

Dopo la crisi - Il rinnovamento dell'economia sociale di mercato

I. Crisi e speculazione

È vero che la crisi finanziaria ed economica globale non è ancora del tutto superata, ma la fase di escalation è ormai dietro a noi. La congiuntura è passata a un normale movimento ciclico. Ciò significa che, contrariamente ad alcuni timori emersi, si è rivelata essere una pausa di crescita, e non un crollo strutturale. Effettivamente, dopo la crisi non tutto è diverso da come era prima. Permane tuttavia un profondo senso di insicurezza delle persone, permangono i dubbi dei politici e le domande degli economisti. È in discussione la comprensione di principio delle crisi economiche; si tratta di valutare la speculazione in quanto modello d'azione interno al capitalismo e dell'accettazione sociale del progresso e del crescente dinamismo di cambiamento, risultanti dalle crisi e dalle speculazioni. Iniziamo con una considerazione più approfondita di queste questioni.

(1) Innanzitutto: ci siamo lasciati dietro una crisi dell'economia mondiale che in base ad una valutazione accettata in precedenza in realtà non avrebbe dovuto nemmeno avere luogo. Nel suo libro "The Return of Depression Economics" Paul Krugman cita in questo senso il discorso di Robert Lucas dell'anno 2003 e quello di Ben Bernanke dell'anno 2004. Lucas nel suo discorso da presidente in occasione del convegno annuale dell'American Economic Association dichiarò: "the central problem of depression-prevention has been solved, for all practical purposes". Bernanke in una conferenza dal titolo "The Great Moderation", insisté sul fatto „hat modern macro-economic policy more or less had solved the

problem of the business cycle". Il controllo moderno dell'economia globale non avrebbe eliminato il ciclo congiunturale, ma avrebbe piuttosto portato ad una netta moderazione delle oscillazioni cicliche. Perciò non sarebbe più opportuno procedere ad una politica antidepressiva mirata.

Sembrava quindi evidentemente che si fosse avverato un intimo sogno dell'uomo: l'enorme minaccia connessa alla crisi dell'economia mondiale del 1929, alla sua estensione alla grande depressione negli Stati Uniti nonché al suo contributo al crollo della Repubblica di Weimar con tutte le sue conseguenze, aveva motivato speranze simili. Questa speranza è stata realizzata dal messaggio di John Maynard Keynes secondo il quale sarebbe possibile agire nella crisi, frenarne il dinamismo e impedirne le conseguenze drammatiche, e tale messaggio improntò per decenni il pensiero politico-economico.

Vi si aggiunse un elemento molto importante: "tra le conseguenze indubbiamente deleterie della crisi dell'economia mondiale del 1929 e anni successivi vi è il fatto che è andato perduto il concetto della normalità delle crisi economiche, anzi della loro funzione addirittura necessaria nell'ambito del cambiamento strutturale dell'economia" (W. Plumpe, GWU 2010, 284). Allora il ripensamento delle crisi economiche si è fondamentalmente modificato. La crisi dell'economia mondiale non solo ha discreditato il capitalismo a livello globale, ma ne ha reso contemporaneamente accettabili le - inevitabili - crisi, la ciclicità. A fronte di ciò si è supposto che lo stato

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

avesse la competenza di domare il capitalismo e di lottare contro le sue crisi.

Così, l'esperienza dell'impoverimento economico di massa nonché delle catastrofi politiche caratterizzò un atteggiamento chiaro e duraturo di aspettativa. La convinzione che senza l'intervento statale vi fosse il rischio dell'apocalisse, che si avvicinasse la fine del mondo, divenne parte degli indirizzi delle società moderne. La crisi dell'economia mondiale ha messo in discussione l'accettazione di principio delle crisi in quanto processi inevitabili di epurazione della divisione economica del lavoro. Questa esperienza di crisi ha ricordato ai contemporanei le grandi faglie della società premoderna. La storiografia in questo caso parla di crisi di "type ancien", che non erano di natura ciclica, ma si verificavano soprattutto a seguito di cambiamenti climatici o di avvenimenti politico-militari e in genere causavano perdite demografiche. Anche le crisi speculative dei secoli precedenti – come la mania dei tulipani in Olanda tra il 1634 e il 1637, la bolla dei Mari del sud del 1720 o la speculazione con gli assegnati della Rivoluzione Francese – non erano crisi economiche sistemiche, tanto più che i loro effetti si presentavano con nessi facilmente comprensibili. Ne conseguì che le crisi non costituivano luoghi della memoria dell'uomo che godessero di una buona reputazione, ma che erano piuttosto segni premonitori del male in un mondo che era possibile esplorare prevalentemente attraverso i miti e, quindi, diventava gestibile a livello di prassi vitale.

Invece, per il secolo precedente la crisi dell'economia mondiale – precisamente a partire dal 1850 – è valida una valutazione diversa: le crisi del capitalismo che si verificavano come conseguenza delle nuove tecnologie, delle nuove forme della divisione del lavoro e delle nuove soluzioni per lo scambio economico a partire dal XIX secolo, erano da un lato intelligibili in quanto fenomeni ciclici nelle loro conseguenze economiche e sociali – il che può sembrare alquanto arduo se si considerano i destini individuali, ma è necessario per rendere evidenti le differenze – e dall'altro inevitabili

in quanto spinte adattative nel cambiamento strutturale. Comunque, non davano luogo a isterismi e paure da fine del mondo, nemmeno ai fini della richiesta di interventi politico-economici globali mirati. Con l'incremento della produzione economica, con cui si impressionarono i contemporanei del XIX secolo, si è avuto contemporaneamente anche un aumento della volatilità. Ambedue erano caratteristiche della modalità economica moderna - basata sulla formazione del capitale, la divisione del lavoro e il controllo decentrato - e la distinguono dalle società precedenti ad impronta agricola. La grande depressione superò questa esperienza ponendo in linea di massima questioni nuove e determinando il modo di pensare relativamente alle crisi economiche.

(2) In secondo luogo: quando si esperiscono crisi della dimensione di una crisi economica mondiale, in base a un riflesso naturale non si richiedono solo rimedi, ma anche l'indicazione e la messa sotto accusa dei colpevoli. Per questo la storia conosce molti esempi, come quando in tempi di sollecitazione esistenziale si nominavano come responsabili determinati gruppi. In questo senso le crisi economiche vengono associate a speculazione e speculatori. Non di rado a ciò si accompagna in modo istintivo l'equiparazione della speculazione con la manipolazione, e comunque si produce un grande disagio nei confronti di questa forma di scommessa, sebbene senza di essa la modalità economica capitalistica non sarebbe concepibile. Infatti, come sarebbe possibile formare del capitale, se oggi una scommessa sulla domanda futura non stimolasse gli investimenti? Come sarebbe possibile testare delle idee, se non vi è del capitale disponibile? In realtà si tratta di cose ovvie. Tuttavia, le crisi sono anche tempi di lieve disorientamento, tanto più che simili avversioni hanno una lunga tradizione.

La speculazione in quanto azione mirata in direzione dell'incerto, provoca casi, eventi e sviluppi che non devono essere per forza conformi alle aspettative, per cui si sottraggono alla valutabilità. In questo caso si imputa agli speculatori il fatto che

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

agirebbero in modo ingannevole contro coloro che, motivati dall'onestà, creano valori reali. È vero che lo sviluppo di determinati strumenti finanziari di natura derivativa ha pubblicamente diffuso questa opinione, motivando la tesi dello sganciamento della sfera finanziaria dalla creazione di valore reale. Tuttavia rimane poco chiaro quello che ciò significa perché a livello pubblico già non vi è chiarezza su ciò in cui in realtà consiste la funzione del mercato di capitali.

Il mercato di capitali, oltre alla funzione di finanziamento, ha in primo luogo il compito di produrre informazione – il reperimento dei progetti d'investimento corretti e il controllo delle risorse impiegate – e di organizzare il trasferimento dei rischi. Il concetto di sganciamento erode in realtà il significato della produzione dell'informazione e il trasferimento dei rischi, suggerendo contemporaneamente l'esistenza di un ruolo distaccato del finanziamento. Se così fosse, sul mercato finanziario non avremmo bisogno di banche, assicurazioni, società d'investimento né di altri intermediari, perché i finanziamenti funzionerebbero esclusivamente su mercati anonimi. La ragione economica per l'esistenza degli intermediari – cioè degli speculatori istituzionali – consiste appunto nel fatto che occorre produrre informazioni prima che si possano concedere finanziamenti. È anche vero che prima della crisi numerosi prodotti del mercato finanziario erano ridondanti e hanno portato ad una peggiore allocazione dei rischi, occultando questi rischi attraverso contabilizzazioni virtuosistiche. Quando poi gli investitori, sentendosi sicuri grazie alle sovvenzioni della politica monetaria, hanno attuato ulteriori investimenti per cui si sono potenziate le situazioni negative. Non sono stati i prezzi di mercato, gli investimenti e le strategie commerciali a stimolare le speculazioni favorevoli o contrarie, contribuendo alla pubblicità delle opinioni esistenti, ma piuttosto il denaro a buon mercato, mobilitato in modo quasi distorto, combinato con strumenti ridondanti in modo quasi indipendente dalla transazione di base della speculazione. Questa parte ridondante delle transazioni

del mercato finanziario può essere classificata come sganciamento. In questo caso le speculazioni non hanno realizzato un rendimento a livello macroeconomico.

II. Le crisi economiche e le teorie delle crisi: Keynes, Eucken e il salvataggio dell'ordine spontaneo

Il movimento ciclico dello sviluppo economico dai tempi dell'industrializzazione e della formazione di capitale orientata al mercato, cioè a partire dalla metà del XIX secolo, costituiva un'esperienza alla portata di tutti. Ciononostante, la spiegazione delle crisi fino ad oggi è un fatto complesso, e non esiste una teoria generalmente accettata. Le interpretazioni e le spiegazioni continuano ancora ad oscillare tra la tesi della causa esogena e quella della causa endogena delle crisi.

Nel XIX secolo e agli inizi del XX, era predominante la visione liberale che aveva fatto l'esperienza e la valutazione delle crisi in quanto processi necessari di pulizia. Le crisi cicliche apparivano ai contemporanei come un prezzo da pagare accettabile, per il fatto che il capitalismo con la sua produttività e il suo incremento del benessere aveva superato la miseria di massa dovuta alle crisi causate dall'agricoltura in epoca premoderna. Ciò si ricollegava all'idea che non fosse l'industrializzazione la causa della miseria e del pauperismo nel periodo antecedente la Rivoluzione del marzo del 1848, ma che quella situazione critica corrispondesse ancora in tutto alla vecchia trappola malthusiana (W. Abel, *Massenarmut und Hungerkrisen*, 1986). Tra il XIV e XIX secolo, i salari e la popolazione si erano caratterizzati per il fatto di avere un'evoluzione opposta, e quella situazione dopo il 1800 si era perpetrata proprio laddove non si era prodotta l'industrializzazione, mentre vi predominava il vecchio mondo agrario (B. Hildebrand, Recensione di F. Engels, *Die Lage der arbeitenden Klasse in England*, 1845). Si trattava delle ultime crisi del "type ancien" (crisi del ciclo di raccolto), che nel 1803/4 e ancora nel 1816/17 si erano verificate con le conseguenze del tifo da fame, dei

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

fallimenti e delle emigrazioni di massa. “ Per quanto riguarda l'origine e l'evoluzione della povertà agli inizi del XIX secolo, questa appartiene al periodo finale dell'epoca agraria della storia dell'Occidente (W. Abel, cit., 69). La capacità di assorbimento delle scarse industrie era insufficiente per stare dietro all'incremento demografico dovuto alla diminuzione della mortalità e all'incremento della natalità, per cui intorno al 1880 anche in Inghilterra i salari reali ristagnarono ed erano addirittura regressivi. A metà del XIX secolo l'industria si affermò come elemento determinante dell'evoluzione economica; la modalità economica capitalistica aveva vinto. In Germania il prodotto interno si espandeva annualmente in termini reali del 2,8% e pro-capite dell'1,6%. Per la prima volta nella storia economica i salari superavano di gran lunga tutti gli altri prezzi.

A fronte di questo nuovo dinamismo, non vi era la necessità di una particolare politica economica, per cui non veniva nemmeno richiesta. Comunque, esistevano anche aiuti specifici di emergenza in situazioni di crisi.

Lo sviluppo della sicurezza sociale nell'Impero tedesco costituiva una risposta anche agli effetti dell'oscillazione economica della società industriale e, quindi, alle situazioni individuali nel corso della vita. Contemporaneamente, si cercavano strumenti in grado di ridurre l'onere dell'adattamento in tempi di crisi. I dazi doganali protezionistici e l'orientamento del conferimento degli appalti pubblici alle imprese nazionali costituivano altrettante risposte ovvie. In particolare, dopo l'inizio del secolo, le imprese cercarono, attraverso la formazione di cartelli, gruppi industriali o consorzi di interessi, di contrastare la pressione dei prezzi, particolarmente elevata in tempi di crisi. La teoria economica sosteneva tale evoluzione in base all'idea che gli oligopoli – non rari nell'industria delle materie prime e dei beni di produzione- sono in linea di massima instabili.

In questa fase la teoria della congiuntura si limitava al rilevamento e alla descrizione empirici dei cicli. Si consideravano allo stesso modo i cicli di crescita della durata di decenni - così Schumpeter, Konratieff e

Kuznets - e le oscillazioni di breve termine ((Kitchin) nonché il ciclo congiunturale più ristretto, illustrato soprattutto da Juglar, della durata di 4-6 anni. Queste definizioni e questi modelli interpretativi indussero a concepire una normalità che si ripercuoteva sulle concezioni e la trasformazione dei loro significati (R. Koselleck). Ciò vale anche per il concetto di “progresso” che in quanto singolare collettivo sostituì le storie dei singoli progressi compiuti, diventando una sagoma interpretativa per lo sviluppo effettivo. La tesi della decadenza duratura alla fine del XVIII secolo fu soppiantata dal prevalere del concetto di progresso che riproduceva fenomeni di decadenza specifici, per cui questa trasformazione concettuale era connessa a una posizione neutrale del concetto di “crisi”, che si riferiva a delle interruzioni del concetto di progresso. In quanto concetto, il progresso rendeva evidente l'idea che l'esperienza dell'industrializzazione e delle tecnicizzazione non è sufficiente a prevedere le future sorprese e innovazioni, sempre connotate positivamente.

Questa concezione dello sviluppo economico è stata messa in discussione dalla crisi dell'economia mondiale che finì con il costituire il punto di riferimento del pensiero teorico delle crisi e dell'azione politica contro le crisi. “Una crisi senza precedenti ha sconvolto il mondo”, così recitava il Rapporto amministrativo dell'Istituto di emissione dell'Impero tedesco dell'8 marzo 1932. Tra il 1929 e il 1932 il prodotto interno lordo in Germania e negli Stati Uniti decrebbe di oltre il 25%, la produzione industriale del 40%, i prezzi delle materie prime e dei semifabbricati in tutto il mondo si ridussero del 56%, quelli dei generi alimentari del 48% e quelli dei prodotti finiti del 36,5%; tenendo conto anche della sotto-occupazione e della disoccupazione occulta, in Germania “quasi metà della popolazione era colpita direttamente o indirettamente dalla disoccupazione e in certi casi dal declassamento sociale” (Plumpe, *Wirtschaftskrisen*, 2010, 82). In considerazione di questi sviluppi drammatici, si ripresentarono alla mente i ricordi delle crisi del “type ancien”. Le cause della crisi economica mondiale furono e

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

sono tuttora oggetto di ampie discussioni. Oggi prevale l'idea di una crisi multipla in cui si ritrovano diverse linee argomentative che vanno da Keynes a Kindleberger, da Friedman a Bernanke nonché da Samuelson a Borchhardt (Cfr. Grömling, Hüther, Jäger, Kroker 2009):

- Le cause centrali in parte erano già state segnalate molto prima delle "giornate nere dell'ottobre del 1929", ma puntavano tutte - crisi valutarie, crisi commerciale, crisi agraria, crisi da riparazioni di guerra e crisi bancaria - nella stessa direzione: un'attenuazione prolungata dell'intera attività economica.
- La grande depressione, della quale i contemporanei negli USA del resto parlarono soltanto dopo un nuovo forte crollo della congiuntura nell'anno 1938, era quindi inevitabile, perché a livello sia nazionale sia internazionale non era riuscita una reazione adeguata a livello politico-economico.
- Perciò l'indebolimento endogeno della dinamica di mercato si accompagnò al peso esercitato dalla politica economica: a causa di un deficit conoscitivo, di mancanza di volontà, di un'insufficiente disponibilità prima dell'esperienza dell'iperinflazione. Le istituzioni internazionali di allora, come la Lega delle nazioni e l'ILO, a fronte di interessi fortemente differenziati, non riuscirono a produrre la necessaria coerenza degli sforzi nazionali.

In ogni caso il discorso economico nel prosieguo del XX secolo è stato caratterizzato dall'esperienza del fallimento o dal rimprovero del fallimento imputato all'economia di mercato. "Il grande disordine" che regnò dai periodi dell'iperinflazione fino alla crisi dell'economia mondiale negli anni '20 e '30 del XX secolo, aveva discredito la libera economia di mercato e insieme ad essa tutto il liberalismo. Si giunse quindi al "periodo degli esperimenti" (Eucken), per cui - dopo l'economia dirigistica centralizzata avviata già un decennio prima in Unione Sovietica - con il fascismo in Italia, in

nazional-socialismo in Germania e il New Deal negli Stati Uniti d'America - il controllo statale dell'economia fu posto, pur in modo e con gradi di intensità diversi, al posto del controllo del mercato (W. Schivelbusch: *Entfernte Verwandtschaft. Faschismus, Nationalsozialismus, New Deal 1933 - 1939*. München, Wien 2005).

L'ottimismo degli economisti di mercato si era dileguato. Predominava, quindi, la ricerca di strategie compensative. I relativi approcci erano tutti permeati da una forte preminenza dello stato. "Nel primato dello stato, quindi, risiedeva il denominatore comune al quale l'esperienza catastrofica della crisi dell'economia globale aveva ristretto in Germania tutte le concezioni istituzionali. (...) Tuttavia, la cesura della crisi dell'economia mondiale ebbe un'incidenza più profonda sulla dottrina predominante del liberalismo economico. Fu abbandonata la concezione dello stato liberale in favore di un orientamento critico alla realtà dello "stato interventista in economia" W. Abelshauser: *Deutsche Wirtschaftsgeschichte seit 1945*, München 2004, 94seg.). John Maynard Keynes diede a questo orientamento un fondamento teorico con la sua "Teoria generale", colmando quindi una lacuna lasciata aperta dalla teoria neoclassica con la sua negazione delle crisi in quanto fenomeno endogeno causato nel circuito economico. Da allora in poi l'interpretazione di Keynes predominava nella riflessione sulla crisi economica mondiale, sebbene essa descrivesse soltanto determinate configurazioni in cui una limitazione della domanda può portare a squilibri di lunga durata. Il Rapporto delle Nazioni Unite pubblicato nel 1949 e intitolato "Maintenance of Full Employment", si riferiva a 26 stati che avevano ancorato ad una legge la responsabilità politica della garanzia della piena occupazione, come ad esempio gli USA con il loro "Employment Act" del 1946. sebbene in particolare a partire dalla metà degli anni '70 dell'ultimo secolo sorgessero parecchi dubbi sul fatto che l'interpretazione dell'analisi keynesiana fosse convincente come risposta al ciclo congiunturale, persisteva comunque la persuasione che una faglia come quella della crisi economica mondiale non sarebbe

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

più stata possibile o perlomeno che sarebbe stata efficacemente curabile fin dagli inizi.

Malgrado la perdita di reputazione della teoria economica liberale, dopo il 1930 alcuni economisti si accinsero a difendere l'ordinamento dell'economia di mercato contro qualsiasi esperimento orientato in senso statale. Ne è emblematica la visione dell'*ordine spontaneo* (F.A. von Hayek). Questo si instaura per il fatto che gli individui perseguono i propri obiettivi con mezzi propri, per cui avrebbero da osservare soltanto regole astratte formulate in forma di divieti e di validità universale, ad esclusione di qualsiasi privilegio.

L'ordoliberalismo si chiedeva piuttosto che cosa si dovesse fare per assicurare un futuro a questo sistema e per garantirsi da nuove fraglie. Quali regole astratte ed esenti da privilegi occorrerebbe formulare?

Nel rispondere a questa domanda, Walter Eucken pone al centro la nozione che "il problema del potere economico" sarebbe il rovescio della medaglia dell'anelito alla libertà (*Das Problem der wirtschaftlichen Macht*, in: *Walter-Eucken-Archiv* (a cura di), *Wirtschaftsmacht und Wirtschaftsordnung*, 1950). L'economia di mercato sarebbe continuamente minacciata dalle prese di potere: "né la politica del *laissez-faire*, che consente di abusare della libertà contrattuale per distruggere la libertà, né un controllo monopolistico, che consente la formazione di corpi di potere tendendo soltanto a lottare contro gli abusi", secondo Eucken sarebbero in grado di risolvere il problema del potere economico. "La politica economica non dovrebbe rivolgersi contro gli abusi di corpi di potere esistenti, ma contro la formazione di tali corpi. Altrimenti non possiede alcuna possibilità di risolvere il problema" (17).

Il potere può manifestarsi allo stesso modo nell'eccessiva estensione dei propri diritti di proprietà come nell'ignoranza di quelli altrui. Il potere - privato o statale che sia - deve quindi essere limitato. L'unico elemento in grado di farlo - insiste Eucken - è l'ordine concorrenziale. Il suo nucleo è costituito da un sistema funzionale dei prezzi in quanto principio fondamentale

costitutivo dell'ordine concorrenziale. Il meccanismo del prezzo indica le penurie relative, indirizza le risorse verso le destinazioni d'uso rispettivamente migliori, stimola l'efficienza e l'innovazione. Esso è obiettivo ed esente da privilegi, onora soltanto il rendimento. La garanzia dell'ordine concorrenziale spetta allo stato. Perciò sussiste la necessità di una regolamentazione forte - come ebbe a dire Alexander Rüstow in occasione di un convegno dell'Associazione per la politica sociale del 1932 a Dresda - "orientata alle leggi del mercato, non per preservare lo status quo, ma per l'avvento di uno status nuovo, non per ritardare ma per accelerare il decorso naturale". Così risulta chiaramente che "il nuovo liberalismo, e comunque quello oggi sostenibile, richiede uno stato forte, uno stato al di sopra dell'economia, al di sopra degli interessi e collocato nel posto in cui deve stare".

Da questo punto di vista superiore del ruolo dello stato all'interno della società libertaria derivano coerentemente dei principi istituzionali che servono allo sviluppo spontaneo della vita economica nella concorrenza. E poneva la proprietà privata strettamente nel contesto della concorrenza. Soltanto in questo modo il potere dispositivo e la libertà dispositiva del proprietario non potrebbe essere rivolta in senso contrario alla collettività. Ciò significa che in caso di insufficiente - e quindi fallimentare - disposizione imprenditoriale in relazione alla politica della produzione e alle modalità di produzione, attraverso "il meccanismo della concorrenza perfetta vengono spietatamente sottratti i diritti dispositivi relativi ai mezzi di produzione". Contemporaneamente - e per Eucken in modo altrettanto significativo - la proprietà privata nel caso della concorrenza perfetta implica l'impossibilità di limitare il potere dispositivo e la libertà degli altri proprietari a discapito della collettività. In questo caso, il potere economico si neutralizza nell'equilibrio. Perciò l'importanza funzionale dell'istituto della proprietà è assicurato soltanto se i soggetti economici riconoscono i diritti di proprietà degli altri attori, per cui i

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

diritti di proprietà condizionano anche i doveri impliciti nella proprietà.

Quindi, Eucken deriva l'obbligo sociale della proprietà privata dall'ordine economico condizionante, in particolare dal grado di concorrenza. Perciò la proprietà privata ha effetti antisociali quando non è soggetta alle condizioni concorrenziali della concorrenza perfetta, cioè quando il potere economico non può essere contestato in modo efficace. Ed Eucken lo esprime nelle parole seguenti: "quindi come la proprietà privata dei mezzi di produzione costituisce un presupposto per l'ordine concorrenziale, l'ordine concorrenziale costituisce un presupposto per il fatto che la proprietà privata dei mezzi di produzione non porti ad abusi economici antisociali". In ciò, per Eucken, si può ravvisare l'aspetto significativo dell'interdipendenza degli ordinamenti.

Walter Eucken insiste sul fatto che i principi costitutivi soltanto attraverso l'applicazione e la validità generali portano a quel ordinamento concorrenziale desiderabile che persegue l'idea della libertà. Tuttavia, gli otto principi formulati rimandano a nessi diversi. Così, il primato della politica monetaria attraverso una stabilizzazione del valore della moneta e l'apertura dei mercati, impedendo l'esclusione di certi attori, garantiscono a livello macroeconomico la funzionalità del meccanismo del prezzo, mentre il principio della proprietà privata solo nel contesto della libertà contrattuale nonché in quello della responsabilità a livello microeconomico ne crea i presupposti. La costanza della politica economica dovrebbe evitare turbative costose.

In questa maniera viene a costituirsi un intreccio denso tra diritti di proprietà, libertà contrattuale e responsabilità. Tutte e tre queste categorie si intrecciano l'una con l'altra ingranandosi reciprocamente. La libertà contrattuale è "indispensabile" per il fatto che consente la concorrenza, ma contemporaneamente è pericolosa quando viene usata per escludere altri (esercizio del potere economico), per negare la responsabilità (abuso di potere) o per "la formazione di corpi di potere economico". La proprietà privata e la libertà contrattuale

illimitata in questo caso risulterebbero improduttive e antisociali. Ambedue le categorie sono quindi soggette ad un'importante limitazione in base al principio della responsabilità. In quanto grandezza attesa sicura, la responsabilità agisce in senso profilattico come una prudente disposizione di capitale, attenuando il processo della concentrazione economica, quando non si dischiudano possibilità di limitazione della responsabilità o addirittura dell'esclusione della responsabilità. I processi di concentrazione nel settore delle imprese favoriscono non solo la formazione del potere ma anche l'abuso di potere, facilitando anche le regole dell'esclusione parziale della responsabilità. Invece: "qualsiasi limitazione della responsabilità" secondo Eucken suscita una tendenza all'economia a gestione centralizzata.

Riassumendo quando precede: dalla crisi del liberalismo è nato il neoliberalismo. Esso ha ridimensionato l'idea dello stato forte nel contesto dell'economia di mercato, abbandonando concezioni ingenuie della libertà e inserendo le questioni sociali in modo costrittivo. L'economia istituzionale persegue l'obiettivo di continuare a garantire l'efficacia delle forze di autocontrollo dei mercati e di intendere l'ordine spontaneo come strutturazione opportuna dell'economia e della società. L'economia istituzionale nonché la politica economica che ne deriva, tuttavia, non costituiscono - a differenza della risposta data da Keynes - una politica di crisi, ma dovrebbero servire a prevenire le crisi. La politica istituzionale pretende di riuscire ad evitare le crisi.

III. La crisi finanziaria ed economica globale. il disordine spontaneo come crisi istituzionale e di fiducia

"The world economy has turned out to be a much more dangerous place than we imagined. How did the world become this dangerous? And how do we get out of the current crisis, and can we do to prevent such crisis from happening in the first place? ... What the world needs right now is a rescue operation." (P. Krugman, *The Return of*

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

Depression Economics, 182segg.). C'è da chiedersi se la nostra esperienza della crisi porti ad una riattivazione della politica di crisi. Oppure se torniamo ad un'idea nuova - o vecchia - delle crisi economiche, intendendole come correzioni inevitabili e spinte all'interno del processo di trasformazione strutturale. Ma anche in questo caso la crisi che abbiamo subito recentemente pone domande che finora non siamo stati costretti a soddisfare. Quindi, questa crisi come anche la crisi dell'economia globale o di 80 anni fa è adatta a modificare l'idea delle crisi, ma anche il pensiero relativo e la politica di crisi. Già la categoria del "rischio sistemico", che ha completato con l'esperienza pratica la sua breve esistenza prevalentemente teorica, equivale ad un invito in questo senso.

Dando retta alla politica e alle opinioni pubblicate, sono in particolare gli speculatori i responsabili di tutto il male del nostro tempo. Questa idea è stata inoltre sostenuta dalla tendenza di considerare il mondo finanziario come un casinò. Per quanto semplice e populistico siano molte cose addotte in questo senso, tuttavia sta di fatto che possediamo solo conoscenze insufficienti sui modelli comportamentali rilevanti e che la loro conseguenza non si ritrova nel *mainstream* della formazione delle teorie economiche. George Akerlof e Robert Shiller lo hanno sviscerato nel loro libro "Animal spirits": "This crisis was not foreseen, and is still not fully understood by the public, and also by many key decision makers, because there have been no principles in conventional economic theories regarding animal spirits. Conventional economic theories ... exclude the loss of trust and confidence. They exclude the sense of fairness They exclude the role of corruption They also exclude the role of stories that interpret the economy." (167). Questi aspetti di economia comportamentale si impongono all'attenzione, a causa della crisi, come anche la questione del rischio sistemico. Quindi, alla dimensione morale del rischio si attribuisce un'importanza altrettanto grande.

In questa sede non è il caso di produrre una breve storia e analisi delle crisi finanziarie ed economiche. Tuttavia potremmo cercare di tracciare gli sviluppi significativi alla luce di quanto esposto precedentemente. È di importanza centrale la constatazione che questa crisi non è interpretabile senza considerare l'intreccio globale dei mercati di capitali, la loro apertura e riregolamentazione nonché l'elevata mobilità del capitale. Mentre la crisi dell'economia globale si spiega soltanto sullo sfondo di un intreccio dei nessi più diversi e degli interventi politici, intreccio che si sottrae all'applicazione di modelli singoli, la crisi attuale anche nelle sue implicazioni di economia reale segue agli impulsi dei mercati di capitali. Il rischio sistemico e quello morale poterono sviluppare il loro effetto di leva soltanto attraverso i mercati di capitali. Perciò la crisi del nostro tempo - come l'abbiamo formulato inizialmente - in un'ultima analisi si risolve in una pausa di crescita, ma non in una faglia strutturale delle connessioni dell'economia reale. La tesi manifestata occasionalmente nel corso dei trimestri di crisi tra il 2008 e il 2009, secondo cui la crisi sarebbe una conseguenza di investimenti globali eccessivi e sbagliati in capitali materiali, di conseguenza non è stata confermata. L'analisi della crisi deve concentrarsi sui mercati internazionali di capitali.

Già nell'anno 1998 Jagdish Bhagwati (*Foreign Affairs* Vol. 77 (3) May/June 1998) alla luce della crisi asiatica, aveva manifestato notevoli dubbi circa le nozioni standardizzate del Fondo monetario internazionale, secondo cui la liberalizzazione del traffico internazionale dei capitali avrebbe effetti inequivocabilmente positivi sull'economia globale, alla stregua della liberalizzazione della circolazione delle merci. Invece: "capital flows are characterized by panics and manias", e: "when a crisis hits, the downside of free capital mobility arises" (8). Se le cose stanno veramente così, allora i mercati interessati dovrebbero essere soggetti a un disturbo funzionale fondamentale, che dovrebbe manifestarsi nella formazione dei prezzi. Ma

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

evidentemente agiscono insieme modalità di comportamento irrazionale e catene di effetti disfunzionali. Il rischio sistemico si intreccia a quello morale causando con ciò l'implosione sui mercati finanziari, che a loro volta - come già successe nell'autunno del 2008 - porta al crollo della divisione del lavoro a livello internazionale. La perdita globale di fiducia ha creato del disordine in modo spontaneo, perché le regole generali e astratte accettate (nel senso di Hayek) non sembravano più essere valide, o per lo meno non efficaci. Un disordine spontaneo dell'assetto regolamentare per gli attori sui mercati portò a un'escalation del valore dell'opzione dell'attesa. La strategia dominante fu il non fare nulla. Ma come si era giunti a tanto? Sono degni di nota i seguenti aspetti della crisi finanziaria ed economica del nostro tempo:

L'euforia della crescita stimolata dalla politica monetaria: una faglia non è imminente a meno che non vi sia l'aspettativa che in determinati segmenti di mercato a lungo termine si possano realizzare superrendite. Ciò presuppone una politica monetaria che consente un andamento monetario troppo generoso in relazione alle possibilità di produzione dell'economia nazionale. La politica degli interessi bassi della Fed dopo l'11 settembre 2001 e i successivi conflitti militari in Afghanistan e in Iraq, per una certa prudenza a livello di politica congiunturale, è rimasta guardinga in materia di politica degli interessi. Alan Greenspan nelle sue memorie dichiarò che la stimolazione dei prezzi degli immobili, resa così possibile, in quanto possibilità di formazione di patrimonio, gli sembrava in senso ampio molto più importante - soprattutto dopo le perdite patrimoniali seguite alla bolla dei titoli *dot.com* di alcuni anni prima - rispetto al possibile rischio della formazione di una bolla. Perciò negli USA iniziò un incremento dei valori patrimoniali che si protrasse per più anni nel settore degli immobili residenziali privati. Gli studi di economia comportamentale sulla "Hot-Hand Fallacy" (ragionamento sbagliato di chi pensa che a un successo ne segue un altro) e sulla "Gambler's Fallacy" (ragionamento sbagliato del giocatore d'azzardo) mettono particolarmente in luce l'importanza della

l'importanza della suscettibilità delle scommesse individuali - cioè delle speculazioni - in condizioni di crescita, stimolata dalla politica monetaria, di valori patrimoniali specifici.

L'eliminazione dell'effetto di leva del principio di responsabilità: tuttavia un potenziale di crescita dei valori patrimoniali necessita anche di una fantasia di crescita e degli strumenti giusti. L'innovazione finanziaria della cartolarizzazione, che si era radicata in altri mercati, è stata allora impiegata in modo sistematico - in parte anche indotta dal settore parastatale di Fannie Mae e Freddie Mac - per ampliare il fondo di finanziamento del credito immobiliare. Tuttavia, in questo caso l'importante innovazione della cartolarizzazione non ebbe soltanto un effetto di leva, volto a consentire più crediti ipotecari, ma addirittura di motore per la richiesta di nuove ipoteche. Questa inversione dell'effetto costituiva un indizio per la disfunzione dello strumento. La ragione di ciò consisteva nell'eliminazione della leva del principio di responsabilità, per cui per le cartolarizzazioni non si prevedeva una franchigia a carico del mutuatario, mentre le banche cercavano soltanto di escludere al più presto possibile i crediti concessi dai propri libri contabili. In questo modo le speculazioni perdettero le proprie basi economico-politiche e il loro effetto positivo. Non si trattava di reperire il valore corretto o di trasmettere informazioni esclusive, ma di espandere un modello d'affari in condizioni distorte. Il fatto che le banche si siano dedicate in modo tanto consistente alle strategie dei rischi - sia nel credito sia nella produzione di prodotti strutturati o nell'acquisto dei titoli relativi - motivando così il rischio morale, dipende non da ultimo dal fatto che le grandi banche rilevanti ai fini del sistema in tutto il mondo potessero contare sul fatto di essere comunque salvate in caso di crisi.

La trasformazione dell'architettura informatica del sistema finanziario: attraverso la tecnica della cartolarizzazione, accanto al finanziamento basato sulle relazioni attraverso le banche e il finanziamento standardizzato attraverso i

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

mercati, si stabilì un mercato dei capitali ibrido che mescola le due forme pure. Ciò ha comportato una modifica fondamentale dell'architettura informativa del sistema finanziario. Mentre in precedenza le banche e i prezzi di mercato costituivano i sistemi centrali d'informazione, ora questi sono stati integrati dai *rating* nel sistema ibrido. Infatti, è soltanto con la valutazione delle agenzie di *rating* che si diede avvio all'industrializzazione del credito. Ne conseguì una rete poco trasparente che è la causa della reciproca dipendenza dei bilanci bancari.

Una regolamentazione dettata da buone intenzioni, ma con effetti negativi: a causa di alcune reazioni alla crisi finanziaria si ebbe l'impressione che fosse necessario assoggettare al controllo e alla vigilanza dello stato un settore di attività economica del tutto privo di regolamentazione. In realtà il mercato dei capitali è uno dei settori più fortemente regolamentato dell'economia nazionale. Sorge quindi il sospetto che in questo caso vi siano aspetti di inadeguatezza e altri di irragionevolezza. Valgano due esempi a dimostrazione di ciò. Da un lato, i requisiti formulati in Basilea 2 nel senso di una più efficace gestione dei rischi, non hanno soltanto avuto gli effetti desiderati. Infatti, sorprende che le banche hanno ampliato le proprie posizioni di rischio proprio quando era stata stabilita la gestione dei rischi richiesta. Inoltre, siccome il credito vero e proprio a livello internazionale da molto tempo sta perdendo la propria rilevanza ai fini del risultato commerciale delle banche, si è esercitata una pressione sulle operazioni produttive di commissioni. Quindi, queste ultime sono state sospinte ulteriormente verso una strategia orientata ai rischi proprio dalla nuova regolamentazione. Dall'altro lato, i requisiti relativi ai coefficienti di solvibilità nel senso di un livello maggiore di fondi propri a fronte dei crediti esigibili degli istituti di credito, non hanno avuto le conseguenze previste. Queste regole hanno lo scopo di obbligare le banche a dotarsi di un cuscinetto antirischio formato dai mezzi propri, in grado di compensare eventuali perdite di valore nelle voci dell'attivo. Fin qui tutto va bene. Invece, gli stessi requisiti

non prevedono regole nel caso in cui subentri una perdita di valore. La quota minima richiesta rimane invariata. Ma è proprio in caso di crisi che dovrebbe essere possibile andare in deroga. Quindi, Basilea2 ha avuto un effetto prociclico.

La scarsa trasparenza delle correlazioni: una conseguenza della cartolarizzazione dei crediti è consistita nella sovrapposizione delle diverse strategie commerciali dei singoli istituti finanziari. Tuttavia, secondo la teoria della cartolarizzazione, il rischio macroeconomico e sistemico, contenuti in qualsiasi contratto creditizio, dovrebbero possibilmente estendersi molto oltre il sistema finanziario. Tuttavia, di fatto ciò ha portato soltanto a una messa in rete globale dei bilanci bancari che per di più si è anche rivelata ampiamente mancante di trasparenza perché in molti paesi non erano soggetti ai soliti obblighi di bilancio e non vi è stato un inserimento dei crediti nei registri. L'effetto in linea di massima positivo di un'ampia dispersione dei rischi si è così tramutato nel suo contrario attraverso la sua implicazione effettiva e anche presunta. Siccome era possibile che una perdita di valore in una delle voci dell'attivo potesse interessare molte altre, si è argomentato che questo sarebbe stato anche il caso. Ne risultarono vendite in massa di titoli a rischio e affini con la conseguenza di ulteriori correzioni di valore. Sul mercato dei capitali ibridi, caratterizzato dalla presenza di cartolarizzazioni, prevalevano i titoli di debito la cui negoziabilità creò una rete complessa e poco trasparente di banche interdipendenti.

Lo choc della rivalutazione: queste connessioni rimasero stabili per un lungo periodo. Non si erano identificate le speculazioni sbagliate né si resero trasparenti le strutture di rete. Il fenomeno per un certo periodo si autoalimentò, senza che potesse risultare sostenibile, perché i prezzi alla base erano distorti. La labilità di queste connessioni si fece sentire con i primi crolli dei prezzi immobiliari negli USA, ma non tanto da poter essere conosciuti nella loro entità globale. Si erano tuttavia così poste le basi dell'escalation della crisi che rese sempre più evidente l'elevato

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

grado di correlazione tra le posizioni di rischio delle banche internazionali.

Nell'autunno del 2008 dopo il fallimento della Lehman, la crisi in quanto epidemia di sfiducia passò all'economia reale, il che del resto non costituiva affatto una conseguenza necessaria.

Per riassumere quanto sopra:

(1) Il rischio sistemico e il rischio morale nel mercato finanziario diventarono virulenti.

Gli intrecci esistenti e il modello comportamentale di dubbia natura hanno scatenato un disordine spontaneo e, quindi, un disturbo funzionale fondamentale dello spazio pubblico. Il meccanismo dei prezzi, al quale spetta un'importanza centrale nella politica istituzionale, nel mercato dei capitali si è rivelato suscettibile di segnali sbagliati. Evidentemente, spesso si giunge a un contingentamento quantitativo che non reagisce in modo incrementale alle informazioni. L'aspettativa ottimistica nei confronti del mercato, in base al quale un grado elevato di efficienza informativa muoverebbe i prezzi in modo tempestivo, si è rivelata priva di sussistenza.

Evidentemente, i mercati dei capitali in caso di controllo quantitativo tendono a decisioni del tipo 0-1 repentine. La crisi insegna che spesso non è questione di potere, ma della possibilità di sfruttare gli altri in modo occulto. L'economia istituzionale deve reagirvi. Che cosa si può fare per rendere il meccanismo dei prezzi tanto efficiente in senso informativo, come lo presuppone la teoria?

(2) Per il singolo soggetto economico, il valore di opzione dell'attesa era soggetto a un'escalation, predominava la sfiducia. Lo sviluppo di un'aspettativa orientata all'esperienza non era più possibile. In questi casi le regole di coordinamento astratte e generiche perdono la loro funzionalità. Il disordine spontaneo si trasforma in crisi globale di sfiducia e pessimismo istituzionale: né sul piano individuale né su quello sistemico sembra sussistere una prospettiva costruttiva. Simili situazioni non sono previste dall'economia istituzionale, e in seguito si perviene a una politica dei pannicelli caldi. Inoltre, soprattutto per la preoccupazione post-crisi,

la politica economica perde l'orientamento in relazione alle possibilità offerte. Perciò è necessario considerare la crisi in termini sistemici, spogliandola del suo presunto carattere eccezionale. Ma che cosa occorre fare quando il valore di opzione dell'attesa è soggetto a un'escalation?

IV. La politica di crisi e la politica istituzionale nello stress-test

In tempi di crisi la politica economica, in caso di coordinamento globale, ha trovato le risposte importanti per ridurre i rischi delle faglie fondamentali. In questi casi è sempre stato decisivo riuscire a pervenire molto rapidamente dopo lo scoppio di un'epidemia di sfiducia a livello internazionale, a un accordo sull'interpretazione fondamentale della crisi e sulla reazione internazionale necessaria. Si è, infatti, dimostrato che la pressione attiva nella crisi stessa ha lasciato poco spazio alle dispute ideologiche. Si è elaborato e deciso ciò che in base alla valutazione degli attori e degli analisti costituiva le possibilità a disposizione. Il rigore orientato alla realtà dell'azione ha, tuttavia, ceduto in modo impressionante quando la spinta della crisi veniva meno con l'aumentare della stimolazione congiunturale. Perciò molte domande importanti non hanno trovato risposta. Tuttavia, cerchiamo di seguire la cronologia degli interventi:

I pacchetti di salvataggio del mercato finanziario: a metà ottobre del 2008 tutte le grandi economie nazionali sono intervenute con pacchetti di salvataggio per il mercato finanziario, strutturati più o meno nella stessa maniera. Oltre ad aiuti per i fondi propri delle banche, era previsto l'acquisto di titoli "tossici", e inoltre furono modificate o sospese le regole in uso per la valutazione tempestiva delle voci dell'attivo. Così era possibile intervenire sui due lati del bilancio bancario. Inoltre, gli istituti di emissione con la loro politica degli interessi e la messa a disposizione di liquidità a favore delle banche hanno imboccato un corso estremamente espansivo, scaricando soprattutto le banche. Con tali misure si è affrontato il rischio sistemico. In realtà, in questo modo fu possibile porre fine alla

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

“fusione del nucleo” del sistema finanziario. Si arrestò così l’erosione dei fondi propri, creando tempo e spazio per un rafforzamento della base di fondi propri. Nell’insieme, da allora fu possibile migliorare la struttura dei bilanci bancari; lo *stress-test* del luglio 2010 ha reso evidente che era migliorata la solidità delle banche, anche se in questo campo rimane ancora molto da fare. La problematica istituzionale del pacchetto di salvataggio del mercato finanziario certamente con tutto ciò non è ancora risolta. Ai fini di tale questione rimane decisivo quanto verrà deliberato in relazione alle riregolamentazioni volte a ridurre in modo duraturo il rischio delle fraglie sistemiche. Data la situazione, l’azione è stata efficace.

La politica congiunturale: nella primavera del 2009 nei paesi industrializzati in tutto il mondo si discuteva se e in quale misura si imponesse un intervento di politica congiunturale. Continuava a espandersi dai mercati finanziari all’economia reale l’epidemia della sfiducia. L’annuncio di provvedimenti in materia di politica congiunturale concertati a livello globale ha contribuito in modo sostanziale alla riduzione del valore di opzione dell’attesa che si era elevato eccessivamente. È soltanto in base a tali effetti di attesa che è possibile spiegare la ragione per cui alla fine del primo trimestre del 2009 si è assistito in tutto il mondo a un arresto del declino e a una sua trasformazione in una fase di ristabilimento. Infatti, nello stesso periodo non vi sono stati eventi reali che possano dare una spiegazione diversa. Quando sui mercati si produce una crisi di fiducia di tale entità, soltanto lo stato è in grado di compensarla. La politica keynesiana in situazioni keynesiane è sostenibile a livello istituzionale quando la ragione di politica finanziaria rimane sostanzialmente integra e non si dà luogo ad abusi mediante un suo impiego permanente, come è stato formulato da Karl Schiller in occasione dell’evento celebrativo organizzato in suo onore per il cinquantenario del suo dottorato.

La politica di regolamentazione: lo stato della regolamentazione dei mercati

finanziari può essere misurato in base a due diversi atteggiamenti di aspettativa. Da una parte, è importante la pretesa politica definita come programma d’azione in occasione del vertice G20 di Londra del 2 aprile 2009 (cfr. G20 London Summit 2009). Attualmente, il coordinamento internazionale degli sforzi compiuti è sostanzialmente più un desiderio che una realtà. In particolare, sorprende soprattutto il fatto che la Germania finora non abbia proceduto a un potenziamento della vigilanza finanziaria. Al contrario, a causa di infelici delibere relative al divieto di vendite allo scoperto, si è esemplificata la dipendenza dell’Autorità federale di controllo sulle banche dalla politica, per cui il Fondo monetario internazionale ha argomentato in modo convincente che le vendite allo scoperto non avevano un’importanza determinante nella crisi (FMI, 2010). D’altra parte, è la politica istituzionale che in quanto riflesso dell’esperienze della crisi con un mercato dei capitali ibrido e un’architettura informativa intrinsecamente instabile, definisce le conclusioni regolamentari.

Riveste un’importanza centrale la ricostruzione del principio di responsabilità. Nel caso delle cartolarizzazioni si tenta di farlo in modo efficace attraverso la regola della franchigia a carico dell’interessato. Ne potrebbero conseguire cartolarizzazioni di entità inferiore e notevolmente migliorate in senso qualitativo. Il modello commerciale del “originate and distribute” non può più essere applicato tanto facilmente come in passato, per sfruttare gli altri. Aumenta la trasparenza dei prodotti di cartolarizzazione. È importante che si giunga alla fissazione di una franchigia di tipo permanente a carico dell’interessato, senza la possibilità di eluderla, in particolare per mezzo dei derivati. Inoltre, è necessario un netto miglioramento qualitativo dei rating poiché nei mercati di capitali ibridi questi rappresentano la colonna portante dell’architettura informativa. I provvedimenti previsti per migliorare la trasparenza potrebbero essere utili anche in questo senso.

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

Il rischio morale, che per le grandi banche risulta dall'attesa di una promessa di garanzia implicita da parte dello stato, è affrontato dalle nuove possibilità di ristrutturazione della vigilanza finanziaria. La minaccia di chiudere interi settori di attività o di distruggere il credito, non dovrebbe perdere la propria efficacia. In questo caso si tratta di un intervento ammissibile nei diritti di proprietà degli azionisti, poiché le regole sono definite in modo trasparente fin dall'inizio, è legittimo a causa del fallimento di mercato in base ad una problematica del troppo grande per fallire, e possono essere evitati dagli azionisti consentendo alla direzione soltanto un'attività di credito conforme alla pratica (priva di esternalità). Infatti, non fa parte dei diritti di proprietà la facoltà di causare danni a terzi.

Il rischio sistemico, risultante dalla complessa rete dei bilanci bancari, da un lato richiede una vigilanza macroprudenziale forte, cioè contemporaneamente competente e indipendente. Per questo, finora non si è fatto nulla, anzi si è piuttosto indebolita l'indipendenza della vigilanza finanziaria. I piani per riunire l'Istituto centrale federale e l'Autorità di vigilanza sul credito non costituiscono un contributo valido alla soluzione. Sussistono anche proposte sulle modalità tese a rendere ancora più indipendente l'autorità di controllo (Hartmann-Wendels et al. 2010), ma non vengono presi sul serio. Tuttavia, è dimostrato dall'esperienza fatta con l'indipendenza delle banche centrali nell'ambito della politica monetaria, che istituzioni indipendenti dalla politica di ordinaria amministrazione sono in grado di risolvere con successo i problemi economici (l'inflazione).

D'altra parte occorre rafforzare i requisiti relativi ai fondi propri, meglio se in base ad una regola orientata alla dimensione aziendale della banca o alla sua posizione di rischio. Dopo la conclusione della fase di consultazione pubblica nell'aprile del 2010, per Basilea 3 si stanno preparando ampi studi sugli effetti possibili. La trasposizione di Basilea 3 in diritto nazionale, ivi comprese le regole transitorie, inizierà nel

2012. In questo modo si definirà in particolare la struttura futura del settore bancario. È vero, tuttavia, che non sarà possibile prendere in considerazione i rischi ignoti. Perciò l'uso del secondo pilastro di Basilea (principi 3 e 4) sulla determinazione discrezionale di requisiti di solvibilità più elevati da parte di un'autorità di controllo finanziario indipendente e competente deve essere migliorato.

Tuttavia anche eventuali requisiti migliori relativi ai coefficienti di solvibilità non saranno in grado da soli di risolvere il problema dell'instabilità sistemica. Se si volesse superare una simile grande sfida con uno strumento, allora i requisiti dei fondi propri dovrebbero essere fissati a livelli molto elevati e verrebbe così pre-programmata la strozzatura del credito. Perciò è soprattutto a Basilea - cioè a livello internazionale e in modo unitario - che occorre lavorare per predisporre altri strumenti. In questo caso, il motivo conduttore microeconomico sarebbe il seguente: ciascuno strumento dovrebbe essere usato fino a produrre lo stesso danno marginale del regolamento. Di simili strumenti fanno parte oltre al capitale condizionale (*conditional capital*) e le assicurazioni sui fondi propri anche la limitazione del grado di indebitamento evidenziato in bilancio da una banca, come pure dei requisiti più stringenti in relazione ai fondi propri per ogni posizione nell'agenda commerciale, che per essere a breve termine rende particolarmente difficile la valutazione del rischio di credito.

Gli incontestabili progressi realizzati nella regolamentazione bancaria - Basilea 3, franchigia nelle cartolarizzazioni, trasparenza dei rating e leggi sulle ristrutturazioni - tuttavia non devono essere considerati come un alibi per evitare di dare avvio a riforme da molto tempo giunte a maturazione nel settore finanziario tedesco. In tal senso le Centrali bancarie regionali delle Casse di risparmio presentano la sfida maggiore. Kaserer (2010) ha calcolato che due terzi dei salvataggi delle banche riguardano questa categoria. Lo stato non ha assunto solo delle responsabilità, ma è corresponsabile. Perciò la crisi impone di

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

affrontare ancora la riorganizzazione del settore delle Banche centrali regionali e delle Casse di risparmio. La serietà degli sforzi politici verrà alla luce come anche nel caso della riforma della vigilanza finanziaria.

Il disordine spontaneo ravvisato nel nostro tempo ha sfidato la politica di crisi e la politica istituzionale. Mentre a fronte del crollo massiccio del commercio mondiale e della produzione internazionale il ruolo compensatore dello stato si è rivelato incontestabile e per la prima volta il messaggio di Keynes è stato attuato in modo opportuno, la politica istituzionale non sapeva che pesci pigliare. Da un lato fu negato il bisogno di azione, dall'altro la stessa politica si rivelò come incompleta alla luce del sistema finanziario. Le crisi e le speculazioni devono essere riregolate introducendo norme generali e astratte onde consentire il dispiegarsi di un ordine spontaneo, evitando il prodursi di disordini spontanei.

V. Quali sono i compiti da svolgere?

La grande crisi finanziaria ed economica consente di formulare più di una conclusione. Innanzitutto è risultato evidente la solidità dell'economia mondiale più fortemente integrata in senso globale e differenziata in senso regionale. In secondo luogo, è stato possibile osservare che, a prescindere dalle particolarità culturali e storiche, si è prodotto qualcosa di simile ad un apprendimento collettivo della comunità dei popoli. Allo stesso modo si può interpretare la reazione unanime alla crisi; gli errori commessi negli anni '30 sono stati evitati in modo consapevole. In terzo luogo, anche questa grande crisi metterà in moto un processo di apprendimento collettivo e un ripensamento delle crisi e cambierà la politica di crisi, in relazione sia alla prevenzione sia all'intervento. A ciò si ricollega la domanda della misura di fattibilità con la quale è possibile valutare la politica in relazione sia alla strutturazione dei sistemi sia alla reazione alle crisi acute in senso realistico e conforme alle attese. Inoltre, si è dimostrato che questo disordine spontaneo non significa la fine dell'ordine spontaneo in quanto modello funzionale

dell'economia e della società liberale. Ciò vale allorché prendiamo sul serio l'insicurezza e le paure relative alla libertà, come sono esperite nella crisi, e reperiamo risposte attraverso regole adeguate. Ciò significa innegabilmente che occorre ristabilire l'adeguata validità della speculazione in senso costruttivo.

Occorre tuttavia non ignorare che la valutazione negativa dello speculatore ha una tradizione lunga e ampiamente radicata. Infatti, alla fine degli anni '60, Wolfgang Stützel scrisse: "nessuno li vuole (...) uomini che con disinvoltura e senza connessione con un'onesta attività mercantile di qualsiasi tipo si dedicano al credito a breve termine, uomini che investono ciò che possiedono o hanno preso in prestito a breve termine in un paese e poi in un altro, una volta in una valuta e un'altra volta in un'altra (...) no, non può essere: a queste persone non spetta nemmeno una funzione comportamentale (...) Talora appaiono in massa. In quanto tali non entrano a far parte dei manuali standard, ma appaiono sulla bocca di tutti" (*Über Währungsspekulanten und den Umgang mit denselben*, Vortrag 6.12.1968).

Questa preoccupazione indefinita certamente non è solo propria dei profani, ma anche degli economisti. In certo qual modo anche in questo caso si osserva il rifiuto delle persone, già diagnosticato da Hannah Arendt, di riconoscere la casualità. Stützel lo ha formulato insieme alle relative conseguenze nel modo seguente: "poi essi (gli speculatori) fissano condizioni per altri, condizioni di negoziazione e di decisione, condizioni per i massimi organi dello stato, condizioni per gli affari di stato. Che si predispongano rapidamente delle ricette per affrontare questa piaga." Perciò è necessario aggiungere qualche spiegazione.

È vero che gli speculatori fanno molto aria, ma in genere non sono loro ad appiccare il fuoco. Gli speculatori nel mare dei prezzi della finanza cercano valutazioni sbagliate che risultano da scostamenti dei prezzi rispetto ai valori fondamentali. Tuttavia è molto improbabile che il valore fondamentale si mantenga a lungo termine.

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

Molti speculatori scommettono proprio su questo evento. In questo caso la loro azione in un primo momento non ha alcun influsso sul corso delle quotazioni; essi hanno un incentivo a non comportarsi in modo troppo vistoso perché altrimenti altri sono invitati a salire sul treno. Comunque all'inizio gli speculatori tendono a occultare il loro vantaggio informativo. Quando molti speculatori giungono ad una convinzione simile - il che di norma presuppone interventi politici nella formazione dei prezzi - allora la speculazione spinge il prezzo verso una valutazione corretta di mercato. In questo modo gli speculatori agiscono da catalizzatori. Essi accelerano la convergenza verso una valutazione adeguata dei titoli.

Naturalmente gli speculatori possono anche tentare di manipolare il prezzo di mercato. Quando riescono a sviare le quotazioni verso una direzione da loro auspicata, minano il meccanismo del reperimento del prezzo corretto approfittandone anche a danno di altri. Questa possibilità è documentata, ad esempio, dallo studio di Bernard Black e Henry Hu sulla problematica dei diritti di voto in caso di titoli presi a prestito; evidentemente gli speculatori con i diritti di voto di azioni prese in prestito sono riusciti a rovesciare in modo sorprendente le votazioni nelle assemblee generali, fuorviando quindi la quotazione delle azioni stesse e approfittando di questo tipo di influsso. Tuttavia simili speculazioni manipolatrici sono di regola criminose e sempre rischiose: l'azione manipolatrice può portare lo speculatore in prigione; egli è ricattabile quando altri ne sono al corrente. Le autorità di controllo, i giornalisti e gli altri investitori hanno un interesse notevole a scoprire le speculazioni manipolatrici, per cui lo speculatore deve organizzare un camuffamento dispendioso. Inoltre, la speculazione manipolatrice è difficile. Mentre lo speculatore che punta su un movimento a lungo termine verso l'equilibrio, ha dalla sua parte la forza gravitazionale del valore fondamentale che egli anzi sostiene attraverso la sua domanda di titoli sottovalutati, lo speculatore manipolatore deve allontanare i prezzi dal punto gravitazionale. In realtà è

molto più semplice puntare sulla variante stabilizzatrice della speculazione.

Che cosa significa questo ai fini del nostro discorso? La politica economica e l'opinione pubblica mostrano che la crisi finanziaria ed economica ha consolidato la riflessione sulle crisi che aveva caratterizzato il periodo successivo alla crisi economica mondiale. Le crisi causano spavento e paura, gli speculatori ne sono i principali responsabili. Contemporaneamente la crisi si è rivelata come una nuova "Waterloo dell'economia", e per più di un verso: si è messa in dubbio la competenza della prognosi, e anche la sua interpretazione. Nel contempo non si è riusciti a rendere chiaro ciò che è normale nelle crisi e ciò che vi è di positivo nelle speculazioni sul mercato finanziario. L'aspettativa delle persone è caratterizzata dalla speranza che tali crisi in futuro non siano più possibili. Ma ciò è irrealistico e anche poco plausibile.

La teoria della politica economica farebbe bene a spostare i pesi nella politica di crisi.

È giusto affrontare il rischio sistemico e quello morale. La politica di crisi e la regolamentazione vanno aggiustate a questo fine. Una combinazione di politica statale della domanda e regolamentazione sanzionatrice dei mercati finanziari nonché la vigilanza sui mercati finanziari sono importanti a tal fine (anzi, fino alla distruzione). Ciò non porterà ad evitare crisi future, ma a garantire la capacità di agire di principio nella crisi.

Tuttavia ciò significa che soltanto in caso di disordine spontaneo si tratta di fare appello alla politica economica affinché agisca, mentre in caso di oscillazioni cicliche normali non si cerchi di attuare azioni compensative. Il freno dell'indebitamento deve essere credibile, per impedire il dilagare dei deficit di bilancio a seguito di una crisi e, quindi, di evitare un rischio morale derivato. Importante è anche procedere a una riformulazione consistente dei messaggi di John Maynard Keynes come pure di Walter Eucken.

In questa maniera si prende sul serio il potenziale di pericolo del mercato dei

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

ITALIEN

PROF. DR. MICHAEL HÜTHER

15. Novembre 2010

www.kas.de

www.kas.de/italien

capitali come pure l'idea che le oscillazioni cicliche non richiedono politiche di crisi, anche quando non si riesca a farle intendere come processo normale. Questa idea della politica di crisi dovrebbe essere accettabile a livello istituzionale.

L'economia istituzionale, inoltre, dovrebbe occuparsi sistematicamente della regolamentazione del sistema finanziario. In questo caso, diversamente dalla versione di Eucken, non si tratta solo della degenerazione del meccanismo di mercato attraverso un esplicito abuso di potere, che deve essere definito a livello di legge della concorrenza. Il sistema finanziario, attraverso il suo enorme dinamismo, la sua forza innovatrice e le grandi leve, offre la possibilità che si formino - sotto il radar regolamentare - nicchie di non trasparenza che creano lo spazio per strategie di sfruttamento a fronte della carenza legislativa di misure coattive. Si tratta di reperire regole generali, astratte e quindi esenti da privilegi nel senso di Hayek.

Molti considereranno provocatorio il fatto di considerare le crisi come facenti parte di un processo normale e, quindi, in linea di massima anche accettabili. Tuttavia ciò fa fondamentalmente parte di una nuova regolazione dell'equilibrio tra mercato e stato. Non si tratta di sollecitare eccessivamente lo stato, ma piuttosto di rendere più stringente la disciplina della libertà attraverso l'auto-responsabilità e la corresponsabilità nell'azione quotidiana. Tutti gli sforzi devono spostarsi verso la strutturazione dei meccanismi regolamentari e la mobilitazione di un dibattito pubblico sulla divisione delle responsabilità così definite. Di ciò fa parte anche il fatto che bisogna non sacrificare all'umore temporaneo della strada le regole fondamentali deliberate per il coordinamento degli interessi contrastanti e, quindi, per dei processi significativi. In caso contrario si avrebbe una libertà indisciplinata che serve solo ai singoli, ma non alla collettività.