

# L'ALPHA E IL BETA

17 settembre 2018

## Ten Years on

**Brevi riflessioni nel decennale della Grande Crisi Finanziaria, siamo sicuri che sia tutto finito?**

Dieci anni non sono un arco di tempo molto lungo, molti ricordi conservano vividezza, non sono ancora scoloriti, nel contempo è una distanza sufficiente perché quei ricordi possano essere portati a sintesi, perché sia possibile elaborare qualche considerazione.

Di dieci anni fa ricordiamo la scomparsa di David Foster Wallace. Genio assoluto della letteratura contemporanea, si tolse la vita il 12 settembre 2008 dopo anni di lotta contro la depressione.

Foster Wallace è comparso più volte in questa newsletter, nel maggio 2015 ricordavamo il celebre discorso rivolto agli studenti del Kenyon College in occasione della consegna dei diplomi, uno dei discorsi più belli pronunciati in una università. Il “discorso dell’acqua”, come viene comunemente ricordato, venne pubblicato dal Wall Street Journal ed è diventato argomento di studio nei licei e college americani.

Foster Wallace esordì con una storiella. Due giovani pesci incontrano un pesce più vecchio che li saluta e chiede “com’è l’acqua?”. I due pesci non rispondono e continuano a nuotare.

Dopo un po’ uno chiede all’altro “ma che diavolo è l’acqua?”.

Il senso della storiella è che le realtà più ovvie sono spesso le più difficili da riconoscere, la domanda del giovane pesce “che diavolo è l’acqua” descrive in modo lapidario la difficoltà ad acquisire pienamente il senso di sé, a pienamente capire l’essenza della realtà che ci circonda. Facciamo più fatica a vedere ciò che è ovvio quando ci siamo immersi dalla nascita, appunto come i pesci nell’acqua.

Parlando agli studenti appena diplomati, il romanziere raccomandava l’importanza dell’istruzione, strumento indispensabile per affrancarsi dal conformismo, la capacità di approfondimento, il costante esercizio di riconoscere la realtà nella quale siamo immersi (l’acqua!), il superamento dell’istinto che porta ciascuno a pensare di sé come il centro dell’universo, l’importanza dell’empatia.



21.05.2005 David Foster Wallace (1962 – 2008) parla agli studenti del Kenyon College. Fonte Kenyon College

Sempre dieci anni fa Jim Wilkinson, all’epoca capo dello staff del Ministero del Tesoro americano, scriveva in una e-mail “non riesco propria digerire il fatto che si salvi la Lehman ... le conseguenze sulla stampa sarebbero tremende”. Il Segretario al Tesoro Hank Paulson era dello stesso avviso “Io non sarò Mr. Bailout”.

Nonostante gli inizi siano stati nel 2007, la data iconica della Grande Crisi Finanziaria è il 15 settembre 2008. Il costo del salvataggio della Lehman Brothers sarebbe stato attorno ai 32 miliardi di dollari, una cifra enorme, difficile da spiegare alla pubblica opinione durante la campagna elettorale: il denaro dei contribuenti usato per salvare una banca d'affari!

Ma il giorno più drammatico di quel settembre non fu il 15 ma lunedì 16, quando sul tavolo di Paulson arrivò il dossier di AIG.

Il gigante assicurativo si trovava nelle stesse condizioni della Lehman, ma per le dimensioni e la pervasività delle garanzie prestate su centinaia di miliardi di CDS, il fallimento dell'American International Group avrebbe reso insolventi molte banche, sarebbero state pesantemente coinvolte anche quelle europee.



Fonte WSJ

In quel lunedì stava diventando drammaticamente chiaro l'errore fatto il giorno prima. I 32 miliardi rifiutati alla Lehman non erano più una cifra enorme, erano meno della metà del costo del salvataggio di AIG, 85 miliardi, e pressoché un prelievo bancomat se messi in relazione ai costi sostenuti nei mesi successivi. Il collasso del mercato, quando i prezzi non riuscivano neppure a formarsi, è stato ricordato in questi giorni in numerosi articoli che hanno ricostruito quei giorni angosciosi, L'Alpha e il Beta non ripercorre la vicenda di allora, limitandosi a poche considerazioni.

Per prima cosa ricordiamo che gli investitori tendono sempre a sottostimare i rischi di una crisi. Come hanno ben documentato Reinhart e Rogoff, si tende sempre a pensare che "questa volta è differente" o, come scrive Galbraith, gli investitori "reinventano sempre la ruota", generalmente a intervalli di vent'anni, tanto è l'arco di tempo in cui si dimenticano le eco di una crisi finanziaria.

Siamo appena a metà dei vent'anni di Galbraith e si è già cominciato a parlare di deregolamentazione, di allentamento delle barriere di protezione rimesse rapidamente in piedi dopo il disastro.

Le crisi sono una caratteristica strutturale della storia moderna e il sistema finanziario, benché più solido rispetto al 2008, resta vulnerabile, il Fondo Monetario ha registrato 124 crisi bancarie tra il 1970 e il 2007, quella del 2008 non sarà l'ultima.

I regolatori hanno imparato la lezione, i requisiti di capitale sono stati inaspriti, le banche patrimonializzate, i tassi bassi per così molto tempo hanno esercitato una forte pressione sui margini così che negli Stati Uniti e in Europa si sono innescati vasti processi di integrazione.

Ma c'è un altro aspetto: dieci anni fa era andato a sbattere sugli scogli, in modo rovinoso, un bastimento carico di troppi debiti collocati presso troppi incapienti, eppure oggi il livello globale del debito è superiore a quello di allora.



Le risposte immediate furono efficaci a prevenire il collasso del sistema ma, come nota Martin Wolf, l'obiettivo delle autorità era ripristinare le condizioni precedenti la crisi, senza tener troppo conto che proprio quelle condizioni di disequilibrio erano causa della crisi.

La vera questione che interpella la politica e la scienza economica è trovare un modello di crescita diverso, non più così dipendente dal debito.

Non si tratta di ripristinare condizioni passate che non reggono più ai cambiamenti nel frattempo intervenuti, ma di porre nuove basi per nuovi modelli di sviluppo. Non è questione facile, vuol dire fare i conti con l'eccesso di finanziarizzazione dell'economia, con la riduzione delle disuguaglianze nella ricchezza e nelle opportunità, con la giustizia sociale, con la difesa delle fondamenta degli ordinamenti democratici.

Vaste programme, improbabile che questi temi entrino a breve nelle agende della politica internazionale, men che meno che vengano affrontati e figuriamoci risolti. Mentre ci acconciamo ad accettare l'inevitabile prossima crisi, la cui origine è naturalmente impossibile dire, non smettiamo di pensare che un sistema diverso, e migliore, sia possibile. Il primo passo forse è nel riconoscere, come il pesce della storiella di Foster Wallace, com'è l'acqua nella quale stiamo nuotando perché, scrive Martin Wolf, "le persone non vogliono un passato migliore, vogliono piuttosto un migliore futuro".

In ultimo, una considerazione che ha implicazioni rilevanti per la comprensione dei mercati. Che dieci anni dopo la Grande Crisi ci sia ancora troppa finanza nell'economia lo ha implicitamente ammesso Jerome Powell nel suo intervento a Jackson Hole. Nelle ultime battute del suo discorso Powell dice che l'inflazione non è più la migliore e più affidabile misura per rilevare segnali di eccesso, che nella crisi del 2008 la destabilizzazione del sistema venne provocata dai mercati finanziari, non dall'economia. Una prudente gestione del rischio "suggerisce di cercare segnali di eccesso guardando oltre l'inflazione".

I modelli economici utilizzati dalle banche centrali dovrebbero tener maggior conto degli effetti destabilizzanti dei mercati finanziari, i segnali dell'inflazione sono più deboli rispetto al passato dunque gli eccessi vanno cercati altrove. Anche questa è una sfida nuova che interpella tutti, banchieri centrali e investitori, che devono saper leggere con intelligenza i segni del cambiamento.

"Imparare a pensare" diceva David Foster Wallace agli studenti del Kenyon College "significa imparare a esercitare un certo controllo su come e su cosa pensare, significa avere quel minimo di consapevolezza che permette di scegliere a cosa prestare attenzione e di scegliere come attribuire un significato all'esperienza".



**Carlo Benetti**  
Market Specialist di GAM  
(Italia) SGR S.p.A.

[www.gam.com](http://www.gam.com) seguiteci anche su:



---

## Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.