

Crisi economiche e mercati finanziari: è di aiuto un nuovo ordine finanziario? *

MARIO SARCINELLI

1. Introduzione

Le crisi economiche e, soprattutto, quelle finanziarie non sono fenomeno recente; la storia ne annovera sin dal Seicento.¹ Tuttavia, la loro fenomenologia, la loro frequenza e pure i loro effetti sono influenzati dalle forze e dall'ambiente economico prevalenti in un dato periodo. Le innovazioni finanziarie e l'accresciuta integrazione dei mercati degli ultimi tre decenni hanno certamente aumentato i pericoli di contagio e la possibilità di una trascinazione degli effetti anche su paesi non geograficamente contigui.

La teoria economica ha ricondotto le fluttuazioni cicliche a fattori istituzionali, reali o finanziari. Mutamenti nella tutela legale dei diritti di proprietà, variazioni sostanziali degli investimenti nei processi educativi e formativi, dinamiche dell'apprendimento che assicurano spesso vantaggi duraturi a chi si sviluppa per primo sono esempi riconducibili al ruolo delle istituzioni nell'innescare del ciclo. Shock petroliferi, mutamenti nel tasso desiderato di risparmio, sviluppi tecnologici, spostamenti strutturali nella domanda, nella demografia o nella concorrenza monopolistica sono alcune delle forze reali in grado di generare onde cicliche. Infine, mutamenti nella politica o nel regime monetario, collassi nei processi di finanziamento, cadute rovinose nei

□ Università degli Studi di Roma, Dipartimento di Scienze Economiche, Roma; e-mail: mario.sarcinelli@tiscalinet.it.

* Ringrazio due anonimi *referees* per i commenti a una precedente versione che mi hanno permesso di migliorare questo lavoro. Mia resta la responsabilità per errori, omissioni e opinioni.

¹ Kindleberger (1981).

prezzi di borsa o nei cambi, perdita di controllo della pubblica finanza possono generare crisi finanziarie in grado di allargarsi al settore reale.

Per meglio inquadrare queste ultime, un breve esercizio tassonomico può essere di aiuto. Il *cambio*, se ritenuto sopravvalutato dal mercato, può essere oggetto di attacco e determinare una svalutazione o un forte deprezzamento del valore della moneta nazionale; le autorità monetarie sono indotte a reagire, di solito, dalla perdita di riserve con eccezionali aumenti del tasso d'interesse. Una *banca* o, meglio, un *sistema bancario* può non essere in grado di onorare le proprie passività, che hanno in prevalenza carattere monetario, di solito per la peggiorata qualità del proprio attivo; allo scopo di evitare il panico e il caos economico le autorità sono costrette a costosi salvataggi. Se i *mercati finanziari* generano una bolla attraverso aspettative non giustificate dai fondamentali e comportamenti imitativi da parte dei risparmiatori, quest'ultima prima o poi si sgonfierà causando perdite a chi non è uscito in tempo dall'investimento e, soprattutto, agli intermediari bancari che hanno finanziato gli acquisti sulla base di garanzie che *ex post* si rivelano prive di valore. Quando un paese si finanzia fortemente sui mercati internazionali, il *debito estero*, privato o pubblico che sia, può diventare talmente costoso e/o la bilancia dei pagamenti così avversa da non permetterne più il servizio. Ovviamente, questi quattro tipi di crisi possono essere variamente associati; più frequente è la combinazione tra la crisi di cambio e quella bancaria, spesso designate come gemelle.

Se la tassonomia è semplice, l'identificazione, la datazione e la misurazione degli episodi di crisi richiede l'uso di appropriate tecniche statistiche, che ovviamente condizionano i risultati e la possibilità d'inferire dagli stessi conclusioni generali. Sulla base dello studio condotto alcuni anni or sono dal Fondo Monetario,² il raffronto tra le economie industrializzate e quelle emergenti pone in luce che, nel periodo tra il 1975 e il 1997, nelle seconde la frequenza delle crisi di cambio è stata due volte maggiore e quella delle crisi bancarie più che doppia che nelle prime; la maggior parte delle crisi di cambio dei paesi industrializzati si è avuta nella prima parte del periodo esaminato, cioè durante la prima fase di vita dello SME. In generale, i costi fiscali in senso lato per la risoluzione di crisi bancarie sono stati più elevati nelle economie emergenti che in quelle industrializzate; in queste ultime, se

² International Monetary Fund (1998).

si eccettua la Spagna, sono stati inferiori al 10% del Pil, nelle prime non di rado si sono elevati al di sopra del 15%. A questi costi bisogna aggiungere quelli dovuti alla perdita di produzione reale a causa della sotto-utilizzazione e della cattiva allocazione delle risorse; non v'è da meravigliarsi che questi siano più elevati per le crisi bancarie rispetto a quelle di cambio e, di norma, per le economie emergenti rispetto a quelle industrializzate, indipendentemente dalla causa.

Dopo la crisi nel Sud-Est Asiatico, che iniziò in Thailandia e finì col coinvolgere persino la Corea, tra il 1998 e il 2003 se ne sono avute altre in Russia, in Brasile, in Argentina e in Turchia; sono state tutte crisi di cambio, ma spesso si sono associate a quelle bancarie e talvolta anche a quelle da debito estero. Da questo punto di vista, l'Argentina è diventato un caso di scuola poiché tutti e tre i tipi di crisi si sono sovrapposti; i costi sia fiscali sia di perdita di produzione reale sono stati, perciò, molto rilevanti. Se le crisi negli ultimi anni si sono materializzate quasi sempre nelle economie emergenti, sono esse scomparse dall'orizzonte di quelle industrializzate? quale che sia la risposta a questa domanda, come si sta cercando di ridurre la loro incidenza sul mondo in via di sviluppo che si apre al mercato o, almeno, di alleviare l'onere che su esso ricade? infine, v'è un modo, sia per gli individui sia per gli stati, attraverso nuovi strumenti e nuovi mercati finanziari, di coprirsi nel tempo dal rischio di forti oscillazioni nel proprio reddito e, rispettivamente, nel proprio Pil? I paragrafi 2, 3 e 4, il quale analizza estensivamente le idee di Robert Shiller,³ cercano di dare una risposta alle domande; una conclusione è racchiusa nel paragrafo 5.

2. Crisi finanziarie nei paesi sviluppati

Nei paesi sviluppati non si sono avute negli anni più recenti crisi di cambio, bancarie o gemelle. Nelle due più grandi economie dell'Occidente, tuttavia, vi sono stati crolli dei mercati borsistici e in Giappone anche di quello immobiliare, dopo fasi di boom eccezionali, con esiti estremamente diversi.

³ Shiller (2003).

Nell'Impero del Sol levante, i prezzi delle azioni e degli immobili urbani aumentarono di circa tre volte tra l'inizio del 1986 e la fine del 1989 per l'euforia che pervase gli operatori; per effetto di una stretta monetaria, iniziata nel 1988 e continuata in modo più deciso nel 1990, si ebbero nei successivi due anni una forte flessione nei valori degli immobili e una caduta delle azioni tale da portare l'indice Nikkei a dimezzarsi rispetto al picco della bolla. Un sì grande collasso nei prezzi delle attività si ripercosse negativamente sul sistema bancario, i cui crediti divennero in gran parte inesigibili e le cui garanzie ricevute si rivelarono ben presto largamente incapienti. L'economia giapponese entrò in una fase, non ancora completamente superata, di deflazione dei prezzi e di quasi stagnazione produttiva; il sistema bancario è in una fase di lenta ristrutturazione favorita dagli interventi pubblici, ma ostacolata da interessi politici.

Negli Stati Uniti, le quotazioni di fine mese del Dow Jones mostrarono, dagli inizi del 1995, un forte trend ascendente che continuò con poche e modeste oscillazioni sino all'agosto 1998, quando per effetto della crisi di cambio della Russia, seguita da parziale inadempienza sul debito pubblico, e di quella dello *hedge fund* Long-Term Capital Management si ebbe una moderata flessione, pienamente recuperata entro novembre. Per la diffusa convinzione che il premio per il rischio azionario fosse in strutturale flessione, la corsa al rialzo continuò pressoché senza soste sino al gennaio 2000, quando l'indice toccò il massimo di 11.750. Successivamente, rimase quasi sempre al di sopra di quota 10.000 sino a luglio 2001 e al di sotto dopo quest'ultima data. A rivelare la bolla nella sua massima dimensione furono i titoli tecnologici. Tra gli inizi del 1995 e l'aprile del 1998, i livelli del Dow Jones e del Nasdaq crebbero rispettivamente di 2,2 e di 2,4 volte; tra l'agosto del 1998 e il marzo del 2000 le quotazioni del Nasdaq lievitarono di oltre il 340%, quelle del Dow Jones del 50% o poco più. Dopo il luglio 2001, il Nasdaq è rimasto sempre al di sotto dei 2.000 punti. La convinzione che la nuova economia, basata sulle telecomunicazioni e sulla tecnologia dell'informazione e della comunicazione, avesse dato inizio a una nuova era con profitti attesi crescenti, anche se nulli o negativi nel presente, spinse il rapporto prezzo/utili molto al di là dei livelli ritenuti normali. Il crollo delle quotazioni fece cadere allo 0,3% per il solo 2001 il tasso di crescita reale del Pil, che tra il 1996 e il 2000 era stato superiore al 4%, mentre l'economia, soprattutto nel settore immobiliare, venne aiutata da un'aggressiva politica di riduzione dei

tassi d'interesse e il sistema bancario, dal suo canto, uscì indenne dalla crisi, secondo un'autorevole fonte, grazie al ricorso ai derivati.⁴

2.1. *Dibattito sulle bolle in Giappone e negli Stati Uniti*

L'emergere nelle due più grandi economie dell'Occidente di distinte bolle nei mercati azionari (in Giappone anche in quello immobiliare) e il loro successivo scoppio, rivelatosi particolarmente costoso per l'economia del Sol Levante, hanno fatto sorgere alcuni interrogativi. In primo luogo, perché la stabilità monetaria, o dei prezzi di beni e servizi, non è stata sufficiente ad assicurare quella finanziaria, intesa quale rispondenza dei prezzi delle attività ai fondamentali, come era stato sostanzialmente affermato dalla scuola monetarista?⁵ inoltre, non essendo l'una la conseguenza più o meno necessaria dell'altra, chi deve preoccuparsi della stabilità finanziaria? infine, con quali strumenti si può o si deve provvedere a quest'ultima?

Un recente indirizzo di ricerca⁶ sottolinea che la bassa inflazione che le banche centrali sono riuscite ad assicurare negli ultimi tempi ha creato un "nuovo ambiente" in cui i rapporti tra i due tipi di stabilità devono essere riesaminati. È proprio il successo delle banche centrali nel mantenere l'inflazione sotto controllo che, si afferma, contribuisce a instillare negli operatori una fiducia eccessiva nelle prospettive di sviluppo, a suscitare un'esuberanza irrazionale che trasforma il senso di sicurezza degli operatori in valutazioni eccessive delle attività. Se la stabilità monetaria diventa fonte d'instabilità finanziaria, spetta alla banca centrale vigilare affinché il potenziale distruttivo di quest'ultima non si accumuli pericolosamente e, soprattutto, mitigare gli effetti dovuti all'afflosciarsi della bolla speculativa. D'altra parte, l'origine delle bolle nei mercati finanziari è legata alla necessità di assicurare una circolazione monetaria elastica, in grado cioè di evitare una fluttuazione troppo ampia nei prezzi delle cambiali e di garantirne il risconto per quelle provviste di determinati requisiti. Com'è stato di recente richiamato,⁷ questa finalità, che è parte della stabilità finanziaria, portò alla costitu-

⁴ Greenspan (2003).

⁵ Schwartz (1995).

⁶ Borio e Lowe (2002) e Borio, English e Filardo (2003).

⁷ Ferguson (2003).

zione del Federal Reserve System americano, dopo la severa crisi del 1907 e i ponderosi lavori della National Monetary Commission.

Se sulla banca centrale ricade il compito della stabilità finanziaria, si pone il problema di accertare se alla politica monetaria può o deve essere affidato un ruolo per contrastare forti variazioni nei prezzi delle attività.⁸ A questo riguardo, la posizione “ortodossa”⁹ è quella di raccomandare una regola di politica monetaria che reagisca aggressivamente all’inflazione, ma non risponda direttamente ai movimenti nei prezzi delle azioni, salvo che essi segnalino variazioni nell’inflazione attesa, poiché se ciò avvenisse la politica potrebbe risultare destabilizzante. Su questa conclusione, che ovviamente assolve la Banca del Giappone da responsabilità nel non avere contrastato la formazione della bolla, convergono alcuni studiosi giapponesi.¹⁰ Anche nel periodo in cui la bolla americana si gonfiò soprattutto nella componente tecnologica, la lettura dei comunicati e dei verbali del Comitato federale per le operazioni di mercato aperto (FOMC), nonché le affermazioni di suoi autorevoli membri¹¹ fecero comprendere chiaramente che la politica monetaria non fu formulata per agire contro una potenziale bolla nel mercato azionario. Al contrario, essa si concentrò sulle prospettive per la produzione e per l’inflazione e sui rischi che quelle prospettive incontravano. Il FOMC era, infatti, particolarmente conscio che la più forte tendenza all’aumento della produttività avrebbe richiesto un più alto livello dei tassi d’interesse reali di “equilibrio”, al cui raggiungimento venne subordinata l’azione restrittiva della politica monetaria. In altri termini, le preoccupazioni circa potenziali instabilità finanziarie erano incorporate quali rischi per la previsione economica, il che accadde anche per lo shock causato dal crollo delle Torri Gemelle. Di recente, è stato affermato che mentre i comunicati del FOMC e le dichiarazioni di Greenspan dinanzi al Congresso, trattati con tecniche di *event-study*, danno al mercato segnali cui i partecipanti reagiscono, ciò non sembra essersi manifestato quando il Presidente del Federal Reserve Board, in una decina di casi, ha fatto riferimento alle valutazioni delle attività.¹²

D’altra parte, in un discorso del 1996 Greenspan aveva affermato:

⁸ Gertler *et al.* (1998).

⁹ Bernanke e Gertler (1999).

¹⁰ Okina e Shiratsuka (2001).

¹¹ Ferguson (2003) e Greenspan (2002).

¹² Kohn e Sack (2003).

«[...] come riusciamo a capire quando l'esuberanza irrazionale ha fatto indebitamente salire i valori delle attività, che quindi divengono soggetti a inattese e prolungate contrazioni com'è accaduto in Giappone nello scorso decennio? e come facciamo a inserire quella valutazione nella politica monetaria? Come banchieri centrali non ci si deve preoccupare del collasso di una bolla sul mercato finanziario se non minaccia l'economia reale, la sua produzione, i posti di lavoro e la stabilità dei prezzi».¹³

Tuttavia, non mancano le critiche di coloro che ritengono le conclusioni della tesi ortodossa, sostanzialmente seguita anche dalla Banca Centrale Europea,¹⁴ fortemente dipendenti dagli assunti sottostanti all'analisi e sostengono che reagendo ai prezzi delle attività nella normale formulazione della politica monetaria si abbassa la probabilità che si formino bolle, con riduzione dei cicli negli investimenti.¹⁵ Ovviamente, si ammette che i disallineamenti nei prezzi delle attività sono difficili da identificare e da misurare, ma si aggiunge che l'incertezza nello stimare la produzione potenziale o l'inflazione attesa non è di molto minore.¹⁶ I banchieri centrali, perciò, dovrebbero sviluppare un modello di politica monetaria che includa il potenziale disallineamento nei prezzi delle attività quale fonte di distorsioni cui reagire, anche se ciò può comportare una qualche deviazione nel tasso d'inflazione desiderato nel medio o nel lungo periodo.¹⁷ Un simile approccio non è privo di azzardo morale se crea aspettative nel mercato che le autorità cercheranno con la loro politica di contrastare una caduta nei prezzi delle attività, sicché un atteggiamento simmetrico sia nelle fasi di ascesa dei corsi sia in quelle di flessione dovrebbe essere attuato in modo il più possibile trasparente.¹⁸

Sinora il *modus operandi* normale delle banche centrali non si è spinto oltre l'utilizzazione dei mercati finanziari, in particolare quelli dei titoli obbligazionari a lungo termine e dei derivati, per estrarre informazioni sulle attese del mercato relativamente ai tassi d'interesse e all'inflazione; solo eccezionalmente i prezzi delle attività do-

¹³ Greenspan (1996, p. 6).

¹⁴ Issing (2003).

¹⁵ Cecchetti *et al.* (2000).

¹⁶ Cecchetti, Genberg e Wadhvani (2003).

¹⁷ Brousseau e Detken (2001).

¹⁸ Cecchetti *et al.* (2000).

vrebbero avere un'influenza sulla politica monetaria.¹⁹ Se il progressivo aumento di peso dei mercati rispetto alle banche, la liberalizzazione finanziaria e la globalizzazione tenderanno a creare condizioni più favorevoli per l'*asset inflation* con effetti ricchezza sul consumo e, soprattutto, sulla capacità delle imprese di prendere a prestito per l'imperfezione dei mercati del credito, è difficile ritenere che le autorità monetarie trascurino gli squilibri finanziari²⁰ e restino ancorate soltanto al principio di combattere l'inflazione nei flussi di beni e servizi nell'orizzonte temporale di riferimento. D'altro canto, l'allungamento di quest'ultimo, nel presupposto che sia pure con un lungo ritardo l'inflazione nelle attività si comunichi alla produzione corrente, potrebbe scontrarsi con la difficoltà, che la Banca del Giappone ha spesso sottolineato, di dovere innalzare il *policy rate* di alcuni punti percentuali quando i prezzi di beni e servizi sono e si prevedono ancora freddi per qualche tempo o di agire aggressivamente nella riduzione del costo del danaro nella fase di sgonfiamento della bolla se si nutre il timore che ciò possa reinnescarla.²¹

Purtroppo, salvo ricorrere a sgraditi e distorsivi strumenti di controllo diretto, come il *margin requirement*, ed eventualmente a misure di vigilanza prudenziale che incorporino una dimensione macroeconomica,²² a disposizione delle autorità monetarie v'è soltanto il tasso d'interesse a brevissimo termine. Se si ritiene che la politica monetaria possa ridurre i rischi di formazione di una bolla e le nefaste conseguenze del suo scoppio, non resta che introdurre nella regola di Taylor, accanto all'inflazione prevista e al differenziale tra la produzione effettiva e quella potenziale, una qualche misura della bolla presente sul mercato azionario.²³ Non scompaiono, ovviamente, i dubbi sulla capacità di stima della medesima e, soprattutto, sulla reattività degli operatori a una politica monetaria che apertamente dichiara l'obiettivo di non fare emergere o, almeno, di contenere la crescita della bolla e le conseguenze del suo scoppio.

¹⁹ Mussa (2003).

²⁰ Crockett (2003).

²¹ Yamaguchi (2003).

²² *Ibid.*

²³ Cecchetti *et al.* (2000).

3. Crisi finanziarie nei paesi in via di sviluppo

Le crisi nei paesi in via di sviluppo e in transizione si sono materializzate come crisi di cambio e spesso come crisi bancarie; quando si sono presentate in coppia si sono avute crisi gemelle, che diventano trigemine, come nel recente caso dell'Argentina, quando si aggiunge quella del debito estero. Le soluzioni internazionalmente raccomandate sono, in termini generali, per una riduzione della vulnerabilità alle crisi. In particolare, per quelle valutarie si suggerisce una maggiore accettazione del regime dei cambi flessibili per eliminare assicurazioni implicite e un'attenta considerazione delle condizioni del sistema bancario e della sequenza nei processi di liberalizzazione. Per quelle bancarie la ricetta è un rafforzamento dei sistemi creditizi attraverso maggiore capitalizzazione, migliore monitoraggio e gestione dei rischi, rafforzamento della supervisione. Infine, per quelle che coinvolgono il debito estero l'obiettivo più ambizioso era quello di una procedura fallimentare internazionale relativa al debito sovrano, ma sinora non si è andati oltre l'invito a includere nei prospetti per il lancio dei prestiti obbligazionari clausole di azione collettiva che permettono ad assemblee di portatori di titoli, in caso di inadempienza, di prendere a maggioranza decisioni in merito alla ristrutturazione del debito. Messico, Brasile e Sud Africa hanno cominciato a inserirle senza incorrere in costi addizionali.

Se sul piano della prassi, come si dirà nel paragrafo successivo, non si può affermare che vi sia un accettato e valido sistema di diagnosi e di terapia delle crisi finanziarie, su quello della teoria la situazione non è più incoraggiante.

«La letteratura sulle crisi è in crisi. Come professione, semplicemente non abbiamo una buona comprensione di ciò che le causa.²⁴ [...] Cosa sappiamo delle crisi? Che non sono tutte uguali. Non lo sono mai state. L'eterogenea natura delle crisi finanziarie è la caratteristica che le definisce».²⁵

Ogni loro tipologia riflette un certo grado di arbitrarietà e, comunque, poco ci dice sulle determinanti e sulle possibilità di previsione. Anche

²⁴ Rose (2001, p. 76).

²⁵ *Ibid.* (p. 77).

se sul piano sociologico è indubbio che *boom* e *bust* sono destinati a succedersi *ad infinitum* ogni qual volta, nelle comunità come nei mercati, l'avidità supera la paura e viceversa, dal punto di vista economico ogni crisi è una storia a se stante, che richiede studi *ad hoc*, non facili generalizzazioni.

3.1. Nuova architettura finanziaria internazionale

Gran parte dell'attività volta a creare una "nuova architettura internazionale" ha riguardato negli anni recenti l'elaborazione di una precettistica rivolta soprattutto ai paesi più deboli, quelli in via di sviluppo e in transizione. Favorendo l'adozione da parte loro di politiche che si sono affermate nelle economie più forti (come la riduzione del settore pubblico, le privatizzazioni, le liberalizzazioni, la trasparenza, l'obbligo di rendere conto, e così via), si spera di renderli meno proni ai vari tipi di crisi. Questa azione di persuasione morale, assortita di vincoli finanziari e richieste di riforme strutturali, è stata a lungo esercitata attraverso il washingtoniano *consensus*, col concorso spesso del G7. Ciononostante, le crisi continuano a esservi, a colpire paesi additati per anni come modelli da imitare, ad esempio l'Argentina, e talvolta ad allargarsi a causa del contagio dovuto ai legami commerciali e finanziari e, soprattutto, al peggioramento delle aspettative di mercato sul clima economico generale o su quello di una classe di paesi.

Sin dall'origine, compito del FMI è stato quello di erogare crediti per finanziare temporaneamente lo squilibrio della bilancia dei pagamenti di un paese in crisi, al fine di evitare svalutazioni competitive e/o aggiustamenti troppo drastici, con effetti sull'occupazione. Con cambi fissi e controlli sui movimenti di capitali, la bilancia dei pagamenti era determinata dalle partite correnti; con libertà nel movimento di fondi e masse crescenti di danaro alla ricerca del più alto rendimento, essa è attualmente dominata dal conto finanziario, sicché un intervento del FMI che prima serviva a difendere l'occupazione, oggi è strumentale, si afferma, al salvataggio dei prestatori di fondi.²⁶

In effetti, le dimensioni di un intervento del FMI sono enormemente aumentate rispetto al passato.²⁷ È sufficiente qui ricordare che

²⁶ Sia consentito il rinvio a Sarcinelli (1999 e 2001).

²⁷ De Gregorio *et al.* (1999).

per sostenere il Brasile nel 2002, allorché i mercati si allarmarono per la probabile vittoria del candidato della sinistra alle elezioni presidenziali (le urne la dimostrarono successivamente fondata), il FMI s'impegnò a versare \$ 30 miliardi, condizionando l'esborso dei 9/10 della somma al mantenimento in vigore nel 2003 delle politiche già in corso. In questa mutata situazione, le giustificazioni socioeconomiche per l'uso di risorse pubbliche internazionali scompaiono o si attenuano di molto.

Inoltre, si sono fatte più forti le critiche di coloro che ritengono errato il modo di operare del FMI²⁸ e fonte di azzardo morale la sua stessa esistenza. Per temperarle si è proposto di far pagare ai privati prestatori di fondi, che hanno ottenuto alti rendimenti dal proprio investimento, almeno parte del costo del salvataggio, ma questo obiettivo oggi non si può conseguire senza dichiarare e gestire l'insolvenza di uno stato.

Infine, i paesi che fanno ricorso al FMI tendono a rimanere affidati alle sue cure per lunghi periodi; alcuni non sono mai usciti dalla sua tutela. Secondo uno studio fatto qualche anno fa all'interno del FMI da suoi economisti,²⁹ i programmi di aggiustamento finanziati dal Fondo *on balance* hanno avuto successo. In genere, sono riusciti ad abbassare il tasso di cambio reale in misura significativa e attraverso il deprezzamento a migliorare la bilancia dei pagamenti.³⁰ Tuttavia, gli effetti restrittivi sulle politiche monetarie e fiscali sono stati non molto significativi, quelli sull'inflazione generalmente non significativi e quelli sulla crescita economica decisamente negativi. Giudicati su parametri relativi agli obiettivi istituzionali del FMI, gli alti tassi di recidiva, i bassi tassi di completamento e lo scarso effetto catalitico nell'attrarre capitali privati verso il paese in difficoltà indicano che l'approccio macroeconomico raccomandato per l'aggiustamento e/o la condizionalità non funzionano abbastanza o non funzionano affatto.

Soprattutto tra i politici americani, ma anche tra gli economisti, v'è chi chiede di chiudere il FMI o di cambiarlo in modo drastico.³¹ Tra le proposte avanzate figurano quelle per la sua trasformazione in: a) prestatore d'ultima istanza,³² al fine di prefigurare per esso un cam-

²⁸ Stiglitz (2002).

²⁹ Ul Haque e Khan (1998).

³⁰ Bird (2001).

³¹ Sachs (1998) e Meltzer (2000).

³² Sachs (1995) e Fischer (1999).

mino simile a quello che ha portato le banche di emissione a divenire banche centrali, ma ne deriverebbero problemi di azzardo morale ignoti al livello nazionale e ingestibili in quello internazionale; *b*) assicuratore di un'economia o, meglio, valutatore del limite di assicurabilità³³ dei crediti concessi a un paese, con conseguente divisione di quelli coperti da garanzia internazionale dagli altri, eccedentari, che ne sarebbero privi, ma la gestione dello schema sarebbe tutt'altro che agevole nel contesto internazionale in cui la posizione politica e strategica di un paese conta; *c*) agenzia o tribunale fallimentare mondiale per i debiti sovrani,³⁴ che permetterebbe di far pagare agli investitori amanti del rischio il costo delle proprie decisioni, ma aperta a un'infinità di obiezioni, considerato che uno stato non può essere messo sotto tutela fallimentare come un'impresa commerciale. Questa opzione è stata da ultimo sponsorizzata da Anne Krueger,³⁵ attuale primo vice direttore generale del FMI. Dopo qualche tentativo di esplorazione della tematica e di definizione di una procedura, nella riunione primaverile del 2003 del Comitato monetario e finanziario internazionale si è riconosciuta l'impossibilità di proseguire su questa strada, che comporta la revisione degli statuti del Fondo e delle legislazioni nazionali sul fallimento. A nulla essendo valsa la riformulazione della proposta della Krueger, l'iniziativa è stata accantonata, pur dando mandato di approfondire alcuni aspetti minori ...³⁶

4. Un nuovo ordine finanziario per combattere l'instabilità?

Si è visto che l'instabilità finanziaria tende a manifestarsi in misura considerevole nei paesi sviluppati, nonostante che la vittoria sull'inflazione sia stata sostanzialmente raggiunta; per i paesi in via di sviluppo le crisi di cambio, bancarie e da debito sembrano essere diventate negli ultimi trent'anni molto più frequenti.³⁷ Per controllare gli squilibri finanziari non vi sono che due classi di strumenti; nella prima figura la

³³ Soros (1998).

³⁴ Eichengreen e Portes (1995).

³⁵ Krueger (2002).

³⁶ Per una posizione piuttosto favorevole, si veda Giannini (2003).

³⁷ Bordo *et al.* (2001).

politica monetaria, nella seconda la regolamentazione che include varie specie (istituzionale, fiscale, settoriale che a sua volta si suddivide in prudenziale, di trasparenza, e così via). Se il ricorso sistematico alla prima attraverso l'adozione di una regola che ammetta esplicitamente l'inclusione di una qualche misura degli squilibri finanziari non è ritenuta appropriata e se l'architettura finanziaria internazionale non viene modificata a vantaggio dei paesi emergenti ma si consiglia loro di attuare politiche e strutture simili a quelle dei paesi sviluppati che non sono immuni dal virus delle crisi, sia pure di tipo diverso, la soluzione va forse cercata esplorando nuove direzioni.

Quando il ricorso agli strumenti per la gestione macroeconomica è ritenuto inadatto e la regolamentazione, di qualsiasi tipo essa sia, appare contraria alla filosofia politica dominante, oggi improntata a un maggior liberismo rispetto al passato, la soluzione dei problemi la si ricerca nel mercato. Ad esempio, il diffuso suggerimento per evitare le crisi di cambio è la restituzione agli operatori della libertà di fissarne i tassi ai livelli ritenuti appropriati. Perché, quindi, la finanza e in particolare la gestione dei rischi che essa permette non potrebbero fornire gli strumenti per combattere gli squilibri che generano quei movimenti di produzione e occupazione che danno luogo ai cicli economici? Un recente libro di Shiller, nel sottolineare l'urgenza del problema, afferma:

«La nostra rassegna storica dal 1950 mostra che alcuni dei più difficili problemi di questi anni sarebbero stati affrontati sostanzialmente meglio se fossimo stati in grado di concludere, in precedenza, appropriati contratti per la gestione del rischio».³⁸

Il volume è un appassionato manifesto in favore del ruolo stabilizzatore della finanza nella vita dei singoli, delle famiglie, delle nazioni e delle generazioni. L'idea di fondo è la dispersione del rischio sia al livello microeconomico sia a quello macroeconomico, oggi possibile grazie agli sviluppi della tecnologia dell'informazione e della comunicazione, ma a prezzo di limitazioni alla libertà di contrattazione e di intrusioni nella *privacy* particolarmente forti.

Come affermato dall'Ecclesiaste, citato nel frontespizio del libro, i meriti non sono la regola con la quale gli uomini vengono compensati, poiché tutti sono soggetti alle leggi del tempo e della fortuna. Ne

³⁸ Shiller (1999, p. 30).

deriva che la vita è costellata di rischi e il futuro è pieno di incognite; a essi, se non si vuole farsi trascinare dagli eventi o assumere l'atteggiamento di Diogene di Sinope, è necessario assegnare dei valori dai quali dipenderà il nostro comportamento, nel contesto ovviamente di una razionalità limitata.³⁹ La finanza si propone, perciò, come disciplina per la gestione dei rischi in un senso ben più vasto di quello convenzionale, vale a dire di copertura da un'alea di mercato, di assicurazione contro eventi specifici come il fuoco o la grandine, di protezione di un portafoglio di titoli attraverso la diversificazione.

Se è il proprio futuro, nella sua interezza, che un essere umano vuole proteggere, le delusioni umane e le sofferenze economiche diventano rischi cui si possono collegare probabilità, ovviamente soggettive; in funzione della consapevolezza del rischio che si corre e dell'atteggiamento psicologico di ciascuno di fronte a esso, si può cercare protezione, ad esempio, rifugiandosi nel settore pubblico che tradizionalmente è più largo di garanzie rispetto a quello privato, ma meno prodigo di opportunità. Non sempre al tempo delle scelte strategiche sono presenti alternative istituzionali, come il servizio pubblico, o facilitate, come la professione paterna e l'impresa familiare, sicché in una società capitalistica che voglia anche essere liberale, cioè attenta alla piena realizzazione dell'individuo, deve essere il mercato in grado di offrire la copertura di rischi che riguardano l'esistenza di un essere umano, nella consapevolezza, però, che non esiste alcuna funzione di decisione sociale che soddisfi simultaneamente il criterio paretiano e quello della libertà minima.⁴⁰

In un contesto di mercato è alla finanza che è deputato il compito di provvedere soluzioni, cioè contratti in grado di ridurre le delusioni, attutirne l'impatto sugli individui, favorirne la dispersione degli effetti tra un vasto numero di persone. Sotto il profilo della domanda, v'è un'alta probabilità che un mercato del genere possa svilupparsi ed essere d'aiuto a creatori e innovatori che desiderano realizzare le proprie idee e gestire il proprio futuro senza sopportarne completamente i rischi, incoraggiandoli così ad assumerne di molto grandi proprio per la possibilità di associare altri soggetti. In fondo, laddove esiste un vivace mercato per il *venture capital*, il ricercatore di una nuova soluzione tecnologica o di un nuovo prodotto condivide con il

³⁹ Simon (1978).

⁴⁰ Sen (1970) e Suzumura (2002).

fornitore di mezzi finanziari l'alea dell'invenzione, in cambio di diritti di sfruttamento, totali o parziali, in caso il successo economico arrida all'impresa.

Anche se talvolta dal successo di una singola idea o di un singolo prodotto possono nascere intere filiere in grado di procurare all'inventore e al suo finanziatore un flusso di redditi tale da renderli straordinariamente ricchi, il contratto iniziale tra i due resta sempre circoscritto a un singolo evento, l'invenzione di un prodotto o di un processo, che può realizzarsi oppure no; allo stesso modo, come si è detto, è oggi possibile proteggersi da un ristretto numero di rischi specifici, come crolli di borsa o calamità naturali, gestire attraverso la diversificazione gli investimenti di portafoglio, difendersi attraverso la copertura dalle variazioni di prezzo su valute e materie prime.

La finanza finora è rimasta estranea alla protezione dei talenti e delle carriere, cioè di quei fattori intangibili dai quali dipende il benessere di quanti traggono da vivere dal proprio lavoro; questi ultimi spesso hanno una parte preponderante della propria limitata ricchezza investita nella casa d'abitazione, il cui valore economico non è assicurabile. La condizione di questi lavoratori, secondo Shiller, deve essere migliorata attraverso la "democratizzazione" della finanza, vale a dire la fine di un privilegio che vede le potenzialità della finanza riservate di fatto a chi già è benestante o addirittura ricco. Democratizzare la finanza significa risolvere il problema della disuguaglianza economica non giustificabile in termini di sforzi o di talento personale.

Alla finanza, quindi, viene ascritto un compito di protezione delle classi impossidenti e soprattutto di quelle giovanili; la sua realizzazione è affidata interamente al mercato, all'uso della tecnologia e all'iniziativa privata. Quale differenza rispetto alle idee dell'Ottocento e di quasi tutto il Novecento! Per affrontare le conseguenze della prima e della seconda rivoluzione industriale, l'emergere di masse di lavoratori analfabeti, inurbati e "proletari" nel senso etimologico del termine, furono proposti e introdotti gradualmente l'istruzione elementare obbligatoria e programmi minimali di sicurezza sociale. Non solo il movimento socialista o quello cattolico voleva risolvere con la politica e con il cambiamento delle istituzioni, compresa l'estensione del suffragio, la condizione delle classi lavoratrici, ma lo stesso Cancelliere al potere in Germania, Bismarck, si fece promotore dell'assicurazione contro le malattie (1883) e contro gli infortuni (1884), nonché qualche anno più tardi di quella per provvedere una pensione durante

la vecchiaia, istituzioni che nell'arco di un decennio o poco più si diffusero in quasi tutti i paesi sviluppati. Fu certamente la finanza e, in particolare, il contratto assicurativo lo strumento utilizzato per tutelare i lavoratori dai rischi cui erano e sono ancora esposti, ma esso era e resta ancora obbligatorio, anche se oggi si tende a privatizzare in parte le scelte d'investimento. La finanza si arricchì così di un'altra dimensione, intermedia tra quella pubblica e quella privata.

La proposta avanzata da Shiller è quella d'introdurre innovazioni radicali nel mondo della finanza volte non solo a democratizzarla ma anche a stabilizzare le nostre economie, ad esempio abbandonando il principio nominalistico della moneta e adottando, in sua vece, unità di conto indicizzate in grado di rendere la reattività all'inflazione o alla deflazione inattesa molto più ampia e quindi molto meno penalizzante rispettivamente per il creditore e per il debitore. Un nuovo ordine finanziario, un nuovo capitalismo finanziario, una nuova infrastruttura economica sono gli ingredienti di una rivoluzione nella gestione del rischio, non più definito in maniera restrittiva, cioè relativo a singoli eventi specifici, ma così ampia da abbracciare le grandi incognite della vita.

Tuttavia, l'azzardo morale, che spinge chiunque sia coperto da un'assicurazione a superare il limite suggerito da una normale prudenza, resta il maggiore problema per chi concede una garanzia; anzi, è probabile che esso s'ingigantisca con polizze che coprano i rischi generali che un giovane corre nello scegliere una professione o una carriera. Un esempio è dato oggi dall'assicurazione obbligatoria contro la disoccupazione involontaria. Vi sono regimi che permettono al disoccupato di rifiutare un lavoro se ritiene che esso non sia confacente alle proprie qualificazioni senza penalizzazione alcuna per l'indennità che riceve; soprattutto in tempi di rapida trasformazione dell'offerta di lavoro, un siffatto regime incentiva a rimanere disoccupati, con un costo sociale particolarmente alto. Le riforme del mercato del lavoro in corso in Europa stanno, perciò, correggendo questo disincentivo abolendo, riducendo o penalizzando la facoltà per il disoccupato di rifiutare il lavoro che gli sia stato offerto.

Ad ogni modo, l'assenza di un mercato su cui assicurare il rischio economico cui si va incontro è un problema nascosto di cui solo in modo intermittente e imperfetto si rendono conto l'individuo e la sua famiglia. La politica, anche di tradizione liberale, contribuisce spesso a non fare emergere una siffatta necessità con affermazioni, come quella del Presidente Kennedy, che «una crescente marea alza tutte le bar-

che». Ma in un'economia basata sul libero mercato ciò che è vero per il cittadino medio, che può anche essere rappresentativo della popolazione, non è affatto vero per ogni membro della medesima: i tenori di vita variano fortemente tra gli individui e per lo stesso soggetto nel corso della vita, a causa della variabilità del reddito.

La mancanza di un qualche meccanismo assicurativo pone il singolo nella condizione di coprirsi dal rischio economico rifuggendo dalle opportunità, con costi notevoli ma poco visibili, con una deprimente uniformità nelle scelte e con una mancanza di spirito d'avventura nella società. In Italia ciò è chiaramente avvertibile tra i giovani che si apprestano a scegliere la facoltà universitaria, quando manca una spiccata vocazione per questo o quell'indirizzo di studi ed è assente una tradizione professionale nella famiglia; la scelta finisce col ricadere sulle facoltà che genericamente aprono una molteplicità di strade, che sono le più affollate e che, perciò, probabilmente offrono agli studenti una preparazione qualitativamente inferiore.

Come ammortizzatore dell'avversa fortuna e fondamentale struttura sociale per la condivisione del rischio, soprattutto agli inizi di una carriera, resta la famiglia e il suo patrimonio. Avere le spalle coperte dai genitori o dagli averi familiari permette a un individuo di assumere maggiori rischi relativamente al proprio futuro, di fare maggiori investimenti nella propria preparazione professionale e nel miglioramento del proprio capitale umano, di ritardare l'ingresso nel mercato del lavoro anche per un lungo periodo. Anche se la famiglia ha oggi perduto nei paesi sviluppati molte delle caratteristiche patriarcali che l'hanno caratterizzata nei secoli, essa continua a svolgere questo compito assicurativo soprattutto nei confronti dei suoi membri più giovani. Tuttavia, questa struttura sociale è fonte di discriminazione tra chi proviene da una famiglia benestante e chi deve fare assegnamento soltanto sulle proprie forze. Per approssimare i punti di partenza, che difficilmente possono essere veramente eguagliati, la politica e lo stato si sono incaricati finora di provvedere borse di studio e altre forme di sostegno per i giovani più meritevoli. Potrà il mercato sostituirsi all'azione pubblica, realizzando anche una più estesa opera di equalizzazione delle condizioni di partenza su base ovviamente volontaria?

La molteplicità dei rischi economici spinge Shiller a paragonarli ai quaranta ladroni, ciascuno dei quali ha una piccola probabilità di portare via una modesta frazione degli averi di un individuo. Se si prende in considerazione ciascun singolo evento di furto, il rischio che

ne segua un danno è piuttosto piccolo e può indurre a non assicurarsi, ma se i ladroni sono quaranta, il danno potenziale va moltiplicato per questo numero; se poi i ladroni non operano l'uno separatamente dall'altro, vale a dire le alee non sono indipendenti, allora il pericolo che si corre è enormemente più grande. È di fatto impossibile, quindi, trattare singolarmente i diversi rischi non solo per la loro numerosità, ma anche per il grado e per l'ordine di associazione tra gli stessi. La conseguenza naturale è che per difendersi dai rischi economici che pervadono la vita, non v'è altra strada che assicurarsi contro di essi prendendo come riferimento una misura di benessere economico, di fatto il reddito.

Per un nuovo ordine finanziario vengono avanzate sei idee o proposte ritenute in grado di trasformare la nostra società. Come tutte le idee che hanno un potenziale rivoluzionario, non viene nascosto che avranno difficoltà ad affermarsi agli inizi, ma superato un certo momento critico è probabile che diventino contagiose e vedano la curva della loro diffusione impennarsi a causa di processi imitativi sempre più accelerati.

4.1. *Assicurazione del reddito minimo*

L'assicurazione per i mezzi di sussistenza, insieme con quella sul valore economico dell'abitazione di cui al § 4.1.1., è certamente la proposta o invenzione che meglio interpreta lo spirito e le finalità di un'assicurazione che copra i principali rischi economici cui va incontro un individuo nel corso della sua vita. L'esempio che Shiller avanza inizialmente è quello di una giovane immigrata dall'India che vive a Chicago, vuole diventare una violinista e ha difficoltà nell'indebitarsi per finanziare i propri studi, data l'incertezza dei suoi futuri redditi come musicista; l'assicurazione contro il rischio economico le permette di ottenere credito che non necessariamente sarà integralmente rimborsato se un indice dei futuri guadagni dei violinisti risultasse piuttosto basso. Il rischio della sua carriera sarà sopportato da investitori disposti in qualsiasi paese ad accogliere nel proprio portafoglio titoli rappresentativi del credito verso la violinista.

Un altro esempio riguarda il ricercatore in tecnologie d'avanguardia che a un certo momento appaiono piene di promesse economiche per lui e di sviluppi benefici per la società, ma che potranno

rivelarsi successivamente deludenti per ragioni scientifiche o per decisioni politiche, come accadde per l'energia atomica. Oggi è il caso della biogenetica, i cui progressi potrebbero essere vanificati sul piano economico dal senso morale dei cittadini e/o dall'intervento del legislatore. Se un biochimico specializzando nelle tecnologie del DNA ricombinante potesse comprare una polizza che lo assicuri per molti anni contro la caduta dei redditi nel settore e in parte contro la propria cattiva sorte, egli affronterebbe con minore preoccupazione una carriera estremamente specializzata. Il premio della polizza sarebbe costituito in caso di successo nella professione da una quota dei futuri guadagni, da una somma fissa indicizzata, da una combinazione delle due, senza escludere la corresponsione di una somma unica alla firma del contratto; l'indennizzo consisterebbe in un supplemento al suo reddito negli anni nel caso di un declino di quest'ultimo. Il rischio del biogenetista sarebbe trasferito a una compagnia d'assicurazione in grado di diversificare il proprio portafoglio. È indubbio che in tal modo il nostro ricercatore acquisirebbe la garanzia di un reddito minimo, con grandi prospettive di miglioramento in caso di successo nella carriera.

Se un'assicurazione dei mezzi di sussistenza fosse realmente disponibile, diventerebbe l'istituzione fondamentale del nuovo ordine finanziario democratizzato; coprirebbe da un lato tutte le cause di rischio, dall'altro eventi che si manifestano lentamente nel tempo, come la capacità di guadagno per il declino della professione o dell'assicurato nella professione. La differenza con le assicurazioni oggi disponibili non potrebbe essere maggiore; queste ultime coprono uno o più rischi, specificatamente individuati, che di solito si manifestano improvvisamente e catastroficamente rendendo i sinistri di grande evidenza, anche se non sempre di facile accertamento.

Una polizza che assicuri un reddito minimo nel tempo può essere fonte di azzardo morale enorme, poiché l'assicurato sarebbe in grado di ridurre a proprio libito lo sforzo intellettuale e l'impegno lavorativo, potendo contare su un'integrazione di reddito, che la sua prudenza gli ha garantito, ma a spese della compagnia assicuratrice e della società. Perciò, il disegno delle polizze va adeguato assicurando il reddito individuale contro un indice di rischi aggregati sui quali il singolo non ha controllo. La lenta erosione della capacità di guadagno nel tempo richiede quindi, per essere assicurabile, la costruzione di appropriati indici di reddito delle varie occupazioni, per i quali in altra

pubblicazione⁴¹ Shiller ha elaborato una teoria matematica utilizzata per la costruzione, insieme con Schneider, di indici dei redditi da lavoro per sette diversi “grappoli” occupazionali negli Stati Uniti per il periodo 1968-87.⁴² La particolarità di questi indici è quella di essere costruiti seguendo un campione di individui nel tempo e non calcolando il reddito medio di coloro che popolano una determinata specializzazione al tempo di ciascuna rilevazione.

Perché sia possibile offrire e far funzionare un mercato per questo tipo di polizze v'è necessità d'informazioni affidabili sui redditi di gruppi di persone nelle diverse carriere per lunghi periodi e di infrastrutture informative del tipo GRID (*global risk information databases*), ma anche di una forte stabilità del rapporto contrattuale, vale a dire che quest'ultimo non può essere cancellato da parte dell'assicurato con la stessa facilità con la quale si pone termine a un'assicurazione per eventi subitanei e catastrofici.

Quali critiche si possono formulare a questo schema di gestione dei rischi economici? Al di là delle difficoltà che ogni innovazione radicale incontra agli inizi e che possono essere aggravate da carichi eccessivi da parte di compagnie assicurative con scarsa o nessuna esperienza nel campo, l'offerta potrà calibrare i premi solo dopo un lungo periodo. Tuttavia, i problemi sembrano emergere soprattutto sul lato della domanda; come Shiller afferma, una volta concluso un contratto di assicurazione per un reddito minimo, questo non può essere posto nel nulla e, presumibilmente, deve avere corso sino al raggiungimento della data prevista. Se l'assicurato ha successo nella sua vita professionale, è altamente probabile che ritenga l'assicurazione non più necessaria poiché le probabilità che le sue fortune si ribaltino sono divenute molto basse. Se in base al contratto assicurativo deve cedere una parte del proprio reddito come premio per coprirsi da una condizione che non si è verificata in passato e che ha scarsissime probabilità di manifestarsi in futuro, finirà col ritenere ingiusto pagare a un assicuratore, per la vita o per un buon numero di anni, una parte del proprio reddito e cercherà di sottrarsi a quest'obbligo, contratto liberamente ma in tempi passati, ricorrendo ai tribunali o cercando di “nascondersi” all'assicuratore. Se poi la fortuna arride all'intero segmento professionale che in grande maggioranza, per ipotesi, si è coper-

⁴¹ Shiller (1993).

⁴² Shiller e Schneider (1998).

to dal rischio economico, è possibile che il desiderio di liberarsi di un onere (incautamente?) contratto spinga tutti gli assicurati ad agire politicamente per vedersi sollevati da una sorta di tributo di cui non beneficia il gruppo.

Concludendo sul punto, va sottolineato che contratti di questo tipo comportano una limitazione della libertà individuale nel tempo difficilmente accettabile, soprattutto quando per il mutare delle condizioni la psicologia degli assicurati cambia e li porta a scontare il futuro da una diversa posizione e, quindi, a un diverso tasso. E la psicologia ha grande importanza nel pensiero di Shiller ... Un secondo aspetto di grande rilevanza per l'accettazione dell'innovazione finanziaria costituita dall'assicurazione di un reddito minimo nel tempo è la costituzione d'infrastrutture informative del tipo GRID, nel quale fare confluire informazioni affidabili sui redditi e su altre caratteristiche di individui selezionati per la loro appartenenza iniziale a determinati gruppi. Non v'è dubbio che le moderne tecnologie sono in grado di raccogliere, convalidare, elaborare e disseminare le informazioni necessarie al funzionamento di un mercato per l'assicurazione dei rischi economici, anche se i costi per impiantare, mantenere e monitorare l'affidabilità di una tale infrastruttura sono in genere passati sotto silenzio. È l'accettazione di questa sorta di "super grande fratello" che è socialmente e politicamente controversa. La lotta per assicurare la riservatezza (*privacy*) dell'individuo dovrebbe considerarsi sostanzialmente perduta se una o più GRID fossero costituite e potessero operare come auspicato da Shiller.

4.1.1. Assicurazione del valore economico dell'abitazione

Più facili da realizzare e certamente prive di quegli aspetti sociali e psicologici che rendono problematiche le assicurazioni del reddito minimo nel tempo sono le polizze per proteggere il valore di mercato di singole abitazioni. Lo strumento si presta non solo a gestire il rischio economico, ma anche ad annullare le previsioni autorealizzanti. Quest'ultima potenzialità è ben illustrata dalla *home equity assurance* che la città di Oak Park, vicino Chicago, istituì nel 1977 per fermare la fuga dei residenti bianchi, a causa dell'arrivo nella zona di abitanti di colore. V'era il timore che l'aspettativa di un rapido cambiamento nella composizione della popolazione residente portasse a una caduta

nel valore delle case d'abitazione e spingesse ad alienarle il più rapidamente possibile per ridurre le perdite. Ma era proprio questa fuga accelerata che provocava l'offerta eccessiva di abitazioni e la caduta del loro valore sul mercato, realizzando così la previsione.

Sebbene si siano avuti negli Stati Uniti vari esperimenti di assicurazione del valore capitale di un'abitazione, con risultati ritenuti favorevoli ma con partecipazione piuttosto scarsa, lo schema non sembra avere assunto ancora connotati stabili e superato quindi la prova del mercato. Tra le proposte migliorative avanzate da Shiller, insieme con Weiss, v'è quella certamente importante di basare gli indennizzi non sul valore dell'abitazione, bensì sulle variazioni dell'indice dei prezzi delle case.⁴³ Il fine di evitare l'azzardo morale ha spinto a estendere anche in questo caso l'approccio seguito nell'assicurazione di un reddito minimo per l'individuo o per la famiglia. Con l'attuale disponibilità di dati sui prezzi delle abitazioni anche per ristrette aree geografiche, almeno negli Stati Uniti un simile mercato sembra promettente. Diversi prodotti sono stati sviluppati e gli sforzi continuano oltreoceano. Laddove il valore dell'abitazione tende con sistematicità più a salire che a scendere per la maggiore densità demografica, per la molto minore mobilità geografica o per la maggiore omogeneità etnica, una tale assicurazione appare meno interessante; ed è questo il caso dell'Europa.

4.2. *Mercati per le grandezze macroeconomiche*

La seconda innovazione che viene proposta non riguarda le assicurazioni, bensì i mercati azionari sui quali oggi si scambiano soltanto i diritti (*claims*) su una piccola componente del reddito nazionale, quella costituita dai profitti societari. Spesso si guarda ai principali indici di borsa come se fossero una misura della *performance* dell'intera economia, ma ciò non è necessariamente vero. Per poter permettere al mercato di esprimere la sua valutazione sull'andamento dell'economia bisognerebbe avere titoli, ovviamente obbligazionari, che paghino una certa frazione del Pil trimestrale di un paese, ad esempio degli Stati Uniti, emessi dal governo o anche da entità private che si impegnino a pagare siffatto "dividendo", cioè un interesse indicizzato al reddito. Il

⁴³ Shiller e Weiss (1999).

Pil ovviamente non è l'unica grandezza alle cui variazioni si può collegare un tal pagamento; si può prendere come base il reddito di una qualche categoria, di un settore produttivo o anche un indice dei prezzi, ad esempio, di abitazioni unifamiliari, nel qual caso l'interesse sarebbe collegato alla variazione nel valore dell'attività presa in considerazione. Sono questi i *macro markets*, la cui funzione è quella di trasferire i rischi più grandi. Infatti, l'inesistenza di mercati per negoziare diritti sulla produzione aggregata, su sue componenti o su segmenti della ricchezza di un paese non ha permesso sinora la condivisione dei grandi rischi, necessaria per la loro gestione.

La creazione di tali mercati è indispensabile, si afferma, per la democratizzazione della finanza, anche se nessun individuo acquista o vende titoli sui macro mercati. Di fatto, l'innovazione permette a compagnie di assicurazione di emettere macro titoli, ad esempio sul Pil degli Stati Uniti, e investire il controvalore sui macro mercati rappresentativi di altre economie, realizzando uno scambio dei rischi. Ciò permette agli assicuratori di stabilizzare i propri ricavi se la variabilità dell'economia americana è maggiore di quelle straniere e hanno impegni, ad esempio, verso coloro che hanno sottoscritto polizze che garantiscono un reddito minimo.

Dal lato della domanda, i macro mercati dovrebbero essere accessibili a chiunque, avere una partecipazione tale da assicurarne la liquidità, permettere l'acquisto e la vendita anche di grandi volumi senza apprezzabili movimenti nel prezzo di mercato, favorire la "scoperta" di quest'ultimo. In un futuro più lontano, si dovrebbe dare a chiunque un modo per coprirsi dai rischi, cioè un meccanismo che permetta a chicchessia di offrire questi titoli. Per ottenere lo scopo, la soluzione proposta inizialmente⁴⁴ è quella di *futures* perpetui, cioè senza data di scadenza, ma sono possibili anche macro titoli dalle caratteristiche particolari, di già brevettate. Si tratta di titoli emessi e ritirati a domanda, ad esempio, di una borsa ma esclusivamente in coppia; al crescere della grandezza di riferimento uno dei titoli si muove all'insù (*up macro*) e l'altro all'ingiù (*down macro*). Poiché la circolazione di questi titoli avviene separatamente, la loro quotazione è determinata dal mercato, il cui andamento simmetricamente aumenta e riduce i conti di cassa dei due semi-macro; alle date previste, l'interesse è pagato in proporzione al saldo del conto di cassa.

⁴⁴ Shiller (1993).

Poiché i macro titoli sono frutto dell'iniziativa privata, v'è la possibilità di creare un macro mercato per il Pil mondiale senza attendere che se ne sviluppi uno per quello di ciascun paese. In fondo, le statistiche sul reddito e sulla crescita di ogni paese sono pubblicate, oltre che dagli istituti di statistica nazionali, anche dalle istituzioni internazionali. Ovviamente, il mondo come sistema chiuso non può trasferire al di fuori di se stesso i rischi, che rimangono quindi inalterati; tuttavia, i singoli individui, che non sono uniformemente esposti a essi e soprattutto possono avere una differente avversione all'alea, potrebbero giovarsene.

Tornando ai macro mercati sul Pil nazionale, ne discende che la riduzione del rischio da parte dei residenti del paese A acquistando diritti sulla produzione nazionale del paese B si ha, secondo gli insegnamenti di Tobin, soltanto se la correlazione tra gli andamenti produttivi di A e di B non è perfetta, il che è realistico. Poiché in presenza di un sufficiente livello di commercio internazionale in beni e servizi, l'andamento economico tra due paesi risulta positivamente correlato, il rischio di portafoglio si attenua meno che se la relazione fosse negativa. La diversificazione del rischio sembra funzionare soprattutto in presenza di shock casuali, asimmetrici e di grande rilevanza, ad esempio eventi naturali (terremoti, inondazioni, e così via), in grado di incidere in misura apprezzabile sulla crescita per uno o più anni.

Un aspetto particolarmente delicato deriva dal fatto che gli aggregati di contabilità nazionale sono soggetti spesso a correzioni e a revisioni metodologiche, sicché il contratto che agganci il pagamento di un interesse variabile al saggio di crescita del Pil di un paese dovrebbe anche specificare qual è la stima temporale dell'aggregato che va considerata rilevante. Quanto poi all'informazione necessaria al mercato per permettere la formazione dei prezzi in funzione dei futuri rendimenti, non v'è nulla che assomigli agli obblighi cui i responsabili delle società per azioni sono tenuti e la cui violazione può essere civilmente e penalmente perseguibile. Chiunque, sulla base di un suo modellino o dell'intuito personale, può formulare e propagandare tassi di crescita che si riveleranno probabilmente errati, ma che nel frattempo avranno aumentato la volatilità e generato presumibilmente perdite a chi a essi ha dato credito.

La perdita di reputazione per chi sistematicamente indulgesse in proiezioni o previsioni risultate *ex post* prevalentemente errate non sembra un disincentivo sufficiente, soprattutto se si tiene presente che

il record delle istituzioni internazionali in tema di previsioni macroeconomiche è tutt'altro che esaltante. Se poi a emettere questi macro titoli fossero gli stessi governi, è facilmente immaginabile a quali pressioni gli istituti incaricati di stimare gli aggregati macroeconomici potrebbero essere sottoposti, ove il grado di indipendenza dei loro dirigenti non fosse legalmente garantito e pienamente sostenuto dalla pubblica opinione. Infine, ci si può chiedere se mercati finanziari basati su macro titoli sarebbero meno inclini di quelli tradizionali all'altalena di *boom* e *bust*. Qui soccorre lo stesso Shiller,⁴⁵ secondo il quale

«il pubblico, una volta che si abitua ai valori dei macro mercati, potrebbe adottare un atteggiamento eccessivamente speculativo verso i prezzi dei mercati macro e questi mercati potrebbero talvolta vedere bolle speculative e collassi esattamente come si è visto di tempo in tempo sui mercati azionari».

Anzi, è probabile che siano più frequenti, considerato che le informazioni sull'andamento degli aggregati macroeconomici derivano di solito da un'unica fonte e gli operatori con aspettative e comportamenti relativamente omogenei possono essere indotti a estrapolare gli ultimi dati.

4.3. *Prestiti indicizzati al reddito*

Per ridurre i rischi di difficoltà economiche e di bancarotta, i prestiti indicizzati al reddito costituiscono una terza innovazione che, questa volta, riguarda il sistema bancario, il segmento più tradizionale della finanza. Un'idea del genere fu avanzata inizialmente da Milton Friedman⁴⁶ a proposito dei prestiti per l'istruzione e da lui non perseguita, nonostante l'affermata convenienza sia per il prestatore sia per il prenditore, per gli elevati costi di amministrazione dovuti alla mobilità, nonché per la necessità di avere informazioni accurate sui redditi e per la lunga durata dei contratti, elementi questi ultimi in grado di suscitare una pubblica condanna. Sempre nel campo dell'istruzione si è avuto un programma di *Tuition Postponement Option* della Yale

⁴⁵ Shiller (2003, p. 137).

⁴⁶ Friedman (1962).

Uni-

versity, sviluppato sotto la direzione di James Tobin. Gli studenti che non erano in grado di sostenere le spese di tutoraggio potevano pagarle contraendo un debito da ripagare durante la vita lavorativa; la somma da restituire sarebbe stata maggiore per gli ex studenti con alti redditi e minore per quelli meno fortunati. Per la grande opposizione da parte degli iscritti a causa soprattutto del mutato senso di equità, nel 2001 Yale annullò gli obblighi di rimborso per gli oltre 3.000 ex studenti ancora coperti dal programma. Tecnicamente, il fallimento sembra da ascrivere a un vizio di selezione, poiché discriminava a favore di chi ambiva entrare nel servizio pubblico o comunque in occupazioni a bassa remunerazione. Le ragioni dell'insuccesso, tuttavia, sono sintomatiche delle difficoltà cui vanno incontro contratti che dispiegano i loro effetti per un lungo periodo di tempo, al limite per tutta la vita.

In questo tipo di contratti, la competizione tra i prestatori non avverrebbe attraverso il tasso d'interesse, bensì sulla base della frazione dei futuri redditi, definibili anche in modi alternativi, richiesta per il servizio del debito. Inutile dire che ove le banche fossero attratte da questo tipo di operatività, la loro provvista dovrebbe avere caratteristiche molto più a lungo termine di quella odierna. L'azzardo morale ancora una volta torna a dominare la scena contrattuale; per ridurlo o evitarlo la proposta di Shiller è di legare il ripagamento del debito non solo al reddito del mutuatario ma anche a un indice della media dei redditi di prenditori simili, con la conseguenza che chi fosse veramente sfortunato non per sua colpa nella vita si troverebbe a pagare un debito più elevato, perché in parte collegato alle altrui fortune, con sacrificio dell'equità. Altre difficoltà, anche di ordine fiscale, si avrebbero nel caso il soggetto economico fondamentale non fosse l'individuo ma la famiglia, la cui stabilità non è assicurata nel tempo a causa di matrimoni, divorzi, morti, e via dicendo.

L'aspetto veramente inaccettabile di questo tipo di contratto è che di esso non ci si potrebbe assolutamente liberare, anzi gli stati dovrebbero regolamentare questi contratti così da togliere ogni dubbio circa la loro futura esecutività (*enforcement*). Ciò comporta anche l'impossibilità di liberarsi dell'obbligazione contratta attraverso il ricorso al fallimento; questo istituto, ammesso negli Stati Uniti anche per i debiti personali, andrebbe conseguentemente riformato. Di fatto, si legalizzerebbe una nuova forma di schiavitù per debiti ...

Proprio per limitare i guasti sociali che da questo tipo di contratto deriverebbero, si propone di introdurre una regolamentazione per prevenire il cattivo uso di un grosso prestito collegato al reddito. In tal modo, alle limitazioni alla libertà che deriverebbero all'individuo o alla famiglia durante la vita del prestito se ne aggiungerebbero altre nel momento in cui è contratto con riferimento alle tipologie o finalità d'impiego. Non si può dire che la libertà positiva, intesa come capacità di autonomia e autodeterminazione, ne sia esaltata ...

4.4. *Predeterminazione del grado di disuguaglianza economica*

L'assicurazione contro la disuguaglianza ha come scopo quella di proteggere la distribuzione del reddito. È la prima delle tre innovazioni finanziarie che riguardano il settore pubblico, cioè le scelte collettive. Una distribuzione dei redditi o della ricchezza che sia ritenuta equa o, almeno, accettabile da un corpo sociale politicamente organizzato è la condizione fondamentale perché la società e lo stato siano stabili. Quasi tutte le domande di riforme di questo o quell'aspetto economico sottendono una finalità redistributiva rispetto alla situazione vigente o comunque comportano conseguenze di tal fatta, si tratti di rivedere l'ordinamento pensionistico, di ristrutturare lo stato sociale o di liberalizzare l'accesso alle professioni. Che gli assetti distributivi possano interferire con l'allocazione delle risorse o con l'efficienza economica è senz'altro vero, che le finalità economiche vadano temperate con le esigenze della solidarietà è altrettanto indubitabile, ma la distribuzione in una società non può essere totalmente affidata al mercato; con buona pace di chi crede soltanto alle virtù di quest'ultimo, essa rientra a buon diritto nel processo politico.

Concentrando l'attenzione sulla distribuzione dei redditi, lo schema proposto prevede che il governo fissi per legge il livello di disuguaglianza dei redditi; è probabile che nella maggior parte dei casi si otti, almeno inizialmente, per lo *status quo* vigente, sicché l'obiettivo è creare un sistema tributario che impedisca un peggioramento della disuguaglianza.

In un contesto di mantenimento dell'assetto distributivo, ogni anno le autorità fiscali avrebbero la responsabilità di calcolare le imposte necessarie per uguagliare la curva di Lorenz effettiva risultante dopo il pagamento dei tributi con quella prevista dalla legge, fissando in tal modo il coefficiente di Gini. Il vantaggio di questa innovazione

risiede nel fatto che tiene conto dell'ineguaglianza dei redditi a tutti i livelli, e non soltanto di quelli degli strati più poveri. Per il resto, essa appare uno schema teorico che si scontra con la realtà dei sistemi tributari, che sono basati su una pluralità d'imposte, molte delle quali indirette con caratteristiche genericamente regressive, ma non facilmente calcolabili per singole classi di reddito. L'imposta unica sul reddito o sul consumo è rimasta una tesi di accademici, compreso Luigi Einaudi,⁴⁷ la quale negli ultimi decenni si è anche appannata. Purtroppo, l'evasione fiscale è non solo il più forte incentivo alla pluralità delle imposte, ma è anche l'ostacolo maggiore a un calcolo semplice e veritiero della distribuzione dei redditi attraverso i dati fiscali.

4.5. *Sicurezza sociale intergenerazionale*

La sicurezza sociale intergenerazionale serve a condividere i rischi tra giovani e anziani. Sin dai tempi remoti il sostentamento delle generazioni non più in grado di guadagnarsi da vivere col proprio lavoro è stato assicurato o dal trasferimento di reddito da parte di quelle giovani e produttive nell'ambito dell'istituto familiare o dal mantenimento di diritti di proprietà in capo alle prime. La rivoluzione industriale e l'inurbamento hanno determinato l'allentamento dei vincoli di solidarietà nell'ambito della famiglia allargata e reso necessario l'istituzione di sistemi di sicurezza sociale. La loro evoluzione verso il regime della ripartizione e il mutato quadro demografico, che vede un crescente numero di anziani, stanno spingendo tutti i paesi sviluppati a riformare i propri sistemi pensionistici. Tuttavia, anche ai giorni nostri per provvedere agli anziani si deve fare assegnamento sui frutti della passata accumulazione (sistemi pensionistici a capitalizzazione) o sul trasferimento da parte di chi oggi lavora e produce di una parte del suo salario in cambio della promessa che a sua volta, da vecchio, godrà dello stesso beneficio (sistemi pensionistici a ripartizione), oppure su una combinazione dei due (sistemi pensionistici a due pilastri o anche a tre, se si prevede per l'ultimo una contribuzione libera ma fiscalmente agevolata).

Il problema finanziario posto dall'invecchiamento della popolazione è relativo al rischio intergenerazionale, cioè a quello che influisce

⁴⁷ Einaudi (1928-29).

in misura differente sulle diverse generazioni viventi allo stesso momento, per la cui gestione è fondamentale la condivisione tra le medesime.⁴⁸ Sulla base di assunti piuttosto restrittivi (esistenza soltanto di lavoratori a tempo pieno, uniformità e obbligatorietà dell'età di pensionamento, inibizione ai pensionati di lavorare, mancanza di passati risparmi presso questi ultimi, uguaglianza di bisogni tra le due categorie di lavoratori e di pensionati), la sicurezza sociale diventa un meccanismo relativamente semplice per spartire il reddito da lavoro guadagnato dai giovani tra questi ultimi e i vecchi. La presupposta uguaglianza dei bisogni rende del tutto naturale una sua divisione in proporzione alla numerosità dei due gruppi sociali; all'interno di essi, la ripartizione deve rispettare il principio di proporzionalità ai redditi sia per i contributi sia per i trattamenti. Per questi ultimi il riferimento è alla media dei guadagni indicizzati durante la vita lavorativa.

Un semplice schema di sicurezza intergenerazionale deve, quindi, fissare soltanto la quota del reddito di ogni lavoratore da versare in contributi in misura pari alla quota di lavoratori che sono in pensione. La contribuzione non è più determinata da fattori politici o da formule arbitrarie bensì dalla struttura della popolazione, con aliquote che mutano con l'evolversi della situazione demografica. Ciò che piacevolmente sorprende in Shiller è la sua fiducia in sistemi basati sulla ripartizione, mentre da tempo e soprattutto in America l'accento è sulla capitalizzazione, resa attraente dagli alti rendimenti dell'investimento azionario. La sua tesi è che coloro che sostengono la trasformazione della sicurezza sociale in conti individuali non hanno tratto dalla finanza una lezione corretta; sperare che in futuro la borsa darà ancora rendimenti del 12% l'anno significa scommettere che la buona fortuna del passato possa continuare in futuro ...

Come si è già rilevato, gli assunti di partenza del proposto schema a ripartizione sono particolarmente restrittivi; pur tuttavia, anche assumendo la loro piena validità, non si può affatto affermare che la formula suggerita da Shiller resti nel tempo sempre equa e renda quindi stabile il sistema. Ad esempio, se autonomamente i giovani decidono di avere più figli e hanno più bocche da sfamare nel periodo del loro allevamento e della loro istruzione, resta equa la quota da trasferire agli anziani basata sul rapporto attuale tra lavoratori e pensionati? Ancora, se i progressi della medicina e il sistema sanitario nazionale

⁴⁸ Shiller (1999).

allungano la vita media degli anziani e ne fanno aumentare il peso nella composizione della popolazione, è equo che i lavoratori vedano ridursi la quota del proprio reddito? Nelle discussioni odierne sulla riforma pensionistica, infatti, si sostiene correttamente che è necessario allungare la vita lavorativa, cioè alzare l'età per il pensionamento. Purtroppo, nessun sistema che preveda obblighi e prestazioni nel lungo periodo è in grado di mantenere le iniziali caratteristiche di equità per il mutare delle condizioni economiche, demografiche, sociali e, quindi, politiche.

4.6. *Assicurazioni per la solidarietà internazionale*

Gli accordi internazionali per il controllo del rischio sono l'ultima innovazione cui si affida il compito di portare a fruizione il nuovo ordine finanziario. Si tratta di contratti a molto lungo termine (50 anni o più), fatti direttamente tra le nazioni o costituiti da due distinti ma collegati accordi con una stessa agenzia internazionale e diretti a condividere l'effetto totale di tutti i rischi sui paesi contraenti, come misurati da indicatori quali il Pil pro capite o analoghe grandezze. In essi verrebbe specificata una formula in base alla quale il o i paesi, il cui Pil pro capite sia cresciuto più di quanto era atteso in contratto, pagherebbero un "indennizzo" a quello o quelli che versino nella situazione opposta.⁴⁹

Ad esempio, l'India contrarrebbe un debito verso ciascun paese controparte, per ipotesi quelli del G7, specificato come frazione dell'aumento del Pil indiano oltre le aspettative fissate nell'accordo. Per converso, ciascuno degli altri paesi avrebbe un debito verso l'India specificato come frazione dell'aumento del proprio Pil oltre l'aumento atteso e indicato in contratto. Effetto dell'accordo è lo scambio dei Pil inattesi, contratto particolarmente adatto tra paesi diversi e lontani, quindi con rischi sostanzialmente indipendenti.

Pensare di riuscire a fare previsioni sul tasso di aumento del Pil pro capite per cinquant'anni e più quando non si riesce a prevedere il tasso di crescita del Pil da un anno all'altro con buona approssimazione significa imbarcarsi in un gioco d'azzardo; immaginare che si possa tassare i cittadini di domani per pagare i debiti "di gioco" dei governanti di ieri è una vera assurdità. Che dire poi dei problemi nella

⁴⁹ Athanasoulis e Shiller (2001).

definizione dei tassi attesi di crescita derivanti dai progressi nelle metodologie di calcolo, delle pressioni spaventose sugli istituti centrali di statistica, che rimarrebbero pur sempre strutture nazionali, e dell'esecuzione affidata più alla forza politica che alla buona volontà delle parti contraenti, non avendo l'ordinamento internazionale un compiuto sistema di giurisdizione?

5. Conclusioni

A mo' di conclusione, si possono richiamare le difficoltà non solo tecniche, ma soprattutto filosofiche, morali e giuridiche per quanto riguarda sia l'infrastruttura del GRID sia le sei tipologie di contratto; per quanto riguarda la sostituzione dell'unità di conto fissa con una indicizzata sulla scorta dell'esperienza in Cile dell'unità di sviluppo (*unidad de fomento*) e in altri paesi dell'America Latina, va sottolineato che fare contratti indicizzati non è vietato in genere dalla legge, sicché se gli operatori definiscono di norma i loro contratti in un'unità fissa in valore nominale, dollaro o euro che sia, e solo in periodi di alta inflazione cercano rifugio in panieri di beni, ciò vuol dire che i servizi di una moneta come unico e fisso denominatore dei prezzi sono maggiori dei costi che piccole riduzioni nel suo potere d'acquisto comportano. Se poi le unità indicizzate fossero liberamente definibili e manovrabili al ribasso per ragioni psicologiche, come Shiller propone, credo che si riuscirebbe a distruggere gran parte dei vantaggi che la moneta ha portato all'umanità senza migliorare il funzionamento del sistema economico. Quanto poi all'aiuto che le unità indicizzate potrebbero portare alla diffusione della moneta elettronica, va detto che quest'ultima ha già problemi propri (ad esempio, di sicurezza), che potrebbero essere aggravati da una definizione indicizzata.

La libertà richiede che sia consentito ingannarci e commettere errori, come afferma Rawls.⁵⁰ Perciò, l'ordinamento giuridico si preoccupa che la libertà venga preservata attraverso la rinnovabilità delle decisioni e la possibilità di rescindere un contratto al verificarsi di determinate condizioni; ad esempio, il contratto di lavoro a tempo

⁵⁰ Rawls (1982).

indeterminato è risolvibile *ad nutum*, sia pure pagando un'indennità per mancato preavviso; il contratto di locazione non può essere superiore nella durata a trent'anni; un contratto per istituire una società per azioni ha di solito una data di scadenza, nonostante che i singoli azionisti siano liberi di uscire dall'investimento vendendo le azioni, e così via.

Inoltre, il tentativo di sostituire lo stato nella funzione di assicuratore ultimo nell'ambito del contratto sociale con decisioni individuali sui macro rischi sembra più uno sforzo per allargare la sfera dell'operatività di mercato che un meccanismo in grado di portare a migliori previsioni e a consapevoli processi di assicurazione contro il rischio economico. Di fatto, si stimolerebbe un'attività speculativa basata sulla mera scommessa, considerato che il mondo cambia in fretta, la razionalità degli uomini nel prendere decisioni è limitata, i processi di apprendimento sono necessariamente lenti.

Infine, v'è un abuso del termine democratizzazione attraverso il *framing* psicologico; dell'importanza di quest'ultimo nella presentazione di prodotti per la gestione del rischio mediante il richiamo a concetti "primitivi" Shiller è ben conscio. La democrazia porta a decisioni collettive anche quando sono di tipo negativo (ad esempio, non intervento dello stato nella sfera di azione individuale o in quella del mercato) e, non potendo funzionare in base al principio di unanimità, implica regole per circoscrivere il potere della maggioranza. Nell'invocata gestione del rischio, più correttamente bisognerebbe parlare di maggiore assegnamento sulla capacità di autogoverno dell'individuo nell'affrontare i rischi economici.

Che le fortune dei singoli diventino più stabili ricorrendo a una o più delle innovazioni proposte da Shiller è difficile dirlo, in quanto dipendono *a)* dall'ampiezza e dalla numerosità dei contratti volti a disperdere i rischi della vita; *b)* dalla corretta individuazione delle grandezze cui sono collegati i rischi e dalla specificazione delle condizioni che ne fanno scattare la condivisione; *c)* dalla possibilità di esecuzione forzata di contratti stipulati anche molti anni prima e che nuove sensibilità potrebbero far ritenere iniqui o vessatori.

Quanto alla stabilizzazione dell'economia per effetto dei contratti di gestione del rischio posti in essere dai singoli e soprattutto da quelli per lo scambio tra paesi dei Pil inattesi è lecito essere più che dubbiosi; né lo scetticismo viene temperato dalla speranza che la sostituzione di unità di conto nominali con quelle indicizzate finisca

col ridurre i rischi inflativi derivanti dalla flessione nell'onere dei debiti per effetto della lievitazione cumulativa dei prezzi o quelli depressivi dovuti all'aumento del loro peso (*debt deflation*) a causa della caduta sistematica degli stessi.

Non pare sia questa la strada per ridurre la frequenza delle crisi finanziarie internazionali ... Non resta, malinconicamente, che continuare a sperare nella capacità dei banchieri centrali di evitare, nei limiti del possibile, la formazione di bolle sui mercati finanziari e in quella dei governanti di ridurre la vulnerabilità alle crisi delle proprie economie attraverso appropriate riforme e regolamentazioni, sempre che non si ritenga con Shiller⁵¹ che

«la maggiore spinta delle [...] politiche nazionali nel contrastare le bolle speculative dovrebbe indirizzarsi a facilitare una maggiore libertà di contrattazione, nonché a offrire crescenti opportunità alla gente di prendere posizioni su più numerosi e più liberi mercati finanziari».

Questa può rivelarsi una ricetta per bolle anche più grandi, con effetti ancor più dirompenti ...

BIBLIOGRAFIA

- ATHANASOULIS S. e R.J. SHILLER (2001), "World income components: measuring and exploiting risk sharing opportunities", *American Economic Review*, vol. 91, no. 4, pp. 1031-54.
- BERNANKE B. e M. GERTLER (1999), "Monetary policy and asset price volatility", in *New Challenges for Monetary Policy*, Proceedings of the symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, pp. 77-128.
- BIRD G. (2001), "IMF programs: do they work? Can they be made to work better?", *World Development*, vol. 29, no. 11, pp. 1849-65.
- BORIO C. e P. LOWE (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, no. 114.
- BORIO C., W. ENGLISH e A. FILARDO (2003), "A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?", *BIS Working Papers*, no. 127.
- BORDO M., B. EICHENGREEN, D. KLINGEBIEL e M.S. MARTINEZ-PERIA (2001), "Is the crisis problem growing more severe?", *Economic Policy*, April, pp. 53-75.
- BROUSSEAU V. e C. DETKEN (2001), "Monetary policy and fears of financial instability", *ECB Working Papers*, no. 89.

⁵¹ Shiller (2000, p. 233).

- CECCHETTI S.G., H. GENBERG e S. WADHWANI (2003), "Asset prices in a flexible inflation targeting framework", in W. Hunter, G. Kaufman and M. Pomerleano eds, *Asset Price Bubbles: Implications for monetary, regulatory, and international policies*, The MIT Press, Cambridge.
- CECCHETTI S.G., H. GENBERG, J. LIPSKY e S. WADHWANI (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, ICMB-CEPR, Geneva-London.
- CROCKETT A. (2003), "Central banking under test?", *BIS Papers*, no. 18, September, pp. 1-6.
- DE GREGORIO J., B. EICHENGREEN, T. ITO e C. WYPLOSZ (1999), *An Independent and Accountable IMF*, ICMB-CEPR, Geneva-London.
- EICHENGREEN B. e R. PORTES (1995), *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London.
- EINAUDI L. (1928-29), "Il contributo alla ricerca dell'«ottima imposta»", *Annali di Economia*, vol. V, ristampato in *Saggi sul risparmio e l'imposta*, Giulio Einaudi editore, Torino, 1958, pp. 263-468.
- FERGUSON R.W. (2003), "Should financial stability be an explicit central bank objective?", *BIS Papers*, no. 18, September, pp. 7-15.
- FISCHER S. (1999), "On the need for an international lender of last resort", IMF, Washington, mimeo.
- FRIEDMAN M. (with the assistance of R.D. Friedman) (1962), *Capitalism and Freedom*, Chicago University Press, Chicago.
- GERTLER M., M. GOODFRIEND, O. ISSING e L. SPAVENTA (1998), *Asset Prices and Monetary Policy: Four Views*, CEPR-BIS, London-Basel.
- GIANNINI C. (2003), "Verso una procedura fallimentare per il debito sovrano e maggiore disciplina nei finanziamenti del Fondo Monetario Internazionale. Una valutazione di mezza via", *Moneta e Credito*, n. 222, giugno, pp. 161-93.
- GREENSPAN A. (1996), *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, December 5.
- GREENSPAN A. (2002), "Economic volatility", intervento a un simposio promosso dalla Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 30 agosto.
- GREENSPAN A. (2003), "Corporate governance", intervento alla conferenza su "Bank structure and competition", Chicago, 8 maggio.
- KINDLEBERGER C.P. (1981), *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma-Bari.
- KOHN D.L. e B.P. SACK (2003), *Central Bank Talk: Does it Matter and Why?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, May 23.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1998), "Financial crises: characteristics and indicators of vulnerability", *World Economic Outlook*, Washington, May, pp. 74-97.
- ISSING O. (2003), "Monetary and financial stability: is there a trade-off?", *BIS Papers*, no. 18, September, pp. 16-23.

- KRUEGER A.O. (2002), *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, Washington.
- MELTZER A.H. (Chairman) (2000), *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, United States Congress, Washington.
- MUSSA M. (2003), "Remarks on achieving monetary and financial stability", *BIS Papers*, no. 18, September, pp. 24-27.
- OKINA K. e S. SHIRATSUKA (2001), "Asset price bubbles, price stability, and monetary policy: Japan's experience", *IMES Discussion Papers*, no. 2001-E-16.
- RAWLS J. (1982), *Una teoria della giustizia*, Feltrinelli, Milano.
- ROSE A.K. (2001), "Discussion" of "Is the crisis problem growing more severe?" by M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel and M.S. Martinez-Peria, *Economic Policy*, April, pp. 75-77.
- SACHS J.D. (1995), "Do we need an international lender of last resort?", Frank D. Graham Lecture, Princeton University, Princeton, mimeo.
- SACHS J.D. (1998), "Global capitalism: making it work", *The Economist*, September 12, pp. 21-25.
- SARCINELLI M. (1999), "What future for the IMF?", *Review of Economic Conditions in Italy*, no. 3, September-December, pp. 373-430.
- SARCINELLI M. (2001), "Il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale tra utopie e realtà", in P. Annunziato, A. Calabrò e L. Caracciolo, a cura di, *Lo sguardo dell'altro: per una governance della globalizzazione*, il Mulino, Bologna, pp. 323-43.
- SCHWARTZ A. (1995), "Why financial stability depends on price stability", *Economic Affairs*, pp. 21-25.
- SEN A.K. (1970), "The impossibility of a Paretian liberal", *Journal of Political Economy*, January-February, pp. 152-57.
- SHILLER R.J. (1993), *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*, Oxford University Press, Oxford.
- SHILLER R.J. (1999), "Social security and institutions for intergenerational, intragenerational and international risk sharing", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, no. 50.
- SHILLER R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.
- SHILLER R.J. (2003), *The New Financial Order: Risk in the 21st century*, Princeton University Press, Princeton.
- SHILLER R.J. e R. SCHNEIDER (1998), "Labor income indices designed for use in contracts promoting income risk management", *Review of Income and Wealth*, vol. 44, no. 2, pp. 163-82.
- SHILLER R.J. e A.N. WEISS (1999), "Home equity insurance", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 19, no. 1, pp. 21-47.
- SIMON H.A. (1978), "Rationality as process and as product of thought", *American Economic Review*, May, pp. 1-16; reprinted in *Models of Bounded Rationality*, MIT Press, Cambridge, 1983, vol. II, pp. 444-59.
- SOROS G. (1998), *The Crisis of Global Capitalism*, Public Affairs Press, New York.

- STIGLITZ J.E. (2002), *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino.
- SUZUMURA K. (2002), "Introduction to social choice and welfare", *Temi di Discussione*, n. 442, Banca d'Italia.
- UL HAQUE N. e M.S. KHAN (1998), "Do IMF-supported programs work? A survey of the cross-country empirical evidence", *Working Paper*, no. 169, IMF, Washington.
- YAMAGUCHI Y. (2003), "Asset price 'bubbles' and monetary policy", *BIS Papers*, no. 18, September, pp. 28-29.