

## Prefazione

In questo libro presentiamo una storia quantitativa delle crisi finanziarie nelle loro diverse forme. Il nostro messaggio di fondo è semplice: le crisi finanziarie non sono una novità. Per quanto l'ultima crisi o frenesia finanziaria possa ogni volta sembrare diversa, si riscontrano quasi sempre considerevoli somiglianze con le esperienze passate di altri paesi e di altri periodi storici. Essere consapevoli di questi precedenti e analogie significa fare un passo essenziale verso il miglioramento del sistema finanziario mondiale, sia per diminuire i rischi di crisi future sia per gestire meglio le catastrofi quando si verificano.

Se nella vasta gamma di crisi che prendiamo in esame in questo volume è possibile individuare un tratto comune, questo è rappresentato dalla considerazione che l'eccessiva accumulazione di debiti – da parte dello stato, delle banche, delle imprese o dei consumatori – comporta spesso rischi sistemici maggiori di quanto possa apparire durante una fase di boom. Può sembrare che, attraverso l'immissione di liquidità, un governo stimoli la crescita dell'economia in misura maggiore di quanto non avvenga nella realtà. Gli eccessi nel ricorso all'indebitamento da parte del settore privato possono inflazionare i prezzi delle case e dei titoli azionari, facendoli salire a livelli molto più alti di quelli sostenibili nel lungo periodo, e fanno sembrare le banche più stabili e redditizie di quanto non siano nella realtà. L'accumulazione di una gran mole di debiti comporta rischi perché rende l'economia vulnerabile alle crisi di fiducia, specialmente quando l'indebitamento è a breve termine e deve essere costantemente rifinanziato. Le fasi di boom alimentate dall'indebitamento determinano troppo spesso false certezze sulla bontà delle politiche di un governo, sulla capacità di un istituto finanziario di fare ingenti profitti o sul tenore di vita di un paese. La maggior parte di questi boom finisce male. Naturalmente gli strumenti di debito sono di fondamentale importanza per tutte le economie, antiche e moderne, ma l'equilibrio tra i rischi e le opportunità dell'indebitamento rappresenta

sempre una sfida, una sfida che i governanti, gli investitori e i comuni cittadini devono sempre avere presente.

In questo libro analizziamo varie tipologie di crisi finanziarie. Ne fanno parte i default sul debito sovrano, che si verificano quando uno stato non rispetta le scadenze dei pagamenti per il debito estero o per quello domestico o per entrambi. Vi sono poi le crisi bancarie, come quelle che il mondo ha ampiamente sperimentato nell'ultima parte del decennio in corso. In una tipica grave crisi bancaria, una considerevole parte del settore bancario di una nazione si viene a trovare in stato di insolvenza a causa di pesanti perdite sugli investimenti, o del verificarsi del panico bancario, oppure ambedue le cose. Un'altra importante tipologia di crisi è rappresentata dalle crisi valutarie, come quelle che hanno colpito l'Asia, l'Europa e l'America Latina nel decennio 1990-2000. Nel caso più tipico di crisi valutaria, il valore della moneta di un paese scende precipitosamente, spesso nonostante il governo si impegni a che ciò non avvenga in alcun caso. Ci occuperemo anche delle crisi caratterizzate da periodi di elevatissima inflazione. Va da sé che inattesi aumenti dell'inflazione equivalegono, di fatto, a un'insolvenza vera e propria, dal momento che l'inflazione consente a tutti i debitori (compreso lo stato) di rimborsare i debiti in una moneta che ha un potere d'acquisto molto inferiore a quello che aveva quando i debiti furono contratti. Nel corso della maggior parte della nostra analisi esamineremo separatamente le varie tipologie di crisi. Ma spesso le crisi si verificano a grappolo. Nel penultimo capitolo ci occuperemo delle situazioni in cui – come nella Grande depressione degli anni trenta del secolo scorso e nell'ultima crisi finanziaria mondiale – le crisi si verificano a grappolo e su scala globale.

Naturalmente, le crisi finanziarie non sono una novità. Hanno da sempre accompagnato lo sviluppo della moneta e dei mercati finanziari. Molte delle crisi del passato sono state determinate dallo svilimento della moneta che avveniva quando il monarca riduceva il contenuto in oro o in argento della moneta del regno per finanziare i deficit di bilancio spesso provocati dalle guerre. I progressi tecnologici hanno eliminato da tempo l'esigenza di tosare le monete per sanare un deficit di bilancio, ma le crisi finanziarie hanno continuato a proliferare nelle varie epoche e ancora oggi affliggono i paesi che ne vengono colpiti.

In questo libro ci occuperemo soprattutto di due forme di crisi che sono oggi particolarmente rilevanti: le crisi del default sul debito sovrano e le crisi bancarie. Le vicende di entrambe abbracciano secoli di storia e interessano tutte le aree geografiche. Le crisi del debito sovrano erano un tempo comuni tra le economie che si definiscono oggi avanzate le quali, a quanto sembra, sono riuscite a superare la fase dei periodici episodi di insolvenza sul debito pubblico. Nei paesi emergenti, tuttavia, i default ricorrenti (o seriali) restano una cronica e grave

malattia. Le crisi bancarie, invece, rimangono dovunque un problema ricorrente. Costituiscono una minaccia con «pari opportunità», che colpisce allo stesso modo i paesi ricchi e i paesi poveri. Il nostro studio delle crisi bancarie ci porterà a compiere un viaggio che va dagli episodi di panico bancario e dai fallimenti bancari in Europa durante le Guerre napoleoniche fino alle recenti crisi finanziarie globali che hanno avuto inizio nel 2007 con la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti.

L'analisi empirica che proponiamo in questo volume è molto ampia, sistematica e di tipo quantitativo: abbraccia sessantasei paesi e un arco di tempo di quasi otto secoli. Sulla storia delle crisi finanziarie internazionali sono stati scritti molti importanti libri,<sup>1</sup> il più famoso dei quali è forse quello di Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, del 1989 [ed. it., *Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma 1991].<sup>2</sup> In generale, tuttavia, i precedenti lavori in materia seguono un'impostazione essenzialmente discorsiva, supportata da dati in misura relativamente sporadica.

La nostra analisi, invece, si fonda sui dati tratti da un imponente database che comprende il mondo intero e risale nel tempo fino alla Cina del XII secolo e all'Europa medievale. L'essenza di questo libro è contenuta nelle semplici (per la maggior parte) tabelle e figure in cui vengono presentati i dati piuttosto che nell'esposizione in forma discorsiva di personaggi, politiche e negoziati. Confi-diamo che l'approccio quantitativo e visivo della nostra storia delle crisi finanziarie non sia meno convincente dei precedenti approcci discorsivi e speriamo possa aprire nuove prospettive per l'analisi delle politiche e per la ricerca.

Abbiamo cercato soprattutto di cogliere, in un così lungo arco di tempo, eventi «rari» che sono troppo spesso dimenticati, sebbene si rivelino molto più comuni e simili di quanto la gente sembra ritenere. In effetti, analisti, responsabili della politica economica e persino economisti accademici hanno la deplorabile tendenza a guardare alle esperienze recenti attraverso la stretta finestra consentita da insiemi di dati standard, basati tipicamente su una limitata gamma di esperienze per quanto riguarda sia i paesi sia i periodi di tempo cui si riferiscono. Gran parte della letteratura scientifica e relativa alle politiche economiche sull'indebitamento e l'insolvenza trae le proprie conclusioni sulla base di dati raccolti a partire dal 1980, soprattutto perché tali dati sono i più agevolmente accessibili. Questo approccio andrebbe bene se le crisi finanziarie non avessero cicli molto più lunghi, e un insieme di dati che copre venticinque anni non può certamente offrire un'adeguata prospettiva sui rischi di politiche e investimenti alternativi. Un evento che in quel periodo venticinquennale è apparso come raro, può non essere così raro se collocato in un più ampio contesto storico. D'altro canto, un ricercatore ha solo una probabilità su quattro di osservare la catastrofe del secolo in un insieme di dati che ne copre soltanto venticinque. Anche solo

per iniziare a prendere in considerazione eventi di questo tipo è necessario raccogliere dati che abbracciano diversi secoli. Ed è proprio questo, naturalmente, lo scopo che ci siamo proposti.

Inoltre, gli insiemi di dati generalmente disponibili sono molto limitati sotto diversi importanti profili, specialmente perché presentano carenze di informazioni sulle varie tipologie di debito pubblico. Infatti, come vedremo, i dati storici sul debito pubblico domestico sono notevolmente difficili da ottenere per la maggior parte dei paesi, che sono stati spesso poco più trasparenti di quanto non lo siano al giorno d'oggi: le banche, con operazioni fuori bilancio e altri trucchi contabili.

Le nostre analisi si fondano su un nuovo, molto ampio database per lo studio a livello internazionale delle crisi del debito, bancarie e inflazionistiche nonché delle crisi valutarie e delle svalutazioni monetarie. I dati provengono dall'Africa, dall'Asia, dall'Europa, dall'America Latina, dal Nord America e dall'Oceania (per un totale, come già detto, di sessantasei paesi, più una selezione di dati per alcuni altri paesi). La gamma delle variabili abbraccia, oltre a molte altre dimensioni, il debito estero e domestico, il commercio, il reddito nazionale, l'inflazione, i tassi di cambio, i tassi d'interesse e i prezzi delle materie prime. I dati vanno indietro nel tempo per più di ottocento anni, risalendo fino alla data dell'indipendenza per la maggioranza dei paesi e al periodo coloniale per diversi altri. Siamo consapevoli, naturalmente, che l'utilizzazione che ne facciamo qui può solo scalare la superficie di ciò che un insieme di dati di tale portata e vastità può potenzialmente rivelare.

Fortunatamente, non è necessario soffermarsi sul dettaglio dei dati per comprendere il principale messaggio che vogliamo dare: è già successo. Gli strumenti finanziari dei guadagni e delle perdite sono cambiati nel corso dei secoli, così come sono cambiate le istituzioni, che si sono enormemente sviluppate solo per fallire su più vasta scala. Ma le crisi finanziarie seguono un ciclo di boom e di crolli nel corso del tempo. I paesi, le istituzioni e gli strumenti finanziari possono cambiare nel tempo, ma la natura umana non cambia. Come illustreremo negli ultimi capitoli, la crisi finanziaria dell'ultima parte del decennio in corso che ha avuto origine negli Stati Uniti e si è diffusa in tutto il mondo — crisi che chiamiamo Seconda grande contrazione — è solo l'ultima manifestazione dell'andamento ciclico che abbiamo descritto.

Ci soffermeremo su quest'ultima crisi nei quattro capitoli finali, prima delle conclusioni in cui ricapitoleremo ciò che abbiamo imparato; il lettore dovrebbe trovare relativamente semplice e autosufficiente il materiale contenuto dal capitolo 13 al capitolo 16. (Anzi, incoraggiamo i lettori interessati soprattutto agli insegnamenti che possiamo trarre dalla storia in merito a quest'ultima crisi a saltare direttamente, in una prima lettura, ai precedenti capitoli.) Come vedremo, nel

periodo che ha preceduto la crisi dei *subprime* i più comuni indicatori relativi agli Stati Uniti, come l'inflazione dei prezzi degli *assets*, l'aumento della leva finanziaria, l'elevato e persistente deficit delle partite correnti e il tendenziale rallentamento della crescita dell'economia, mostravano praticamente tutti i segni di un paese sull'orlo di una crisi finanziaria: anzi, di una grave crisi finanziaria. Se ne ricava una deprimente visione del percorso che sfocia nella crisi; mostriamo che anche il percorso di uscita da una crisi può essere pieno di insidie. Il periodo che segue una crisi bancaria sistemica è caratterizzato da una prolungata e accentuata contrazione dell'attività economica e sottopone a rilevanti tensioni le risorse dello stato.

Nella prima parte del volume diamo precise definizioni dei concetti utilizzati per l'analisi delle crisi e illustriamo i dati assunti a base del nostro studio. Per la costruzione del nostro database abbiamo attinto a piene mani ai lavori di altri studiosi. Il nostro database include, peraltro, una rilevante quantità di nuovo materiale tratto da diverse fonti primarie e secondarie. Oltre a fornire una sistematica datazione delle crisi del debito estero e delle crisi valutarie, nelle appendici sono catalogate anche le date relative alle crisi inflazionistiche domestiche e alle crisi bancarie. La datazione dei default sul debito sovrano interno (per lo più denominato in moneta locale) rappresenta una delle caratteristiche di maggiore novità che completa il nostro studio delle crisi finanziarie.

Raccogliamo i frutti di questo lavoro di approfondimento nella successiva parte del volume, in cui applichiamo i predetti concetti al nostro ampio database mondiale. Nella seconda parte ci occupiamo del debito pubblico, registrando centinaia di episodi di insolvenza di nazioni sovrane sui debiti nei confronti di creditori esteri. Queste «crisi del debito» vanno da quella, intorno alla metà del XIV secolo, sui prestiti dei finanziieri fiorentini a Edoardo III d'Inghilterra, a quella sui prestiti dei mercanti-banchieri tedeschi alla monarchia spagnola degli Asburgo, fino a quella sugli ingenti prestiti effettuati (prevalentemente) dai banchieri newyorchesi all'America Latina negli anni settanta del secolo scorso. Anche se abbiamo riscontrato che nell'epoca moderna le crisi del debito estero sovrano sono state molto più concentrate nelle economie di mercato emergenti rispetto alle crisi bancarie, abbiamo peraltro sottolineato che anche i default sul debito estero sovrano hanno rappresentato un rito di passaggio quasi universale per ogni paese nel corso della sua maturazione da economia di mercato emergente a economia sviluppata avanzata. Tale processo di sviluppo economico, finanziario, sociale e politico può richiedere secoli.

Infatti, nel primo periodo di esistenza come stato-nazione, la Francia è andata in default sul debito estero non meno di otto volte (come evidenziato nel capitolo 6)! La Spagna è andata in default solo sei volte prima del 1800, ma con sette default nel XIX secolo ha superato la Francia, con un totale di tredici epi-

sodi. Pertanto, quando le odierne potenze europee hanno attraversato la fase di sviluppo tipica di un mercato emergente, hanno sperimentato ricorrenti problemi di insolvenza sul debito estero, proprio come avviene oggi per molti mercati emergenti.

Dal 1800 fino a ben oltre la Seconda guerra mondiale, la Grecia si è trovata virtualmente in uno stato di continua insolvenza, e il ruolo di marcia dell'Australia è per certi versi ancora più sorprendente. Sebbene prima del 1800 lo sviluppo dei mercati internazionali dei capitali fosse molto limitato, abbiamo registrato i numerosi default di Francia, Portogallo, Prussia, Spagna e delle città-stato italiane. Ai margini dell'Europa, Egitto, Russia e Turchia hanno anch'essi storie di insolvenza cronica.

Un'interessante questione che poniamo nel volume è perché un numero relativamente piccolo di paesi, come Australia e Nuova Zelanda, Canada, Danimarca, Thailandia e Stati Uniti, sia riuscito a evitare il default sul debito pubblico nazionale nei confronti di creditori esteri, mentre un numero molto più grande di paesi è stato caratterizzato da default ricorrenti sul debito estero.

Le crisi finanziarie in Asia e Africa sono state studiate molto meno di quelle dell'Europa e dell'America Latina. La diffusa opinione che i moderni default sul debito sovrano siano un fenomeno limitato all'America Latina e a pochi paesi europei più poveri è in realtà fortemente influenzata dalla scarsità delle ricerche su altre aree geografiche. Come vedremo, la Cina precomunista è andata ripetutamente in default sui debiti internazionali, e l'India e l'Indonesia moderne sono andate entrambe in default nel decennio 1960-70, con molto anticipo rispetto alla prima serie postbellica di default in America Latina. L'Africa post-coloniale ha una storia di default che, a quanto sembra, è destinata a superare i precedenti record delle altre grandi aree geografiche con economie di mercato emergenti. Nel complesso, abbiamo rilevato che una sistematica analisi quantitativa dei default verificatisi in Asia e Africa smentisce l'opinione che la maggior parte dei paesi appartenenti a queste aree abbia evitato i pericoli di un default sul debito sovrano.

La quasi universalità dei default diviene ancora più chiara nella seconda parte del libro, in cui iniziamo a utilizzare il database per illustrare a grandi tratti, con tabelle e figure, la storia dei default e delle crisi finanziarie. Un punto che certamente emerge con evidenza dall'analisi è che il recente periodo di calma (2003-08) in cui gli stati hanno generalmente onorato i loro debiti è ben lungi dal costituire la regola.

In particolare, la storia del debito pubblico domestico (cioè del debito pubblico emesso all'interno dello stato) nei mercati emergenti è stata largamente ignorata dagli studiosi e dai responsabili della politica economica contemporanea (persino da istituzioni che pubblicano dati ufficiali come il Fondo moneta-

rio internazionale), che hanno dato l'impressione di guardare al suo emergere all'inizio del XXI secolo come se si trattasse di un nuovo sorprendente fenomeno. Pertanto, come evidenzieremo nella terza parte, il debito pubblico domestico nelle economie di mercato emergenti è stato in molti periodi estremamente importante e, in realtà, può contribuire a rispondere a un gran numero di interrogativi in merito alle cause di episodi di elevata inflazione e di default. A nostro avviso, le difficoltà che si incontrano per reperire dati sul debito pubblico non sono che un aspetto del generale basso livello di trasparenza con cui la maggior parte degli stati tiene i propri libri contabili. Si pensi alle garanzie implicite date agli istituti che hanno erogato mutui ipotecari per importi elevatissimi e che hanno finito per far aumentare di migliaia di miliardi di dollari le dimensioni effettive del debito nazionale degli Stati Uniti nel 2008, alle migliaia di miliardi di dollari in transazioni fuori bilancio effettuate dalla Federal Reserve e alle garanzie implicite nelle attività in sofferenza portate fuori dai bilanci delle banche, per non citare gli impegni finanziari privi di copertura per le pensioni e l'assistenza medica. La mancanza di trasparenza sul debito pubblico è endemica, ma la difficoltà di trovare dati storici di base sui debiti dell'amministrazione centrale degli stati è quasi comica.

La terza parte contiene anche un primo tentativo di catalogare gli episodi di default conclamato e di ristrutturazione del debito pubblico domestico verificatisi nell'arco di oltre un secolo. (Dato che tanta parte della storia del debito domestico è stata ignorata dagli studiosi, lo è stata ovviamente anche la storia dei default su questa tipologia di debiti.) Questo fenomeno appare un po' meno frequente del default estero, ma è troppo comune per giustificare l'assunto estremo, dominante nella letteratura economica, che gli stati onorino sempre il valore nominale facciale del debito domestico. A quanto si è potuto riscontrare, quando si verifica un default conclamato del debito domestico, le situazioni in cui si viene a determinare sono molto più difficili di quelle che portano al solo default sul debito estero, in termini sia di implosione della produzione sia di accelerazione dell'inflazione.

Nella quarta parte ampliamo la trattazione alle crisi che coinvolgono le banche, le valute e l'inflazione. Fino a poco tempo fa, lo studio delle crisi bancarie si incentrava tipicamente sulle passate esperienze storiche nei paesi avanzati, soprattutto sugli episodi di panico bancario che hanno preceduto la Seconda guerra mondiale, oppure sulle recenti esperienze nei mercati emergenti. Questa dicotomia trae origine, probabilmente, dalla convinzione che, per le economie avanzate, crisi destabilizzanti, sistemiche e che investono più paesi siano un ricordo del passato. Naturalmente, la recente crisi finanziaria mondiale che ha avuto origine negli Stati Uniti e in Europa ha demolito questa erronea opinione, anche se a prezzo di costi sociali molto alti.

Il fatto è che le crisi bancarie hanno afflitto per molto tempo tanto i paesi ricchi quanto quelli poveri. Abbiamo raggiunto questa conclusione dopo aver studiato le crisi bancarie che vanno dal panico finanziario che ha colpito la Danimarca durante le Guerre napoleoniche alla recente prima crisi finanziaria globale del XXI secolo. L'incidenza delle crisi bancarie si dimostra notevolmente simile nei paesi ad alto reddito e in quelli a reddito medio-basso. Le crisi bancarie portano quasi invariabilmente a brusche flessioni delle entrate fiscali nonché a considerevoli aumenti della spesa pubblica (una quota della quale è presumibilmente costruita da sprechi). Nei tre anni che seguono una crisi bancaria il debito pubblico cresce in media dell'86 per cento. Queste indirette conseguenze fiscali sono pertanto maggiori di un ordine di grandezza rispetto ai costi generalmente sostenuti per i salvataggi bancari.

Gli episodi di inflazione insidiosamente alta rappresentano un altro tema ricorrente. Nel corso della storia nessun paese emergente è riuscito a sottrarsi a periodi di elevata inflazione. Vi è, anzi, un marcato parallelismo tra quanto già da noi rilevato, e cioè che pochi paesi hanno evitato il default ricorrente sul debito estero, e la constatazione che, parimenti, pochi paesi sono sfuggiti a periodi di alta inflazione. Anche gli Stati Uniti hanno avuto vicende atalenanti, come nel 1779, quando il tasso di inflazione sfiorò il 200 per cento. Come già osservato, un tempo il più comune sistema adottato nel mondo per venir meno agli impegni sul debito pubblico era rappresentato dalla tosatura delle monete. Le moderne macchine per la stampa della carta moneta non sono che un modo più efficiente e tecnologicamente avanzato per ottenere il medesimo risultato. Conseguentemente, in tutte le serie storiche emerge chiaramente un fattore di distorsione rappresentato dall'inflazione. A partire dal XX secolo, l'inflazione si è radicalmente innalzata e da allora le crisi inflazionistiche hanno raggiunto livelli stabilmente più elevati. Non deve sorprendere, quindi, che il periodo più recente abbia visto anche una più elevata incidenza delle crisi valutarie e più ampie variazioni mediane nei valori delle monete. Destano forse maggiore sorpresa, e sono stati individuati solo grazie al più ampio contesto storico che è stato oggetto di studio, i primi episodi di accentratata instabilità dei cambi, specialmente durante le guerre napoleoniche.

Così come le crisi finanziarie hanno antecedenti macroeconomici comuni nei prezzi degli *assets*, nell'attività economica, negli indicatori esteri, e così via, allo stesso modo compaiono caratteristiche comuni nelle sequenze (cioè nell'ordine temporale) in cui le crisi si sviluppano, argomento questo con cui si conclude la quarta parte.

Il capitolo conclusivo propone alcune riflessioni su crisi, politiche e indicazioni per ulteriori approfondimenti e ricerche. Ciò che emerge con grande chiarezza è che, tutte le volte, i paesi, le banche, gli individui e le imprese si in-

debitano eccessivamente nei tempi buoni senza avere sufficiente consapevolezza dei rischi che ne conseguiranno quando arriverà l'inevitabile recessione. Spesso, molti attori del sistema finanziario globale accumulano una montagna di debiti troppo grande per poter ragionevolmente sperare di uscirne, come accaduto notoriamente agli Stati Uniti e al suo sistema finanziario nell'ultima parte del decennio 2000-10. Il debito pubblico e il debito garantito dallo stato (che, per effetto dell'assicurazione dei depositi bancari, spesso include implicitamente anche il debito bancario) sono certamente i più problematici, perché possono accumularsi in grandi quantità e per lunghi periodi senza essere tenuti sotto controllo dai mercati, specialmente quando questi ne siano impediti dalle normative. Anche se l'indebitamento privato svolge certamente un ruolo chiave in molte crisi, è molto più spesso il debito pubblico a rappresentare il problema «unificante» nell'ampia gamma di crisi finanziarie che abbiamo analizzato. Come detto in precedenza, il fatto che i dati di base sul debito domestico siano così poco trasparenti e difficili da ottenere dimostra che i governi faranno di tutto per nascondere i libri contabili quando le cose andranno male, proprio come hanno fatto gli istituti finanziari nella crisi attuale. Le organizzazioni internazionali che operano nel campo delle politiche economiche, come il Fondo monetario internazionale, potrebbero svolgere un ruolo importante nel fornire rapporti sul debito pubblico più trasparenti di quelli oggi disponibili.

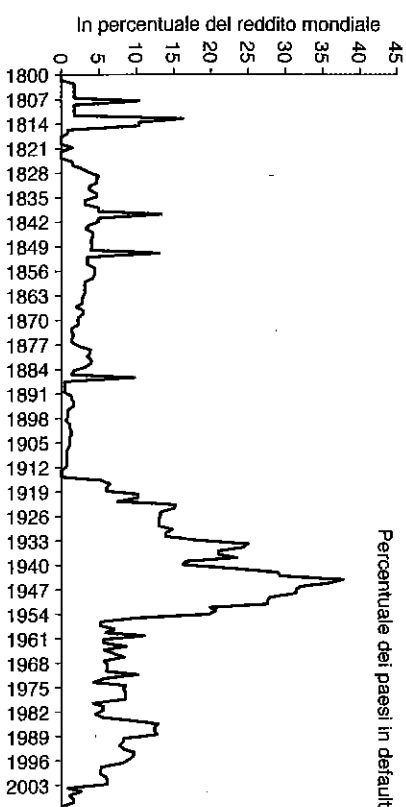


Figura P.1. Debito estero sovrano, 1800-2008: percentuale dei paesi in default o che hanno ristrutturato il debito estero, ponderata in base alle rispettive quote del reddito mondiale.

L'approfondimento dei dettagli delle crisi che si sono verificate negli ultimi otto secoli e l'analisi dei relativi dati ci ha portato a concludere che il consiglio più comune e più costoso in tema di investimenti che sia mai stato dato nel corso di un boom e alla vigilia di una crisi finanziaria nasce dalla convinzione che «questa volta è diverso». Quel consiglio, e cioè che le vecchie regole di valutazione non valgono più, è generalmente seguito con entusiasmo. I professionisti della finanza, e troppo spesso anche i leader responsabili della politica economica, spiegano che questa volta stiamo facendo le cose meglio che in passato, che siamo più intelligenti, che abbiamo imparato dagli errori passati. Ogni volta la società si convince che il boom attuale, a differenza dei molti boom che in passato hanno preceduto crolli catastrofici, poggia su solide fondamenta, riforme strutturali, innovazioni tecnologiche e buone politiche.

In considerazione della gran mole di dati su cui si fonda questo libro, non è semplicemente possibile descrivere nei loro rispettivi contesti tutte le centinaia di episodi inclusi nell'arco temporale dello studio. Tuttavia, le tabelle e le figure parlano da sole, evidenziando con grande chiarezza la peculiare caratteristica di ripetitività del problema. Si consideri, per esempio, la figura P.1, che mostra la percentuale di paesi a livello mondiale, ponderati in base al Pil, che sono stati in un qualunque periodo in default sul debito estero.

Il breve periodo del decennio in corso, rappresentato all'estremità destra del grafico, appare relativamente tranquillo. Ma hanno avuto ragione tutti quei responsabili della politica economica che prima del 2005 hanno dichiarato che il problema del default sul debito estero sovrano era ormai quasi superato? Purtroppo, la risposta sarà sufficientemente chiara prima che si asciaighi l'inchiostrato di queste pagine. Speriamo che il peso dell'evidenza contenuta in questo libro consigli ai futuri responsabili della politica economica e ai futuri investitori di pensarci un po' prima di dire ancora una volta «Questa volta è diverso». Non lo è quasi mai.

**Introduzione.**  
**Alcune intuizioni iniziali sulla fragilità finanziaria e sulla natura incostrante della fiducia**

Questo libro riepiloga la lunga storia delle crisi finanziarie nelle loro varie forme e in molti paesi. Prima di affrontare le difficoltà connesse all'analisi dei dati, in questo capitolo cercheremo di delineare un quadro economico concettuale per aiutare il lettore a comprendere perché le crisi finanziarie tendano a essere imprevedibili e così dannose. In seguito, nel corso dell'esposizione, ci si presenteranno altre opportunità per richiamare l'attenzione dei lettori interessati su alcuni temi trattati dalla letteratura accademica, quando ciò appaia assolutamente indispensabile per la nostra storia. Per non allarmare il lettore, diciamo subito che si tratterà soltanto di brevi digressioni, e quanti non siano interessati alla teoria economica come strumento di ricerca possono saltare queste parti non essenziali.

Come vedremo, la teoria economica propone ragioni plausibili per cui i mercati finanziari, specialmente quelli che si avvalgono della leva finanziaria (cioè che hanno un esiguo capitale in rapporto all'ammontare delle attività a rischio) possono essere alquanto fragili e soggetti a crisi di fiducia.<sup>1</sup> Sfortunatamente, la teoria fornisce poche indicazioni sul *timing* esatto o sulla durata delle crisi ed è per questo motivo che incentriamo il nostro studio sull'evidenza storica.

Il fattore chiave – più importante di qualsiasi altro – che dà origine alla sindrome del «questa volta è diverso» è probabilmente il mancato riconoscimento della precarietà e della natura incostrante della fiducia, specialmente nei casi in cui debbono essere continuamente rinnovati debiti a breve termine per imparti considerevoli. Sembra che stari, banche o imprese molto indebitati possano andare avanti tranquillamente per un lungo periodo: poi, a un certo punto, improvvisamente, la fiducia crolla, i finanziatori svaniscono e sopravviene la crisi.

L'esempio più semplice e conosciuto è rappresentato dagli episodi di panico bancario (che considereremo in modo più particolareggiato nel capitolo sulle crisi bancarie). Parliamo delle banche per due ragioni. La prima, perché è a partire dalle banche che si è sviluppato il percorso seguito dalla letteratura ac-