 1985, all'*Hotel Plaza*, i leader economici e politici mondiali raggiunsero un accordo per favorire una discesa pilotata del dollaro, la cui sopravvalutazione soprattutto nei confronti dello yen aveva consentito alle economie concorrenti di ricostituire una forza che avevano perso alla fine della seconda guerra mondiale. Ci è voluto forse più tempo del previsto, ma nel giro di dieci anni i rapporti di forza tornarono ad essere più favorevoli alle economie occidentali, prima che il ciclo si invertisse nuovamente sul finire degli anni '90. Se si considerano gli *investimenti di capitale* come caratteristica della fase imperialista del capitalismo, il Giappone, che aveva superato il 10% nel totale dei flussi di *Ide in uscita* a metà degli anni ottanta, torna indietro al 7% nel 1993, più o meno la stessa percentuale del 1975; nello stesso periodo la quota degli Usa sul totale passa dal 23% di metà anni ottanta al 30% intorno alla metà degli anni '90: indubbiamente un recupero, ma va ricordato che alla metà degli anni settanta le multinazionali americane contavano per più della metà (53%) del totale degli investimenti di capitale in uscita. Per quanto riguarda le destinazioni di questi investimenti, i paesi dell'Asia orientale attraevano a metà anni '80 solo il 10% del totale dei flussi di capitale, che diventano il 25% a metà del decennio successivo.

Un risultato non secondario della svolta del Plaza è interessante per il filo del nostro ragionamento fu che la svalutazione della moneta statunitense consentiva di chiudere la crisi del debito estero dei paesi in via di sviluppo per avviare la nuova fase dominata dallo sfruttamento diretto di questi mercati attraverso la promozione degli investimenti, che avevano però bisogno di una massiccia dose di liberalizzazione per consentirne l'invasione. In quell'occasione, le banche private di Usa, Giappone, Europa rinunciarono a chiedere il rimborso totale dei propri crediti, dando avvio a una diversa modalità di gestione dei rapporti imperialistici in cui il ruolo più importante nel movimento internazionale dei capitali si spostava dai prestiti gestiti dai consorzi di banche, prevalenti nel ventennio '70-'80, agli *Investimenti diretti all'estero* effettuati dalle compagnie multinazionali e agli *Investimenti di portafoglio* gestiti dai cosiddetti investitori istituzionali. Beninteso, ciò non vuol dire che le banche si ritirassero dal business, piuttosto cambiava la modalità del proprio coinvolgimento, assieme agli strumenti operativi e finanziari con cui intervenire.

Agli inizi degli anni '90 lo scenario è pronto, in concomitanza col declino dei tassi di interesse Usa e del conseguente collegato calo del dollaro, per un promettente afflusso dei capitali verso i paesi in via di sviluppo le cui economie erano state nel frattempo ampiamente privatizzate anche grazie agli "aiuti" del *Fondo monetario internazionale* generosamente erogati in cambio della ristrutturazione dei loro debiti.

Per dare un'idea dell'entità dei flussi di cui si discute, ricordiamo che all'inizio degli anni '80, nella fase di avvio della prima crisi del debito estero, l'afflusso di capitali nei paesi in via di sviluppo non raggiungeva l'equivalente di 50.000mld di vecchie lire; dopo che la svolta del Plaza fu metabolizzata dai mercati, nel 1993, il flusso era arrivato a 300.000mld ma non appena, come

successes durante il 1994, la politica monetaria Usa cambiò di segno, i capitali volarono via: tra la primavera e l'autunno dello stesso gli investimenti erano già calati a 200.000mld.

Appare così chiaro che, nonostante si sia trattato e si tratti di movimenti di capitale ingenti in relazione alla storia passata di questi paesi, non si deve commettere l'errore di sopravvalutarne il peso, ma soprattutto occorre tenere ben presente il ruolo "di riserva" di tale impiego del capitale; i flussi finanziari prendono la via dei paesi emergenti solo se e quando le opportunità di profitto nei paesi dominanti appaiono incerte o in calo, pronte a spiccare il "volo verso la qualità" non appena la situazione lo consente. In particolare va sottolineato il ruolo centrale che ha giocato in questi movimenti la politica monetaria della Banca federale statunitense⁶; il capitale si sposta verso la periferia dell'impero se e quando i tassi di interesse sulle obbligazioni del Tesoro Usa sono bassi, chiarendo bene il senso in cui va intesa l'espressione "capitale speculativo".

Tra alti e bassi, le "ondate anomale" di investimenti nei paesi emergenti sono continuate e continuano tuttora, ed è molto difficile per i paesi "ospiti" cercare di controllarne i flussi. La "sovranità limitata" cui sono sottoposti i paesi dominati dall'imperialismo consiste proprio nella difficoltà di condurre una politica economica autonoma in grado di orientare la direzione dei flussi di capitale, sia in entrata che in uscita. Le "ondate anomale" si interrompono spesso bruscamente, con conseguenze fortemente negative sulle economie dei paesi coinvolti; alcuni autori⁷ hanno preso in esame le diverse ondate di investimento nei paesi emergenti (fino al 2007) per studiare le caratteristiche di eventi che hanno tutte le carte in regola per meritare la qualifica di eccezionali: su 87 episodi presi in considerazione (un aumento degli investimenti particolarmente superiore alla media storica di un dato paese) ben 40, ossia circa la metà, si sono conclusi in modo brusco, dando avvio a una crisi nel paese interessato.

Dopo l'episodio del Messico, furono alcuni paesi dell'est-Asia le prime vittime di una "ondata anomala" che al suo ritiro ha scatenato una crisi gravissima in paesi che, in virtù dello sviluppo raggiunto, evidentemente cominciavano a rappresentare una minaccia per le multinazionali legate ai paesi dominanti. Dopo anni di crescita sostenuta, ottenuta anche grazie al legame valutario stabilito con un dollaro che perdeva quota come deciso al Plaza, bastarono poche settimane per provocare il collasso; secondo le stime riportate da Joseph Stiglitz⁸ nel giro di pochi mesi la percentuale di disoccupati quadruplicò in Corea, triplicò in Thailandia e decuplicò in Indonesia. Non solo. Per via dell'accresciuta interdipendenza tra i sistemi economici, il crollo dell'area del mondo più vitale in termini di tassi di crescita e di accumulazione contagiò rapidamente altri mercati "emergenti" scatenando una crisi globale i cui effetti hanno provocato grosse critiche all'operato delle istituzioni capitalistiche. Uno dei pochi paesi del gruppo delle "tigri asiatiche" a non subire conseguenze particolarmente gravi dall'ondata anomala – a parte la Cina – è stata la Malesia, i cui dirigenti politici rifiutarono saggilmente di seguire i "consigli" del Fondo monetario rafforzando anziché

⁶ Insisteva spesso, e a ragione, su questo, il professor Marcello De Cecco

⁷ Torbjorn Becker e Paolo Mauro, Output Drops and the Shocks that Matter, IMF Working Paper 172, 2006

⁸ Joseph. Stiglitz, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, 2002; per una ricostruzione puntuale della crisi asiatica si veda pure il libro di Domenica Tropeano, *Liberalizzazione e crisi finanziarie*, Carocci, 2001

ridurre o eliminare i controlli sul movimento dei capitali e cominciando a pensare a un'alternativa al ricatto valutario esercitato nei confronti dei paesi dominati. La gravità della crisi est-Asiatica aveva mostrato infatti come, oltre al controllo sui movimenti del capitale, nemmeno la strategia di tenere la propria valuta agganciata al dollaro può essere considerata una garanzia sufficiente in un mondo di cambi flessibili, anche perché la speculazione internazionale può trovare diversi canali per manifestarsi.

Il mercato immobiliare e le cartolarizzazioni dei crediti

Ma, come abbiamo accennato sopra, non di soli investimenti all'estero vive il capitale, anzi. Proprio in virtù del carattere stratificato dell'imperialismo, il grosso dell'impiego del capitale avviene all'interno dei propri confini, e da sempre il mercato immobiliare è una valvola di sfogo importante per il capitale in eccesso, per alcuni addirittura il volano dell'economia reale. Fu nell'autunno del 1975, dunque in coincidenza con l'inizio dell'era della volatilità sui mercati dei cambi e dei tassi di interesse, che a Richard Sandor venne per primo l'idea di legare un contratto *future* ai mutui immobiliari. Erano le piccole *Saving & Loans Banks* che negli Usa finanziavano con il denaro depositato dai risparmiatori chi voleva comprare casa. Comportandosi in modo convenzionalmente conservativo, le S&L si rifiutavano di accendere mutui a quel tipo di famiglie – spesso composto da giovani coppie non ricche – che pure ne avrebbero avuto maggiormente bisogno, dal momento che si tratta di soggetti economici che normalmente non sono in grado di fornire garanzie sufficienti. Il governo Usa aveva costituito una agenzia, la *Government National Mortgage Association* (GNMA) il cui scopo era comprare mutui dalle S&L, “impacchettarli” per poi rivenderli come obbligazioni; questi titoli, denominati *mortgage-backed securities* (Mbs), fruttando un interesse maggiore di quello pagato dai buoni del Tesoro, si rivelarono subito allettanti per gli investitori. Con i titoli in portafoglio, i costruttori di case americani potevano organizzare il finanziamento dei mutui prima ancora di iniziare a edificare; quando le case erano completate, potevano pubblicizzarne l'acquisto con mutuo incluso, il che costituiva una garanzia di vendita immediata.

Ovviamente, un cambiamento nei tassi di interesse poteva generare perdite anche considerevoli per i proprietari di case, ma per le banche coinvolte nell'affare il rischio era già stato trasferito: *cartolarizzato*. Solo un anno dopo, nel 1976, furono sottoscritti i primi contratti *futures* sui titoli del debito pubblico e i big del mercato finanziario si spostarono rapidamente sul nuovo business, più redditizio e sicuro, ma nel frattempo le cartolarizzazioni erano diventate una pratica normale dell'intermediazione finanziaria che ha rivoluzionato il funzionamento delle banche. Durante gli anni '60 e '70 gli istituti di credito raccoglievano denaro sotto forma di depositi e conti correnti che poi impiegavano in mutui aziendali, ipotecari e prestiti. Oggi le banche concedono ancora mutui ed emettono carte di credito ma, una volta che hanno finanziato i prestiti, li convertono in titoli negoziabili, li cartolarizzano, trasferendo il rischio a soggetti diversi, che non sempre conoscono con precisione che tipo di titoli hanno in portafoglio.

Nel 1980 la quota di debito del settore privato posseduta direttamente dalle banche era pari al 45%, mentre quella cartolarizzata rappresentava il 27% del totale; nel 2007 le banche gestiscono il 30% dei debiti e ne cartolarizzano il 55%.

Le innovazioni finanziarie che stiamo considerando hanno modificato profondamente la catena finanziaria della crisi con effetti perversi sui *meccanismi di trasmissione*, dal momento che, una volta operata la cartolarizzazione, gli ex crediti trasformati in titoli diventano *obbligazioni junior*, ossia subordinate, appartenendo a una classe con priorità inferiore nei confronti dei debiti qualora si verificasse un *fallimento*. Un fallimento presenta tipicamente circostanze che richiedono una valutazione speciale per quanto riguarda i creditori, i debitori e i tribunali. Assegnare dei valori, prevedere le azioni della corte, determinare lo status dei detentori di azioni o di obbligazioni sono solo alcuni dei problemi implicati da una procedura di fallimento. Un investitore deve cercare di prevedere che cosa farà la società quando la ristrutturazione sarà completata, quanto varrà la nuova società, e soprattutto come il valore residuo dell'azienda fallita verrà suddiviso tra le varie categorie di creditori. In generale, più una obbligazione è junior, maggiore sarà l'incertezza sul suo valore finale; tale livello di incertezza può teoricamente tradursi anche in un apprezzamento, tuttavia – come riferisce il sito ufficiale del New York Asset Exchange – *it is also not uncommon to see junior bonds receive only a few cents on the dollar for their claims*.

In diversi e importanti lavori, Hyman Minsky ha costruito un modello utile a comprendere le conseguenze, se non le cause, della fragilità finanziaria per le imprese che sono costrette a ricorrere al debito come fonte di finanziamento. Distinguendo tra posizioni coperte, speculative e ultra-speculative, gli economisti che si rifanno al pensiero di quest'autore osservano che quando una impresa indebitata vede fallire un proprio progetto di investimento, i suoi creditori sono in qualche senso "costretti" a rinnovare il credito proprio per offrire a se stessi, oltre che all'azienda, qualche chance in più. Dal canto loro, per (sperare di) ottenere un profitto sufficiente non solo a recuperare i costi con un sovrappiù ma a rimborsare i debiti vecchi e nuovi, le imprese finanziariamente fragili sono a loro volta spinte a intraprendere progetti di investimento (reale o finanziario) che per essere più remunerativi sono necessariamente anche più rischiosi, con la ovvia conseguenza di moltiplicare il rischio di insuccesso in una spirale che può condurre al fallimento. L'insolvenza di un singolo può "contagiare" altri soggetti economici, tanto più numerosi quanto maggiore è l'intensità dei legami che l'impresa intrattiene col mercato. In altre parole, maggiore l'interdipendenza, maggiore il rischio di contagio, ed è proprio questa la situazione che si verifica se, passando dal "micro" al "macro", il problema del fallimento investe non un singolo attore economico per quanto importante, ma un intero settore come quello finanziario e addirittura entità sovrane come alcuni Stati nazionali.

La regolamentazione del settore bancario non solo negli Usa ma pure in Europa avvenne dopo quello che tradizionalmente si continua a considerare il più grande fallimento della storia del capitalismo, il crollo del 1929, che coinvolse pesantemente il settore bancario. In alcuni paesi come l'Italia il Tesoro è stato a lungo proprietario delle banche, ma più in generale sia in Europa che negli Usa nel periodo pre-privatizzazioni spesso indicato come esempio negativo di una eccessiva invadenza del settore pubblico nell'economia, non si sono verificati significativi esempi di crisi del

mondo bancario, tranne alcune limitate eccezioni. Viceversa, da quando è stata avviata a livello internazionale la liberalizzazione del settore finanziario, non solo nei paesi “emergenti”, ma anche in quelli avanzati, la frequenza e l’intensità delle crisi è aumentata fino a raggiungere i valori tipici del periodo pre-regolamentazione⁹.

Eppure, tale evidenza storica difficilmente contestabile sembra non scalfire le certezze degli apologeti del libero mercato; piuttosto che riflettere criticamente sulle contraddizioni in cui si dibatte il liberismo, le istituzioni finanziarie internazionali continuano a reclamare il diritto di possedere privatamente le banche, salvo invocare l’intervento pubblico ogni volta che la crisi si manifesta minacciando i propri interessi. E’ successo con le S&Ls durante gli anni ’80, poi con le gravi crisi finanziarie della seconda metà degli anni ’90, infine è accaduto e in maniera ancora più massiccia con la crisi del 2007-08, gestita anche attraverso il salvataggio delle banche coinvolte nella crisi legata alla cartolarizzazione dei mutui sub-prime. Appare evidente che un comportamento coerente con l’impostazione liberista dovrebbe accettare e non solo teorizzare la possibilità del fallimento come una virtù del libero mercato. Se una banca o un fondo di investimenti fallisce, vuol dire che il mercato ha giudicato sbagliati o scorretti i comportamenti di quelle imprese, e se si decide di salvarli, ciò equivale a riconoscere ad alcune istituzioni del capitalismo uno status particolare che altri soggetti dotati di minore forza contrattuale non hanno. Tale status dipende chiaramente dal ruolo che il nodo finanziario gioca nella rete delle filiere transnazionali di produzione. Per via del meccanismo di trasmissione degli impulsi finanziari al settore reale dell’economia, una perdita del settore finanziario si trasmette amplificata al settore produttivo ed il moltiplicatore corrisponde esattamente al rapporto di leva delle istituzioni finanziarie. Seguendo i principi della teoria ortodossa della finanza, quando una banca osserva un attivo alto del proprio bilancio, deduce che il proprio rapporto di leva sia troppo basso e deve essere aumentato; se – ad esempio – aumenta il prezzo delle obbligazioni detenute dalla banca, cresce anche la domanda di queste obbligazioni che la banca sostiene aumentando la propria leva.

Greenwald et al. (2008) trovano in questo comportamento un interessante analogia con la capacità in eccesso con cui operano normalmente le imprese manifatturiere; nel caso della produzione industriale, la tipica forma a catino della curva dei costi medi sta ad indicare che le imprese, per fronteggiare una domanda stocastica, devono operare con impianti che non lavorano quasi mai al massimo delle proprie capacità. Dal versante delle passività, questo comportamento implica un aumento dei debiti a breve, da quello delle attività la ricerca continua di impieghi e di nuovi potenziali debitori.

Quando la crisi scoppia, come avviene nell’estate del 2007, le istituzioni finanziarie con un elevato rapporto di leva non hanno molte alternative: o contrarre le proprie attività rimettendo ordine nei propri bilanci, o riuscire a raccogliere nuovo capitale per raggiungere un nuovo equilibrio manovrando sul versante delle passività. In attesa del raggiungimento del nuovo equilibrio, il settore finanziario si vedrà costretto a ridurre di una quota anche significativa la leva del credito e questo comportamento avrà a sua volta ripercussioni amplificate sul settore reale dell’economia colpendo particolarmente gli agenti economici per cui il vincolo di bilancio morde. Per sistemi

⁹ Michael Bordo, Barry Eichengreen et al., *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, 2001

Intervista sulla crisi – Maurizio Donato

economici in cui la spesa dei consumatori dipende in modo considerevole dall'indebitamento, una contrazione del credito può ridurre di molto la crescita del reddito con effetti a catena sugli altri soggetti del mercato mondiale.

E' per evitare questo genere di conseguenze che, quando scoppia la crisi, si torna a invocare l'intervento pubblico. Dal punto di vista teorico richiedere l'intervento pubblico per salvare una istituzione finanziaria fallita segnala che la teoria liberista non funziona in modo coerente e questa considerazione assume un peso particolare a seconda del giudizio che si dà sulla probabilità che si verifichi un evento negativo, cioè a seconda che si consideri o meno la crisi un evento eccezionale, per frequenza, diffusione, intensità.