

# Introduzione

La crisi finanziaria, che ha origine nel 2007 con la vicenda dei mutui subprime e che in Europa è proseguita con le turbolenze dell'euro, rappresenta uno degli eventi più rilevanti del nuovo secolo. Non soltanto per i suoi effetti materiali (il più grande fallimento nella storia degli Stati Uniti, la più grave recessione della storia del nostro Paese, la messa in crisi delle istituzioni europee), quanto, e soprattutto, per i profondi mutamenti a livello culturale, sociale e politico.

A dieci anni dalla crisi finanziaria, con questo volume provo a valutare l'eredità che gli eventi hanno lasciato.

Se torniamo al dibattito che fece seguito al fallimento di Lehman Brothers, scopriamo che di fronte alla possibilità che gli Stati intervenissero per salvare le banche si creò una saldatura alquanto sorprendente: i più convinti fautori del ruolo positivo del mercato (e di quello negativo dell'intervento pubblico) esultarono per la decisione di lasciar fallire Lehman; d'altro canto gli esponenti dei movimenti antagonisti si trovarono più o meno sulla stessa linea. Per esempio, i rappresentanti del movimento «Occupy London», che occuparono la piazza antistante alla cattedrale di Saint Paul nel 2011 come segno di protesta nei confronti della City, manifestarono nelle loro intenzioni di non voler pagare per le crisi bancarie. I fautori di un capitalismo più puro e i radicali anti-finanza per una volta d'accordo.

Non è l'unica convergenza sorprendente. Di fronte al flop del sistema finanziario internazionale, una scappatoia a prima vista obbligata, e al contempo facile, è sembrata essere quella del ricorso all'etica. Una valutazione condivisa da autorità morali, come Papa Benedetto XVI e l'Arcivescovo di Canterbury, e da esponenti del mondo finanziario come, per esempio, il governatore della Banca d'Inghilterra<sup>1</sup>.

Se gli estremi si uniscono, vuol dire che gli eventi sono davvero dirimpenti. Nel mio percorso voglio partire proprio dal «facile» ricorso all'etica, che troppo spesso diviene compagna di viaggio delle posizioni più oltranziste e delle campagne populiste che vedono nel salvataggio di una banca un favore fatto ai banchieri piuttosto che ai correntisti e alle aziende che hanno bisogno di credito.

Nella mia esperienza, mi sono confrontato con questo tema almeno sotto due diverse vesti. In primo luogo come docente di finanza che ha la responsabilità di introdurre gli studenti al mondo della finanza; provo a dire loro che la finanza è una tecnica neutra e che la coscienza individuale deve sempre essere una vigile compagna di viaggio, ma la tentazione di ricondurre la finanza a una tecnica che, un po' come l'energia nucleare, non è né buona né cattiva mi è sempre sembrata pilatesca e non sincera fino in fondo. Troppo comodo dire «dipende dall'uso che se ne fa».

Non vi è dubbio che la finanza sia una tecnica che deve essere accompagnata da una capacità di discernimento e da un fondamento etico da parte dell'individuo. Queste attitudini rendono sicuramente un buon servizio in ogni caso, ma il riferimento alla propria coscienza o a un generico «bene comune» non mi sono mai sembrati una guida adeguata per chi tutti i giorni deve prendere decisioni riguardanti il mondo della finanza. Questa convinzione l'ho maturata nella mia esperienza come amministratore indipendente di società finanziarie. Sicuramente ci sono operatori finanziari che hanno abdicato su questo fronte alla ricerca di un guadagno facile, ma «distinguere il grano dal loglio» non è sempre facile. Ci sono stimati amministratori che di fronte a scandali di dimensione inaudita hanno semplicemente affermato che non avevano informazioni sufficienti per capire bene ciò che stava succedendo. Quanto è credibile questa posizione e quanto siamo invece di fronte al più classico peccato di omissione con il prevalere della tentazione di «non voler vedere»? Non è facile rispondere. Anche se una persona è integra e fa il suo lavoro con coscienza, il richiamo all'etica rischia di essere davvero di scarso aiuto. Tanto per fare qualche esempio: quale deve essere il livello equo delle commissioni su un prodotto di risparmio gestito? Quando un tasso è usurario? Quando un prodotto non è adatto per un risparmiatore? Quale è il prezzo equo in una transazione fuori da un mercato organizzato? Quali rischi può permettersi un inter-

mediario? Quanto è corretto inserire e cancellare repentinamente ordini sul mercato con l'obiettivo di influenzarne l'andamento?

Si tratta di domande che spesso non trovano risposte precise da un punto di vista tecnico, e tanto meno da un punto di vista etico, poiché richiedono di individuare chiaramente i valori e i diritti in campo, nonché le conseguenze per i soggetti coinvolti; aspetti che sono avvolti nella nebbia quanto, se non di più, le risposte che la tecnica cerca di fornire.

Il richiamo all'etica non è dunque di grande aiuto e la mia convinzione è che la crisi finanziaria abbia mostrato che il problema sia molto più sottile e complesso. Nel caso dell'energia nucleare, gli elementi di criticità da un punto di vista tecnico e i valori in gioco sono ben definiti; la valutazione da un punto di vista etico può essere assai difficile ma i termini della questione sono posti chiaramente. Per esempio, la scelta di utilizzare l'energia nucleare per uso civile richiede di comparare il risparmio sul fronte dei costi nel produrre energia con le conseguenze legate a un possibile incidente e allo smaltimento delle scorie in futuro.

Nel mondo della finanza le cose sono più complicate. Certo si può ridurre tutto il dibattito a quanto sia «giusto» che un amministratore delegato guadagni più di un cassiere di banca, ma se inseguiamo questa prospettiva non si va molto lontano in quanto il corretto funzionamento del sistema finanziario è molto più complesso. Il punto è che la crisi finanziaria ha mostrato in modo chiaro che c'è una «finanza buona» e una «cattiva» in quanto la prima è ben costruita mentre la seconda non lo è. Sono una buona o una cattiva tecnica che rendono una buona o una cattiva finanza piuttosto che l'avidità degli uomini: questo è l'ambito che cercherò di indagare. L'uso disinvolto di alcuni importanti capisaldi della teoria finanziaria (dimostrati e argomentati in tanti bei libri), l'azione di lobbying dell'industria finanziaria e l'abbaglio/impotenza delle autorità di regolamentazione/politiche hanno finito per produrre una finanza mal costruita che non è stata capace di mantenere le promesse di essere utile alla società.

Quello che mi propongo di fare in questo volume è di riflettere sui meccanismi che stanno dietro quanto accaduto: l'obiettivo non è tanto quello di individuare i colpevoli quanto quello di comprendere le ragioni della crisi alla radice, di valutare l'eredità e di individuare possibili soluzioni.

La mia analisi si incentrerà attorno a quattro temi: mercificazione del rischio, industrializzazione dell'attività bancaria, deregolamentazione della finanza, inefficacia delle istituzioni.

Per rendere più agevole il cammino, partirò dalla disanima delle due fasi della crisi: quella dei mutui subprime e quella bancaria e dell'euro. Nel Capitolo 1, dedicato proprio a indagare l'origine della crisi negli Stati Uniti, mi soffermerò su tre aspetti che ci aiuteranno nella nostra analisi: la vicenda dei mutui subprime, quella delle loro cartolarizzazioni, il funzionamento dei mercati durante la crisi con la liquidità che evapora dalla sera alla mattina. Nel Capitolo 2 esaminerò le vicende italiane e europee: in particolare, mi occuperò della crisi dell'euro, della sua connessione con la crisi dei mutui subprime, dell'inefficacia delle istituzioni italiane ed europee nel garantire la stabilità finanziaria e delle banche italiane.

I capitoli successivi entreranno nel vivo dell'analisi. Nel Capitolo 3 indagherò ciò che rappresenta l'oggetto ultimo scambiato nei mercati finanziari: il rischio. Il rischio ha a che vedere con due dimensioni: la probabilità con cui si può verificare un evento e il danno associato a tale evento. Non è facile fornire una definizione di rischio anche perché esso ha natura prospettica e multiforme, e dunque non riguarda un fatto, ma qualcosa che potrà accadere e i cui effetti purtroppo si vedranno solo troppo tardi (dopo che l'incertezza si è dissolta). La sua percezione da parte degli individui è fortemente influenzata dal fatto che esso richiede di effettuare valutazioni e fare oggi scelte foriere di conseguenze percepibili solo domani. Una situazione difficile da affrontare anche perché una misurazione univoca del rischio *ex ante* non esiste. L'origine profonda della crisi finanziaria è, in ultimo, da ricercare proprio nella presunzione della moderna teoria e industria finanziaria di trattare il rischio come un'entità misurabile e quindi come un bene dalle caratteristiche oggettive e scambiabile sul mercato.

Nei Capitoli 4 e 5 analizzerò come questo *vulnus* abbia impattato in modo significativo sul corretto funzionamento degli intermediari e dei mercati finanziari. Un oggetto come il rischio, che è difficile da definire e da valutare, rende molto complesso anche gestire un'azienda. Il classico motto «massimizzare il profitto» non si adatta bene alle società finanziarie sia per limiti intrinseci alle grandi società, sia per le peculiarità delle loro attività. A partire anche dagli esempi offerti dalla

crisi finanziaria, mi concentrerò in particolare su tre temi: governance, modelli di business, attività bancaria non tradizionale.

La crisi finanziaria ha mostrato tutti i limiti circa il funzionamento dei mercati che non sono stati in grado di svolgere la loro funzione: definire un prezzo adeguato per le cartolarizzazioni dei mutui subprime, fornire i più elementari requisiti di liquidità e trasparenza nel caso dei derivati, punire adeguatamente le imprese non virtuose e fornire sufficienti tutele ai risparmiatori. I mercati finanziari non hanno mostrato di funzionare a dovere e la «mano invisibile» intravista da Adam Smith non si è palesata.

Nel Capitolo 6 infine mi soffermerò sui limiti dell'azione delle istituzioni: autorità di regolazione e di vigilanza, intervento degli Stati, politica monetaria. Il tema è controverso ma è possibile provare a fare un bilancio stabilendo cosa ha funzionato e cosa no.

Secondo il governatore della Bank of England, Mark Carney, «La finanza deve essere creduta [...]. Un senso di *self* deve essere accompagnato da un senso di sistemico» e ancora giunge a dire che «i mercati per sostenere la loro legittimità devono essere non soltanto efficaci (*effective*) ma anche giusti [...]». Papa Benedetto XVI non è da meno: «Senza forme interne di solidarietà e di fiducia reciproca, il mercato non può pienamente espletare la propria funzione economica. E oggi è questa fiducia che è venuta a mancare, e la perdita di fiducia è una perdita grave». Questa è la sfida che deve essere colta senza scivolare nelle risposte di principio. Il punto è capire quale sia lo spazio per costruire una finanza che incorpori un senso di sistemico. Nel Capitolo 7 cercherò di individuare l'eredità della crisi finanziaria per una vasta platea di attori: politici, autorità morali, economisti, tecnici, regolatori.

Sul finire della crisi, all'improvviso, si è palesato quello che potrebbe essere il vero castigo di Dio nei confronti della finanza: la rivoluzione del Fintech. Il Fintech presenta alcune caratteristiche che hanno alimentato la fantasia di coloro che hanno mostrato insofferenza nei confronti del sistema finanziario. Il motivo è che le nuove tecnologie applicate nel mondo della finanza potrebbero portare a una disintermediazione degli attori classici. Amazon o altre strutture decentralizzate (tipo *blockchain*) potrebbero permettere trasferimenti di denaro a un costo più contenuto rispetto a quello di una banca; i *big data* e il *machine learning* consentirebbero una più efficace e corretta attività di erogazio-

ne del credito, di consulenza e la costruzione di prodotti più vicini alle esigenze dei clienti. Fintech ha un vago sapore anarcoide ed è sinonimo di democratizzazione e personalizzazione della finanza, due *atout* accattivanti dopo quello che è successo negli ultimi anni.

Sarà il Fintech la soluzione di tutti problemi? Probabilmente no, ma sarà parte del futuro aprendo una prospettiva molto interessante. Il mondo che abbiamo conosciuto prima della crisi con la centralità delle banche sta subendo profondi mutamenti. Niente sarà più come prima, occorre provare a gettare uno sguardo sul futuro avendo ben appreso le lezioni della crisi finanziaria: questo è quello che proverò a fare.

Nello scrivere questo volume ho tratto ispirazione dai commenti di molte persone. Voglio qui ricordare e ringraziare: Michele Bonollo, Concetta Brescia Morra, Antonio Foglia, Daniele Marazzina, Marcello Messori, Federico Pierobon, Ugo Ruffolo, Claudio Sardo, Gianni Toniolo.

## Note

<sup>1</sup> Benedetto XVI, *Caritas in Veritate*, 2009; M. Carney, *Inclusive Capitalism. Creating a Sense of the Systemic*, London, 27 May 2014.