

Finanza internazionale: le origini della crisi e la necessità di un nuovo modello di regolazione¹

Il modello *originate to distribute* sembra aver ormai fatto il suo tempo, almeno dal punto di vista delle possibilità di ulteriore espansione che dimostra. L'essere entrato in crisi, inoltre, mette in forse persino la sua permanenza, visto che la capacità di *leverage* necessaria al modello stesso dovrà essere profondamente ridimensionata se si vuole che si elimini in tutto o in parte la situazione di preferenza per la liquidità assoluta della quale soffre il sistema e che lo ha condotto ad una condizione di semi immobilità da quasi un anno. La richiesta, da parte di Goldman Sachs e Morgan Stanley di diventare banche commerciali, e passare quindi sotto la vigilanza della Fed, invece che quella più indulgente della SEC che avevano lottato all'inizio del decennio per ottenere, è la prova evidente che i massimi operatori del modello, quelli che insieme a JP Morgan Chase e a AIG si trovano al centro della enorme rete di transazioni finanziarie innovative creata nell'ultimo decennio, ritengono che esso non ha più prospettive e che il prossimo futuro appartiene di nuovo ad istituzioni dotate di una cospicua base di depositi.

Quindi, il centro del potere finanziario mondiale cambia, e non è ben chiaro chi prenderà il posto di Goldman Sachs e altri broker dealers. Potrebbero addirittura restare loro, al centro, se resta in piedi, dopo salvataggi vari, un modello *originate to distribute* rappezzato. In questo senso sembra si possano interpretare le mosse del ministro Paulson, almeno fino a quando il precipitare degli eventi lo ha costretto a muoversi in una logica di assoluta emergenza, abbandonando di fatto il tentativo di realizzare una architettura finanziaria che permettesse alle banche d'affari di sopravvivere come centri nevralgici dell'intero sistema.

Oltre che sul modello *originate to distribute*, il sistema finanziario mondiale si è sviluppato, nell'ultimo ventennio, anche elaborando il modello di banca a rete e di credito somministrato su principi cosiddetti probabilistico-assicurativi e non più sulle relazioni stabili, valutate in base a criteri tradizionali di affidabilità dei singoli clienti. Molte relazioni di credito sono state inoltre trasformate in transazioni di mercato, mettendole fuori bilancio per seguire e aggirare le direttive di Basilea 1, che avevano aumentato e messo al centro della supervisione i coefficienti di capitale.

Ci si chiede se anche questo modello entrerà in crisi, dato che esso si è potuto sviluppare specialmente perché il credito somministrato nella nuova maniera rende molto se è trattato come una *commodity* che può essere impacchettata in grosse cartolarizzazioni e ceduta rapidamente, in modo che il capitale impiegato rigiri velocemente. Nel caso si tratti di crediti in sofferenza, inoltre, nella cessione dei pacchetti ad entità separate dalle banche, ma di loro proprietà, si realizza una perdita per le banche, che può essere usata a fini fiscali, e si spera in un utile per le società fuori bilancio, se riescono a rivendere i crediti cartolarizzati a prezzo maggiore di quello di acquisto, o a recuperare nel tempo i crediti, magari cedendoli a società di recupero crediti appositamente create come entità separate ma sempre di proprietà delle banche originarie.

Essenziale per il modello stesso è anche l'attività di assicurazione contro le insolvenze di credito (i cosiddetti *Credit default Swaps*), che è stata svolta dalle predette due banche d'affari, dalle due fallite, dalla defunte Bear Stearns e Merrill Lynch, dalle superstiti AIG (ora di proprietà parziale dello stato) e Morgan Chase. Questo mercato è cresciuto di sessanta volte dal 2005 perché era anch'esso essenziale al funzionamento del nuovo *business model* adottato dalla gran parte degli operatori finanziari del mondo nelle condizioni di grave incertezza prevalenti sui mercati dopo il 2005, quando la politica monetaria americana ha cambiato segno, facendo registrare una rapida

¹ Scritto per il gruppo di studio di Astrid su "Il governo della globalizzazione"

salita dei tassi sui Federal Funds. Vedremo come uscirà trasformato dalla regolamentazione delle transazioni che ha già annunciato lo Stato di New York e richiesto il capo della SEC.

Tale regolamentazione richiama alla mente un altro importante problema, quello delle particolari modalità secondo le quali si svolge la massima parte delle transazioni finanziarie cosiddette innovative, che è quella dell'accordo tra due controparti per ogni singola transazione, senza che ci sia alcuna attività di fissazione di prezzi su mercati regolamentati o liberi, ma centralizzati. A tale modalità, chiamata in inglese *over the counter*, si attribuisce ora una parte importante dei problemi di incertezza di valutazione dei nuovi strumenti finanziari, che ha facilitato il prodursi dello stato di preferenza per la liquidità assoluta al quale i mercati si sono ridotti da un anno. Le transazioni concluse in questo modo, infatti, non danno in alcun modo possibilità al mercato di esercitarsi nella sua attività più nota ed utile, che è quella di *price discovery*. I prezzi delle singole transazioni non sono infatti pubblici, non sono confrontabili da agenti che non siano quelli direttamente coinvolti, e quindi non possono fare da base ad altre transazioni.

Altrettanto essenziale al funzionamento del modello è l'attività di valutazione dei rischi svolta dalle società di rating. Malgrado le pessime figure fatte nella prima metà del decennio (casi Enron, Parmalat, etc.), a queste società si sono continuate ad affidare funzioni essenziali come la valutazione del rischio dei titoli che sono alla base delle cartolarizzazioni. Si è ripetutamente deprecato il conflitto di interesse strutturale in cui queste società di rating si trovavano, e ancora si trovano, per via del fatto che i rating che esprimono sono pagati dalla stessa clientela che li chiede, ma poco o nulla si è fatto per eliminare tale stato o sostituire le società di rating con altre istituzioni. Anzi, il rating è stato posto alla base delle valutazioni dei rischi che servono a formare i coefficienti di capitale in Basilea 2. La stessa riforma intrapresa dagli Stati Uniti nel 2006 – riforma che ha istituito un sistema di registrazione obbligatoria delle agenzie, gestito dalla SEC – ha previsto che la revoca e la sospensione della registrazione possano essere adottate solo a seguito del riscontro che un'agenzia ha commesso un reato o realizzato un'attività comunque fraudolenta. Ora sia l'Ecofin che il Piano Brown e lo schema di riforma elaborato dal FMI prevedono che tali società siano poste sotto il controllo delle autorità di vigilanza. Sarebbe opportuno che esse lo fossero, in maniera efficace, cominciando almeno con l'eliminare l'incredibile formula di liberazione da ogni responsabilità che esse si sono ritenute in dovere di aggiungere ad ogni rating che producono.

Alla base delle trasformazioni subite dalla finanza internazionale nel decennio, c'è anche il complesso di regole stabilite per accordo internazionale, che vanno sotto il nome di Basilea 1 e 2. Queste hanno eletto i coefficienti di capitale come metro principale di misurazione del potenziale di credito delle istituzioni bancarie e del rischio del medesimo. Insieme alle regole che vanno sotto il nome collettivo di Basilea 1 e 2 va anche un certo tipo di vigilanza sulle aziende di credito, che bada solo o quasi solo al rispetto dei coefficienti quantitativi (Basilea 2 ha modificato in qualche misura questo approccio) e che abbandona del tutto o quasi la tradizionale attività di valutazione del rischio di credito e di valorizzazione dell'attivo svolta dai supervisori caso per caso. Con la velocità di circolazione assunta dagli *assets* che fanno parte dei portafogli delle banche, col ricorso massiccio a transazioni bilaterali e con la diffusione del rischio ottenuta, almeno formalmente, dalle cartolarizzazioni, è d'altronde assai difficile valutare il portafoglio medesimo in un dato momento.

C'è anche da aggiungere che la nozione di coefficiente di capitale perde molto della sua cogenza come indicatore di solvibilità di una banca quando l'attivo effettivo della medesima è ripartito in istituzioni veicolo, formalmente indipendenti dalla banca ma possedute interamente dalla medesima, giuridicamente non consolidabili nel bilancio della banca, ma che in effetti hanno dovuto esserlo quando, entrate in difficoltà, le stesse banche si sono accorte di rischiare di più dal punto di vista reputazionale a declinare ogni responsabilità nei loro confronti che a consolidarle nel proprio bilancio, anche se questo ha fatto precipitare i coefficienti di capitale. Ed è stato proprio questo a indurre le autorità americane a prendere l'imbeccata dal piano Brown e dedicare ben 250 miliardi di dollari dei settecento stanziati col Piano Paulson ad una ricapitalizzazione delle banche con ingresso dello stato nel loro capitale (quest'ultimo nella maniera meno invasiva possibile).

Guardando a come il sistema finanziario mondiale si è sviluppato negli ultimi due decenni, in particolare come si è sviluppato il sistema finanziario americano che ne costituisce il centro, non si può evitare di convincersi che si è trattato di un percorso di sviluppo espressamente voluto dalle autorità di politica economica degli Stati Uniti, che la gran parte dei paesi sviluppati ha imitato con un misto di ammirazione e revulsione e che le organizzazioni finanziarie internazionali hanno cercato di imporre, ogni volta che hanno potuto, anche ai paesi in via di sviluppo. Al raggiungimento di esso sono state dedicate azioni e omissioni delle autorità. Il fatto, ad esempio, che le regole di Basilea abbiano indotto le banche a sviluppare una enorme attività finanziaria formalmente al di fuori dei loro bilanci, come risposta alla fissazione di coefficienti di capitale, è stato visto dalle autorità di controllo e di politica economica americane e di molti altri paesi. ma anche dalla massima parte degli economisti accademici, come legittima attività di innovazione finanziaria, segno della vitalità degli operatori più efficienti. invece che, in molti casi, manifesta elusione delle norme esistenti.

Avere tuttavia sostenuto, come ha fatto buona parte della pubblicistica, oltre che delle autorità nel corso degli ultimi dodici mesi, (fino a che la gravità della crisi non mostrasse la inanità di una tale posizione), che una riduzione del livello della attività finanziaria non avrebbe comportato conseguenze importanti sulla attività del sistema reale vuol dire giudicare la gran parte della innovazione finanziaria intervenuta negli ultimi vent'anni come funzionalmente irrilevante, se è vero che il fine ultimo dell'attività economica è la massimizzazione della produzione di merci e servizi. Se le bolle finanziarie vanno e vengono senza effetti seri sulla attività reale, questo vuol dire che la finanza è essenzialmente fine a se stessa. E allora, perché guardare al suo sviluppo come a un segno di progresso? Se il progresso si arresta e addirittura si torna indietro, e il sistema finanziario, quindi, si rattappisce, vuol dire che le attività che lo compongono possono scomparire senza far danno a nessuno salvo agli addetti occupati nel settore.

Se si riduce l'ampiezza del settore finanziario, però, si ha perlomeno la conseguenza che parte di quelli che in esso lavorano restano senza occupazione e la domanda di beni e servizi ne soffre. Il tasso di sviluppo di un paese, fermo restando il resto, deve diminuire rispetto alla situazione precedente.

In alcuni paesi, come USA e UK, questo effetto su occupazione e redditi è certo rilevante e settorialmente importante, almeno per certi tipi di domanda di consumi e di servizi.

Più in generale, sostenere la scarsa rilevanza del sistema finanziario per il sistema reale equivale alla posizione neoclassica secondo la quale la moneta non è che un velo che ricopre le transazioni reali dell'economia, capace solo di influenzare il livello generale dei prezzi ma incapace di influire sui prezzi relativi.

A seguito della presente crisi, come si modificherà il sistema finanziario americano, che ha mostrato la via a quelli del resto del mondo? E' essenziale stabilirlo, anche se al momento oltremodo difficile. E' facile dire che andrà verso la ri-regolamentazione.

E' facile, ma significa poco. visto che nel corso degli ultimi decenni, le regole che sono state introdotte tendevano a demolire il sistema finanziario segmentato ereditato dal New Deal, ma erano appunto regole che abolivano e modificavano altre regole, secondo una filosofia opposta a quella precedente, ma senza che i regolatori uscissero di scena. Si consideri ad esempio appunto la panoplia delle regole che vanno sotto il nome di Basilea 1 e 2. O l'insieme di regole che, negli Stati Uniti vanno sotto il nome di *Prompt Corrective Action*. La filosofia che le anima è certamente opposta a quella che stava alla base del sistema precedente. Si cerca, da parte dei regolatori, di non prescrivere comportamenti specifici ai regolati, ma solo di creare ambiti entro i quali questi possano agire liberamente, nella presunzione, tuttavia, che la massimizzazione dei profitti nel breve periodo da parte delle istituzioni finanziarie debba essere il modello di comportamento di base o come si dice oggi, di default, perché porta ineluttabilmente a una maggiore efficienza del sistema.

Il nuovo modello di regolazione introdotto negli ultimi decenni, però, sembra aver costretto le autorità ad un interventismo alla fine perfino maggiore di quello che esse avevano espresso nel periodo precedente. La sua introduzione è stata accompagnata dall'aumento della frequenza e della

gravità di crisi finanziarie, che hanno costretto le autorità a comportamenti in deroga dai principi che avevano ripetutamente affermato, sulla autoregolamentazione del sistema finanziario entro un ambito regolamentare leggero. Di questo, la reazione americana e inglese alla crisi attuale è solo l'ultimo e più eclatante esempio.

Si credeva che la tutela del risparmio, che aveva informato le riforme degli anni trenta, potesse essere da parte dello stato ridotta all'ambito delle fasce sociali più deboli e che i forti potessero essere lasciati a badarsi da soli. Ci si è invece visti costretti, molto spesso, a invocare la protezione dei più deboli per cavare i più forti dalle peste nelle quali si cacciavano ripetutamente.

Un nuovo modello di regolamentazione deve dunque affrontare direttamente e senza infingimenti il problema del rischio morale posto in essere dall'accumularsi di successivi episodi di risoluzione delle crisi mediante impiego di denaro pubblico e con l'intervento diretto dei regolatori in funzione di salvatori del sistema e di singoli suoi componenti. In particolare, dopo la crisi in corso, e dopo i probabili sviluppi che essa potrà conoscere, sarà veramente difficile mantenere la credibilità della nozione che non ci sono operatori di mercato troppo grandi per fallire. E' noto, ad esempio, che già da qualche anno le società di rating hanno sviluppato modelli che, secondo loro, permettono di valutare la probabilità che una banca ha di essere aiutata, in caso di bisogno, dalle proprie autorità nazionali. Naturalmente, quelle che mostrano un parametro elevato, ricevono dalle società un rating più elevato.

Si tratta, evidentemente, di uno sviluppo patologico, che ben mostra quanto si sia deteriorata la filosofia di base sulla quale si credeva che il sistema stesso si fondasse.

Quali lezioni per l'Europa? Se si vuol essere pessimisti, prescindendo da articolati accordi intercontinentali, che appaiono improbabili, anche se richiesti ormai a gran voce dai podi più elevati, come l'assemblea dell'ONU, è necessario prendere misure, a livello europeo, che vadano nella direzione di una unificazione della vigilanza, stabilendosi quando verrà il momento se essa debba essere affidata alla BCE o a una istituzione da essa separata. Coloro che difendono la seconda ipotesi rischiano di apparire nella stessa luce di coloro che sostengono che il prestatore di ultima istanza deve intervenire ad aiutare banche illiquide ma non banche insolventi. E' quasi impossibile, infatti, tenere nei fatti separate le due istituzioni, quella monetaria e quella di vigilanza, anche se le si pone in paesi diversi dell'Europa. L'importante è che entrambe siano isolate dalla influenza dei governi nazionali o anche di qualsiasi governo comunitario che si riesca a creare seguendo quel che prescrive il Trattato di Lisbona.

Certo sia la BCE che la istituzione europea di vigilanza devono esprimere una filosofia indipendente da quella delle istituzioni sorelle degli Stati Uniti. Possono coincidere, ma devono essere frutto di elaborazioni indipendenti che siano espressione delle peculiarità delle istituzioni finanziarie europee e dell'intero sistema economico e di valori dell'Europa.

Anche se l'Europa riesce a esprimere una vigilanza comune, resta il fatto che le nostre istituzioni finanziarie e reali non potranno isolarsi da una tendenza mondiale alla concentrazione della ricchezza, che si è manifestata con particolare violenza nell'ultimo decennio e che è poi quello che ha in buona misura indotto i comportamenti finanziari ricordati (se si eccettua l'espansione dei mutui *sub prime*, che però è anch'essa una reazione alla tendenza stessa, un tentativo di tenere in piedi due modelli che si escludono a vicenda, quello della concentrazione della ricchezza e quello precedente della sua diffusione, il modello "russo - saudita" e quello col quale gli Stati Uniti si sono nell'ultimo secolo, guadagnati la simpatia del mondo intero).

I mutui *sub prime*, quelli Alt-A e persino quelli detti Jumbo, in fondo, sono l'equivalente finanziario di Walmart e della IKEA, in quanto servono a cercar di mantenere alcune fasce di reddito entro la classe media permettendo l'accesso a beni come la casa di proprietà, che caratterizzano da decenni la *middle class*).

La differenza sostanziale è che all'IKEA senza contanti non si compra nulla, mentre i suddetti mutui-casa davano la possibilità di comprare una casa, senza che le banche si preoccupassero della capacità di rimborso basata sul reddito del mutuatario, fidandosi invece delle

possibilità della casa stessa di aumentare di valore e in tal modo poter essere venduta, in caso di pignoramento per insolvenza, recuperando l'intera somma prestata più gli interessi.

La enorme fioritura degli *hedge funds*, tuttavia, si iscrive anch'essa nella divaricazione della forbice distributiva, così come lo sviluppo del *private banking*. Gli *hedge funds* hanno conosciuto, è vero, una fase recente di "democratizzazione", ma sono una risposta del sistema finanziario alla nuova situazione di assai maggior concentrazione della ricchezza, che risulta ancora massima negli Stati Uniti, ma che si è realizzata anche in paesi come Italia, Francia e Spagna, e persino Germania, negli anni novanta e nel nuovo secolo. La loro diffusione è stata anche motivata dall'appiattirsi progressivo dei rendimenti dei comuni fondi di investimento, basati sul portafoglio globale. Ora gli *hedge funds* sono falcidiati dalla mancanza di *leverage* disponibile e dalle richieste di rimborso da parte dei clienti, ma se non cambia la polarizzazione dei redditi e della ricchezza, il ritorno al modello di banca che si affida alla raccolta di depositi da parte di una rete capillare di sportelli diffusi sul territorio rischia di coincidere o con un declino dei profitti bancari o, ancor peggio, con un tentativo da parte delle banche di tenerli alti taglieggiando la clientela *retail*, che invece, in alcuni paesi, ha visto i costi dei servizi bancari ridursi per l'aumento della concorrenza in anni recenti.

Ora la decisione di Goldman Sachs e Morgan Stanley di diventare banche commerciali e probabilmente comprarsi qualche banca ricca di depositi e di sportelli, che è stata preceduta dall'acquisto da parte della Deutsche Bank del bancoposta tedesco e dalla iniziativa di Mediobanca di dar vita a una banca telematica per raccogliere depositi seguendo il modello del Conto Arancio di ING, dovrebbero mostrare che i protagonisti del sistema credono che si stia voltando pagina e tornando dal mercato agli intermediari.

Se è veramente così l'Europa continentale, col suo sistema finanziario in cui le banche prevalgono ancora sui mercati, con il suo maggior conservatorismo in fatto di mutui immobiliari, con la capacità dimostrata anche di recente, di sapere, dopo pericolose esitazioni e tentativi individuali, di sapere agire insieme seguendo quella che si ritiene una *best practice* come il Piano Brown, dovrebbe trovarsi avvantaggiata rispetto agli Stati Uniti e in grado di reggere la concorrenza che viene da sistemi finanziari come quello cinese, enormemente ricco di riserve e ancora fortemente dirigistico.

Tuttavia, gli eventi recenti hanno mostrato un ulteriore problema, che è posto dal rapporto tra dimensioni delle grandi banche e dimensioni economiche dei paesi in cui sono collocati i loro *headquarters*. La nozione del "*too big to fail*" confligge infatti con la effettiva credibilità della nozione che le autorità monetarie e del governo di un determinato paese possano salvare una banca il cui totale di bilancio di molto eccede le dimensioni del PIL dello stesso paese. Essa si trasforma quindi nella nozione di "*too big to be saved*" alla quale ha conferito credibilità il confronto tra i dati dei bilanci di alcune grandi banche rispetto a quelli del PIL dei paesi nei quali hanno la propria sede.

Alla luce anche di quest'ultima considerazione, la domanda centrale resta la seguente: vogliamo che in Europa si rafforzino, visto che ci tocca navigare in un oceano permanentemente in tempesta, le grandi istituzioni, che hanno maggiori qualità di resistenza, mettendo da parte tutta la filosofia, ad esempio, della Corte di giustizia UE, ma anche della Commissione e di qualche paese, come l'Italia, di incoraggiamento positivo alla concorrenza e alla trasparenza? Le regole IAS che si sono appena introdotte, ad esempio, devono essere permanentemente modificate per quanto riguarda il "*marking to market*" degli attivi bancari? A ottenere un ritorno all'antico erano diretti sforzi per molto tempo subacquei dei grandi gruppi bancari di Francia, Germania e persino Gran Bretagna, che sono divenuti espliciti dopo l'aggravarsi della crisi, fino a che il ripudio delle nuove regole è divenuto obiettivo dichiarato delle autorità, anche a livello sovranazionale. Ora ci si chiede se quella di permettere che alcune attività, fortemente ridotte di valore dai recenti andamenti di mercato, possano essere considerate come detenute fino a maturità invece che in conto trading è solo una decisione temporanea, dettata dall'imperativo della emergenza, o se esprime un durevole cambiamento di filosofia regolamentativa e contabile.

Ci troviamo dunque in presenza di una situazione strutturale, per i settori bancari dei maggiori paesi, in cui prevale il consolidamento bancario, specie dopo le fusioni e acquisizioni indotte o favorite dalla crisi e incoraggiate dalle autorità. Le dimensioni sono dunque ulteriormente cresciute e il livello di concorrenza all'interno dei singoli paesi è ulteriormente diminuito come conseguenza della crisi. Ma i salvataggi restano affare di competenza delle autorità nazionali, se si eccettuano casi come quelli DEXIA e FORTIS, in cui le autorità nazionali coinvolte si sono divise i compiti nell'intervenire a salvataggio di banche transfrontaliere. E' una situazione ovviamente insostenibile, alla quale in Europa si dovrà necessariamente porre rimedio in maniera stabile e non con operazioni di emergenza in cui le autorità nazionali agiscono insieme, ma rivendicando l'eccezionalità di simili interventi congiunti.

O dobbiamo invece fare per il settore finanziario quel che si è fatto per quello del trasporto aereo, in cui Francia e Germania hanno permesso che le proprie compagnie di bandiera abbiano quote elevatissime del mercato nazionale ed esprimano grazie a ciò dinamismo intercontinentale e capacità concorrenziali elevate, o è meglio fare come l'Italia, che ha liberalizzato favorendo la creazione di numerose piccole compagnie incapaci di sopravvivere e ha permesso che la quota di mercato nazionale della compagnia di bandiera si riducesse al 30%? E' una domanda retorica e fatta a posteriori, ma resta l'interrogativo di fondo, se si vuol scegliere la via da intraprendere per lo sviluppo di un sistema finanziario europeo integrato in uno mondiale che vedrà il "modello cinese" probabilmente prevalere su quello che le autorità americane, quelle italiane e la corte di giustizia europea percepivano come quello giusto. Vogliamo o no un neo-mercantilismo a scala europea?

Questo dipenderà in maniera determinante dalla direzione che prenderanno i principali interlocutori dell'Europa, che sono ancora gli Stati Uniti e il Giappone. Se per il secondo non è difficile prevedere un più o meno marcato ritorno alla filosofia mercantilista che ha prevalso fino a pochissimi anni addietro, per il primo la previsione è più ardua, perché l'impressione che ha finora dato l'azione delle autorità di governo e di controllo è quella di un temporaneo allentamento delle regole, di una filosofia dell'intervento dello stato giustificata dalla necessità di affrontare l'emergenza dando risorse pubbliche ad operatori privati ma senza pretendere di prendere in alcuna misura di contribuire a decidere le strategie operative delle istituzioni private nel cui capitale lo stato è entrato. Questo è stato notato, ad esempio, nella considerazione da parte del governo dello stato giuridico delle due istituzioni(Fannie Mae e Freddie Mac) che lo stato ha dovuto comprare, dopo averle create nel passato e vagamente garantite. Non sembra che l'attuale governo le consideri ancora come parte del patrimonio pubblico.

Ora è troppo presto per avere opinioni precise su come una presidenza democratica si porrà nei confronti di queste questioni. Può darsi che la posizione del presidente e dei suoi collaboratori sia inizialmente classificabile in una maniera e che dopo qualche mese cambi radicalmente. Questo è già avvenuto durante il primo mandato di Clinton, quando da una posizione dirigista e mercantilista, che imitava la Francia e specialmente il Giappone, preferiva un cambio basso per il dollaro ed era espressa da economisti come Laura d' Andrea e Joseph Stiglitz, si è virato di 180 gradi, sotto l'influenza di Robert Rubin e Lawrence Summers, e con l'appoggio assai autorevole di Greenspan, per perseguire un cambio alto per il dollaro e la riaffermazione della piazza di New York come primo mercato finanziario del mondo, liberandone le istituzioni da quasi ogni controllo.

L'attuale "piattaforma" democratica è assai meno sbilanciata verso una visione del mondo precisa, per quanto attiene alle cose della banca della finanza e dei cambi, rispecchiando la cautela che sembra finora essere la cifra del candidato democratico.

Da che parte salterà il gatto dopo le elezioni è ancora più difficile da prevedere. Probabilmente molto dipenderà dalla piega che prenderà la crisi finanziaria internazionale e dalle conseguenze che essa avrà sulla economia reale, conseguenze che appaiono assai più serie di quello che molti, incluso il FMI, speravano fino a solo pochi mesi fa e non esitavano a dire apertamente.

In conclusione, bisogna ricordare che una delle peggiori fonti di aggravamento della crisi che ha colpito il sistema finanziario internazionale è stata la coincidenza con la lunga campagna elettorale americana. Non siamo in grado di dire come le autorità americane avrebbero affrontato la

crisi in assenza di elezioni imminenti, ma sappiamo che molte delle loro effettive azioni sono state influenzate dalla scadenza elettorale, riducendo la portata delle azioni, facendo preferire un approccio sequenziale, consistente nell'affrontare un problema alla volta con misure temporanee e limitate. In generale, si è avuta l'impressione, corroborata dalle dichiarazioni di uomini come Paulson e persino Bernanke, che la leadership americana pensasse che, senza toccare la situazione di fondo, bastasse prendere misure che servissero più che altro a rovesciare le aspettative. Malgrado i moniti di persone di esperienza come Anna Jacobson Schwartz, collaboratrice di Friedman nella redazione di una famosa storia monetaria degli Stati Uniti, si è ritenuto che la crisi fosse di liquidità e non riguardasse la solvibilità delle istituzioni finanziarie. Un blocco della liquidità dei mercati, causato dall'incertezza, avrebbe potuto, secondo i governanti americani, essere rimosso con un barrage di dichiarazioni e di misure a loro volta dichiarate più che implementate, come l'annuncio della costituzione del Fondo di 700 miliardi destinato ad acquistare le "attività tossiche" delle istituzioni finanziarie. Il successivo ricorso, di cui si è già fatto cenno, al "modello Brown" con l'ingresso dello stato nel capitale delle banche, ha mostrato la tardiva consapevolezza che di insolvenza e non solo di illiquidità si trattasse e che quindi fosse necessario passare dalla "boxe cinese" alla "boxe occidentale", con colpi veri e non solo dati all'aria.

Non è quindi affatto esagerato concludere che la dirigenza americana, trovandosi nell'occhio del ciclone finanziario mondiale, abbia con la propria azione riluttante e dilatoria, preoccupata delle conseguenze sugli elettori di misure drastiche e generali e quindi determinata a evitarle fino a quando esse si sono fatte inevitabili, abbia notevolmente aggravato la crisi stessa, rendendola generale e facendola estendere fino alla periferia del sistema. Poiché la crisi era certamente scoppiata negli Stati Uniti, nessun altro poteva affrontarla se non le autorità americane.

Il resto del mondo ha quindi guardato alle azioni e omissioni dei dirigenti americani con un senso di frustrazione crescente, nella consapevolezza di non potere sostituirsi ad essi e di poter forse evitare conseguenze sulle proprie istituzioni finanziarie solo con un ritorno ad un dirigismo nazionale accentuato e lontano dalle recenti filosofie operative della gran parte dei governanti e dei governati nella gran parte dei paesi. Sapendo anche che le conseguenze della crisi finanziaria americana sull'economia reale globale non sarebbero state assolutamente schivabili.

A complicare ulteriormente le cose viene anche l'imminenza di elezioni politiche in Germania, che dovrà essere preceduta dalla fine del governo di coalizione. Non diversamente da ciò che è accaduto negli Stati Uniti, le strategie elettorali influenzano pesantemente i comportamenti dei partiti al governo nei confronti di una crisi che, se non è nata in Germania, ha coinvolto pesantemente il sistema bancario tedesco obbligando le autorità politiche ad adottare misure affannose e poco meditate, che rischiano di mettere in grave pericolo il delicato equilibrio che regge sia la moneta unica che la governance economica all'interno della Unione europea.