Sulla convergenza dei sistemi finanziari

Marcello de Cecco
Università di Roma "La Sapienza"

Giacomo Becattini ed io abbiamo- è inutile nascondere - idee diverse sulla storia industriale italiana. Credo, invece, che egli possa trovare molto con cui essere d'accordo nello scritto che gli dedico. Lo dico perché, anche molto di recente, mi ha fatto l'onore e il grandissimo piacere di ricordare quel che ho scritto sulla struttura finanziaria in un libretto che uscì trentacinque anni fa. Così come io ho fatto tesoro della sua lettura delle opere di Marshall. Per il tramite della sua interpretazione ho avuto l'incentivo a leggere gli scritti di un "mostro sacro" che, indubbiamente, bisogna avere più di quarant'anni per apprezzare, superando la sottile opera di deprezzamento compiuta dal suo allievo Keynes (malgrado l'affetto un po' dubbio degli *Essays in Biography*). Dalle conversazioni avute con Giacomo nel corso degli anni ho anche imparato a leggere con partecipazione meno acritica i saggi sraffiani del 1925 e del 1926.

Ma anche per quel riguarda i distretti, se Giacomo non è riuscito a farmeli amare, certo ha avuto il merito, insieme all'indimenticabile Bastiano Brusco, di farli conoscere a me e a migliaia di altri economisti. Se ora se ne parla troppo (ed è comprensibile, essendo tutto quel che ci resta) quarant'anni fa non se ne parlava affatto. Becattini, Brusco e i loro allievi li hanno messi sulla carta geografica e non accade spesso che un futuro presidente degli Stati Uniti venga in pellegrinaggio in Italia a conoscere non Donatello o Caravaggio ma una realtà scoperta da due economisti. Né so che altro possa vantare l'Italia nel campo degli studi economici di frontiera nell'ultimo mezzo secolo.

1. Nessuno pensa, comunemente, agli anni trenta come ad un periodo di grande convergenza tra sistemi finanziari. E infatti, se il metro di misura di tale fenomeno è quello comunemente usato, la dispersione dei tassi di interesse su strumenti confrontabili tra piazze finanziarie diverse, non c'è periodo, a partire dalla Belle Epoque, che abbia registrato una dispersione maggiore. E tale dispersione durò fino agli anni cinquanta.

D'altronde, come ho appena detto, che altro aspettarsi da trentacinque anni (dal 1915 al 1950) nel corso dei quali ci furono due guerre mondiali, la massima depressione dell'economia mondiale degli ultimi due secoli, e anche il maggior esperimento che l'economia capitalistica abbia conosciuto di segmentazione dei mercati reali e finanziari seguendo i confini nazionali. Segmentazione operata dalle autorità nazionali allo scopo di tentare di riprendere in mano il timone delle rispettive economie, togliendolo alla influenza di mercati internazionali che apparivano non più in grado di assicurare la prosperità e la piena occupazione ai paesi partecipanti al sistema economico internazionale organizzato secondo i principi del liberismo.

Tutti sanno che la gestione macroeconomica attiva nacque proprio in quegli anni, insieme alla teoria che la giustificava. Ma in quegli anni, nei principali paesi, anche i sistemi finanziari nazionali erano profondamente ridisegnati, per metterli in grado di canalizzare la massima quantità di risorse prima verso una politica economica diretta alla piena occupazione e subito dopo e con maggior successo, verso il riarmo e poi verso il finanziamento della guerra.

Bisogna rendersi conto - ed è quello che riesce più arduo a studiosi allevati nella tradizione economica ortodossa - che le stesse istituzioni create per mobilitare risorse per la guerra furono, al termine di essa, usate per finanziare la ricostruzione e subito dopo per lanciare il grande episodio di sviluppo che si arrestò dopo due decenni, a causa della prima crisi del petrolio nel 1973.

Negli anni tra le due guerre mondiali il numero delle monete nazionali si moltiplicò, per la dissoluzione dei grandi imperi e la creazione di una molteplicità di stati nazionali. Furono create dozzine di nuove banche centrali che, apparentemente libere e indipendenti, avevano in realtà lo scopo di proteggere le scarse riserve di oro e valute delle quali le stesse banche centrali venivano in possesso.

Non deve meravigliare se in quegli anni le istituzioni finanziarie prevalessero di gran lunga sui mercati. Pensiamo in particolare a quegli “Istituti di credito speciale” che gli italiani credono di aver inventato loro, mentre invece sorsero e si svilupparono nella gran parte dei paesi, destinati a far da strumento alla gestione macroeconomica per scopi che, come ho già detto, potevano andare dalla piena occupazione al riarmo, alla guerra, alla ricostruzione, allo sviluppo accelerato.

Un'altra caratteristica di quegli anni difficili è il deciso prevalere, nella gran parte dei paesi, della proprietà pubblica in buona parte dei sistemi finanziari. Dopo il clamoroso fallimento del mercato, lo stato intervenne nel settore finanziario non solo come proprietario degli intermediari ma anche affidandone la gestione a manager pubblici animati non dalla filosofia della ricerca del massimo profitto, ma da obiettivi di occupazione, sviluppo, potenza. Quei manager si impegnarono col massimo delle proprie forze per mettere le economie nazionali al riparo delle conseguenze che i movimenti di capitali a breve comportavano per le sorti delle varie economie nazionali. Certo non si rifuggì dal ricorrere a estesi e severi controlli dei movimenti dei capitali tra piazze finanziarie quando sembrò che tali movimenti potessero mettere in pericolo il raggiungimento di importanti obiettivi macroeconomici o politici. Frequenti furono quindi le riforme delle architetture finanziarie nazionali che avevano come scopo l'assicurare alle autorità che i flussi finanziari destinati a settori o attività economiche ritenute di speciale importanza nazionale non fossero deviati verso altre destinazioni dal prevalere del mercato internazionale su quelli nazionali tramite la libera circolazione dei capitali finanziari.

2. I mercati finanziari non intermediati sono un fenomeno assai raro a livello sia nazionale che internazionale. Una visione rozza del mondo contrappone mercati e intermediari. Molto più realistico è pensare a intermediari che possono essere sia collegati l'uno all'altro direttamente o che invece comunicano tramite mercati sui quali si presentano sia come rappresentanti di operatori finali che come operatori per conto proprio. Una distinzione operativamente più fruttuosa è quella che vede una contrapposizione tra stati del mondo in cui mercati intermediati collegano debitori e creditori finali mediante la vendita e l'acquisto di obbligazioni finanziarie cartolarizzate e stati del mondo in cui il credito è concesso e ottenuto senza servirsi di strumenti cartolarizzati. Quindi, su un mercato finanziario strumenti di credito cartolarizzati sono comprati e venduti come se fossero merci standardizzate e come se i prezzi contenessero tutte le informazioni richieste per rendere possibile la transazione. Nel rapporto di credito, invece, non si finge che si verifichi una vendita. Un creditore presta a un debitore creando un deposito bancario, che poi viene ridepositato nel sistema bancario da colui nelle cui mani esso finisce a estinzione di una obbligazione reale nei confronti del debitore a cui la banca ha fatto il prestito creando il deposito.

La prima transazione è presentata come una normale compravendita. E' negoziata e conclusa in un contesto privo di dimensione temporale. In tal modo si spera di assoggettarla alle leggi che regolano le altre transazioni economiche, servendosi quindi della teoria dello scambio tradizionale. Si identificano un compratore, un venditore, una merce, un prezzo. Il secondo caso, invece, identifica una relazione che abbraccia due o più periodi temporali, dove le caratteristiche idiosincratichè dei contraenti sono della massima importanza nel processo decisionale che conduce alla effettiva realizzazione della transazione.

E' ovvio che l'una o l'altra transazione prevarrà a seconda delle effettive condizioni spaziali e temporali. Come ha scritto Hicks in “Valore e Capitale”, una relazione di credito ha bisogno di uno spazio confinato per venire in essere, spazio nel quale il debitore e il creditore si conoscono

personalmente. Le transazioni finanziarie che interessano parti spazialmente temporalmente o socialmente distanti tra loro sono in modo fittizio trasformate in pseudo-merci per permettere loro di esistere. Ogni transazione che le coinvolga deve essere definitiva. Una operazione di mercato deve venire in essere e i titoli scambiati devono essere descritti solo dai prezzi che spuntano. Chi compra i titoli non può sperare in una ri-contrattazione futura, o in un risarcimento di alcun tipo. Quel che è fatto è fatto.

L'opposto è vero per il credito, che interessa per definizione un gioco ripetuto, mentre la vendita di un titolo è un gioco ad un solo episodio.

Lo spazio tra questi due ideal-tipi, tuttavia, non è vuoto. Un prestito cartolarizzato non è una merce perfetta, descritta solo da quantità e prezzo. Resta un importante elemento di fiducia nella transazione, perché al prestito è stata fatta fittiziamente assumere una veste uni-dimensionale che non gli è naturale. Nel mercato sul quale i prestiti cartolarizzati sono comprati e venduti, quindi, troveremo una congerie di intermediari assai particolari, prestatori di garanzie, agenzie di rating, e quella figura onnipresente, il "market maker" l'agente che si specializza in un tipo di titoli e che ha la presunta funzione di stabilizzare il mercato in virtù della propria superiore conoscenza del particolare titolo che egli tratta., che gli permette di sapere se il prezzo al quale avviene lo scambio è alto o basso e dunque se vale la pena comprare o vendere. L'informazione asimmetrica si affaccia quindi anche in questo mondo nel quale dovrebbero esserci solo puri rapporti tra quantità e prezzi.

Se vogliamo generalizzare, dovremmo caratterizzare i periodi di bassa dispersione tra tassi di interesse come periodi felici nei quali la fiducia regna sui mercati e tra gli operatori, l'informazione asimmetrica si dissolve, e la gran parte dei prestiti sono negoziati su mercati organizzati, come vuole la teoria tradizionale, mercati sui quali le curve di domanda sono inclinate verso il basso, i "market maker" specializzati in particolari titoli operano senza incontrare difficoltà e i titoli sono distaccati dalle personalità di coloro che li hanno emessi.

I periodi marcati da una dispersione alta tra tassi, al contrario, coincidono con tempi nei quali la fiducia è in ritirata, l'incertezza prevale sul rischio assicurabile e le risorse finanziarie possono solo scorrere da creditore finale a debitore finale con l'intervento di un intermediario forte spesso appoggiato in maniera determinante dallo stato o addirittura di proprietà di quest'ultimo. Questi sono tempi in cui un sistema finanziario sembra costruito come uno zoo, dove le gabbie contengono ciascuna solo istituzioni finanziarie dello stesso tipo, perché alcune di esse devono essere protette da altre più aggressive. Sono tempi in cui priorità assolute prevalgono, come la difesa del paese o la lotta contro la disoccupazione di massa, e i governi sono chiamati a scegliere chi sono i vincenti e i perdenti nella trasformazione del sistema, a pianificare attraverso il sistema finanziario quali settori economici vogliono favorire e quali penalizzare.

La libertà dei flussi finanziari interregionali e internazionali in questi tempi duri è limitata. E' il prezzo da pagare in nome di più impellenti priorità.

3. Sono tempi di convergenza o di divergenza finanziaria quelli appena evocati? La teoria ortodossa sceglie di descrivere queste situazioni coll'espressione di "repressione finanziaria" e sembra voler indicare che se il mondo ne viene fuori i sistemi finanziari diverranno molto più omogenei. Tuttavia, se guardiamo a fotografie ideali dei sistemi finanziari nazionali prese nel periodo di massima repressione, quello che va dalla metà degli anni trenta alla metà degli anni cinquanta, ci colpisce quanto tali fotografie si somiglino tra loro. In quei due decenni, certo non tra i più fortunati nella storia del mondo, la proprietà pubblica delle istituzioni finanziarie prevalse su quella privata, la severa regolamentazione sulla libertà d'azione, le grandi banche si organizzarono in cartelli promossi dalle autorità pubbliche per controllare la concorrenza, i governi e le banche centrali si arrogarono il diritto di scegliere i vincitori tramite i controlli selettivi del credito, e di organizzare i flussi finanziari nei cosiddetti circuiti monetari, dove le risorse erano strettamente controllate dalla origine alla destinazione. Nella gran parte dei paesi le banche ricevevano direttive

ufficiali su dove collocare gli sportelli e su quando aprirli. Furono imposti stringenti controlli sui movimenti di capitali attraverso le frontiere. Il commercio estero fu irreggimentato e assoggettato a clearing bilaterali. Le banche centrali furono nazionalizzate e incluse in procedure di pianificazione statale che cercavano di massimizzare la produzione e l'occupazione anche a costo di sacrificare la libertà di scelta economica. La politica monetaria ridusse l'uso dei tassi di interesse come strumento principale e si affidò a rapporti preferenziali tra la banca centrale e le banche commerciali maggiori, allo scopo di massimizzare l'efficacia delle innovazioni monetarie.

Venne così in essere, in quei due decenni, un sistema finanziario mondiale in cui le strutture finanziarie nazionali potevano facilmente essere sovrapposte le une alle altre, senza lasciar fuori gran che. Prevalsa una sensazione di grande omogeneità: la repressione finanziaria regnava ovunque, e la sola differenza che emergesse era la dispersione dei tassi di interesse tra i vari centri, perché i flussi di capitali internazionali erano quasi ovunque assoggettati a rigidi controlli, così da dare libertà alle politiche monetarie nazionali. La convergenza dei tassi di interesse fu sacrificata in nome di una generale omogeneità strutturale, ma i singoli sistemi finanziari si rassomigliavano molto gli uni agli altri.

Nel primo dei suoi molti classici lavori "Un suggerimento per semplificare la teoria della moneta", John Hicks scriveva nel 1935 che persino in una economia capitalista decentralizzata, molte transazioni economiche sono rette da contratti che sono per loro natura di lungo periodo, e che non dovrebbero essere soggetti alla libera ricontrattazione tramite prezzi completamente liberi. Buona parte del sistema economico, egli affermava, è fatta di relazioni "fixprice" mentre una parte minore di esse è composta di relazioni "flexprice". In tal modo egli riproduceva una versione debole della relazione aristotelico-tomistica tra giustizia distributiva e giustizia commutativa. Se la giustizia commutativa, cioè il sistema a prezzi flessibili, è messa in condizioni di conquistare anche il dominio delle relazioni a prezzi fissi, l'intero sistema socio economico viene destabilizzato gravemente, privato di un centro di gravità naturale.

Sembra che gran parte del mondo riuscisse, alle soglie della seconda guerra mondiale, a dotarsi di ideali sistemi finanziari hicksiani. Così alla fine degli anni trenta il mondo appariva caratterizzato da grande convergenza finanziaria. Era stata ottenuta con misure giuridiche promulgate per segmentare i mercati nazionali e per separare ciascun mercato da tutti gli altri, bloccando i flussi di capitali internazionali.

4. La divergenza cominciò quindi nei decenni successivi. Per l'intervento di forze interne, che premevano per la liberalizzazione, che possono essere identificate nella grandi banche commerciali di New York, la manovra dei tassi di interesse fu reintrodotta come misura standard di politica monetaria negli Stati Uniti, allora come oggi il paese più ricco e potente del mondo. Ancor prima, nel 1947, i controlli sui prezzi, introdotti in tempo di guerra, erano aboliti negli Stati Uniti, per permettere alle imprese americane di beneficiare della carestia mondiale delle merci che esse producevano, vendendole al migliore offerente. Le enormi riserve d'oro che gli Stati Uniti avevano accumulato in aggiunta alla posizione del dollaro come moneta di riserva per tutto il mondo valsero a difendere gli Stati Uniti dalle conseguenze di quella tanto tempestiva liberalizzazione. Un grande movimento di concentrazione ebbe luogo negli Stati Uniti negli anni cinquanta, e i nuovi giganti che ne furono il frutto cominciarono a lottare tra loro per guadagnare quote di mercato, rivolgendosi ben presto anche contro le istituzioni protette che erano venute fuori dalle riforme rooseveltiane o che esistevano grazie a segmentazioni ancora precedenti. Ma le istituzioni protette godevano del favore di buona parte della classe politica, e ci volle parecchio ad espugnarle. Per farlo, le grandi banche inventarono innanzitutto il mercato dell'Eurodollaro, eludendo i limiti ai tassi di interesse massimi statuiti dalla Regulation Q della Federal Reserve, che esse erano tenute a rispettare negli Stati Uniti. Walt Wriston, capo della CityBank, inventò i Certificates of Deposit per

riuscire a portar via risorse ai Treasury Bill, che erano sicuri al 100% e perciò godevano del favore delle piccole banche provinciali come strumenti di tranquillo investimento.

Le grandi banche newyorchesi ambivano evidentemente a tornare a un sistema nel quale esse era state al centro di un mondo fatto di piccole banche, territorialmente limitate, alle quali esse erano legate dal mercato dei depositi interbancari. Lungi dall'essere il portato della natura, quel mondo era stato creato da una copiosa legislazione che, nel corso di un intero secolo, aveva badato a proteggere le banche piccole dalla tendenza alle reti bancarie che prevaleva in tutto il mondo e in particolare in tre paesi tanto diversi tra loro come Germania, Gran Bretagna e Canada. L'enorme accumulo di debito pubblico che ebbe luogo tra il 1935 e il 1945 aveva dato un grosso colpo al mercato dei depositi interbancari, perché le banche piccole avevano trovato nei titoli di stato uno strumento di investimento ideale, visto che il loro valore capitale era protetto dalla politica monetaria e fiscale del governo.

Da questo deriva il grande significato del famoso "divorzio" tra Tesoro e Federal Reserve del 1951, dal quale data la "riscoperta della politica monetaria". Le grandi banche volevano tornare a un tipo di repressione finanziaria, quello che le favoriva, liberandosi delle misure repressive imposte dalla depressione e dalle riforme rooseveltiane, che le penalizzavano.

5. Mentre negli Stati Uniti si dava corso a queste prime misure di liberalizzazione, il resto del mondo restava immerso nel sistema di prezzi fissi organizzato quasi ovunque per far fronte ai tremendi decenni tra le guerre e per finanziare la nuova guerra mondiale che li aveva seguiti. I paesi occidentali erano altresì spinti dalle pressioni americane a dotarsi di cambi estremamente deboli nei confronti del dollaro, perché il commercio internazionale potesse fiorire, visto che gli Stati Uniti avevano deciso di adottare una politica di porte aperte alle merci straniere, giocando il ruolo di consumatore e investitore per tutto il mondo, che avevano rifiutato nei decenni successivi alla prima guerra mondiale.

Alla fine degli anni cinquanta, tuttavia, i paesi sviluppati avevano visto i propri surplus commerciali trasformarsi velocemente da fattore positivo in motivo di imbarazzo, perché il dollaro da merce scarsa era divenuto troppo abbondante per le necessità mondiali a causa dei deficit dei conti esteri degli Stati Uniti. Il mercato dell'Eurodollaro, inventato dalle grandi banche americane per vincere la competizione delle banche piccole e accaparrarsi i fondi delle grandi imprese divenne a un tratto un luogo assai conveniente a occultare le riserve delle banche centrali europee, che divenivano sempre più ampie e le esponevano all'accusa di comportamento deflativo da parte delle autorità americane.

Le ampie e crescenti riserve di dollari nei forzieri delle loro banche centrali convinsero i paesi sviluppati a reintrodurre la convertibilità esterna per le loro monete, nella speranza di diminuire le pressioni rivalutative che si esercitavano su di loro.

Sotto la pressione che veniva dagli effetti esterni dei tentativi delle grandi banche americane di eludere la legislazione finanziaria interna, la repressione totale dei sistemi finanziari degli altri paesi sviluppati cominciò a dissolversi gradualmente. Con l'aiuto di una protratta sottovalutazione delle loro monete e di una pianificazione finanziaria che incanalava fondi a buon mercato verso settori considerati strategici per lo sviluppo, alcuni paesi sviluppati, in particolare i tre paesi sconfitti, Germania Italia e Giappone, erano in grado di favorire le grandi banche commerciali che, come negli Stati Uniti, vedevano il proprio sviluppo minacciato da piccole casse di risparmio e altre banche mutue che crescevano molto più velocemente di loro, con l'aiuto di una legislazione che le favoriva ampiamente. La liberalizzazione dei mercati finanziari dei paesi sviluppati, quindi, prese le mosse, come un cavallo di Troia, dal sistema finanziario internazionale, e il sistema a prezzi fissi che si era diffuso negli anni tra le guerre cominciò a crollare quasi ovunque.

Il suo smantellamento, tuttavia, procedè in Europa e Giappone assai più lentamente di quanto facesse negli Stati Uniti. Si diede, ad esempio, in quei paesi, un ruolo molto secondario ai mercati

azionari, mentre negli Stati Uniti una legislazione innovativa era promulgata allo scopo di fornire forti incentivi fiscali ai risparmiatori individuali che investivano in fondi pensione o in fondi di investimento. Questi sviluppi, uniti al sempre più importante movimento verso le fusioni e acquisizioni che investiva il mondo delle imprese, riportò in auge nel sistema finanziario americano le banche di investimento, che le riforme rooseveltiane avevano voluto punire. Alcune di esse erano state create proprio per ottemperare alle leggi che proibivano alle banche commerciali di negoziare titoli. Negli anni duri esse se l'erano cavata intermediando l'enorme debito pubblico venuto in essere per finanziare la seconda guerra mondiale. Esse avevano dunque le risorse per tornare in azione quando l'attività di investimento istituzionale fu lanciata dalle nuove leggi.

Ma la causa di gran lunga più importante della nuova fortuna che arrivò al sistema a prezzi flessibili nella economia mondiale è certo da trovarsi nella fine del sistema di Bretton Woods, che sopraggiunse, dopo molte avvisaglie, nel 1971-73. Il meccanismo di aggancio al dollaro da parte della gran maggioranza delle altre valute che era stato inaugurato a metà degli anni quaranta era infatti il sostegno più rilevante per il sistema "a prezzi fissi". Quando fu rimosso, quest'ultimo ebbe davvero i giorni contati. A un tratto, i paesi europei e il Giappone scoprirono che erano, a causa della quadruplicazione dei prezzi del petrolio nel 1973, in deficit strutturale nei confronti di paesi capaci di assai limitate importazioni di merci. A tenere in piedi il sistema a prezzi fissi erano certo stati anche gli estesi controlli sul movimento dei capitali che isolava i singoli mercati finanziari nazionali dai movimenti internazionali dei capitali e dalle conseguenze che essi avevano sulle condizioni del credito interne. I paesi esportatori di petrolio ora controllavano enormi quantità di risorse finanziarie che volevano tenere il più liquide possibile. I problemi di bilancia dei pagamenti nei paesi importatori potevano essere notevolmente diminuiti se in tali paesi fossero esistiti intermediari capaci di prenderli a prestito e riprestarli a più lungo termine a paesi che non avevano intermediari finanziari abbastanza affidabili per essere in grado di prendere a prestito direttamente dai paesi produttori di petrolio. Ciò richiedeva dare libertà di movimento alle grandi banche nazionali sui mercati finanziari internazionali, e ciò voleva dire abolire i controlli sui movimenti di capitale e liberare le grandi banche dall'obbligo morale di colludere con le banche centrali per rendere agevole l'attuazione delle politiche monetarie nazionali ricorrendo solo a variazioni modeste dei tassi di interesse. In quel modo aveva funzionato la politica monetaria in molti paesi fino ai primi anni settanta.

Non tutti i paesi furono in grado di trasformare i propri sistemi finanziari in quella direzione, e molti nemmeno lo vollero. Così, insieme ad una rinnovata centralità dei mercati azionari come meccanismi di redistribuzione della proprietà mobiliare e col ritorno in auge delle banche di investimento che l'accompagnò, il desiderio di intermediare il denaro dei paesi produttori di petrolio e la capacità di farlo conferendo alle grandi banche commerciali tutta la libertà d'azione della quale avevano bisogno cominciarono a far deviare i sistemi finanziari inglese e americano da quelli dei paesi dell'Europa continentale e del Giappone. Questi paesi scelsero invece di fronteggiare la sfida dello shock petrolifero aumentando la competitività delle proprie esportazioni con le svalutazioni, come accadde in Italia e in Francia, o con severe politiche dei redditi appoggiate da appropriate politiche monetarie, come accadde in Germania o con misure ancor più scopertamente corporative, come accadde in Giappone. I sistemi finanziari che quei paesi avevano ereditato dal periodo precedente, ancora notevolmente dirigistici, furono estremamente utili per incanalare risorse alle industrie esportatrici. La liberalizzazione dovette quindi attendere, mentre, al contrario, essa procedeva speditamente negli Stati Uniti. Di conseguenza, il tasso di divergenza tra i sistemi finanziari anglofoni e quelli degli altri paesi sviluppati aumentò, mentre i capitali a breve e a lunga si muovevano sempre più agevolmente e liberamente tra le varie piazze finanziarie, dando vita a un mercato internazionale dei capitali che in breve divenne enorme.

Negli altri paesi sviluppati il post-fordismo che aveva già conquistato l'industria americana non era ancora arrivato, e la trasformazione del sistema di controllo societario che esso portava con sé non si fece ancora vedere in Europa e in Giappone. La divergenza finanziaria tra i due gruppi di

paesi aumentò dunque ulteriormente perché in Europa e in Giappone pochissime delle fusioni e acquisizioni che ebbero luogo furono finanziate sui mercati. I sistemi pensionistici di quei paesi erano quasi completamente basati sui trasferimenti intergenerazionali di risorse organizzati a livello statale e ciò contribuì potentemente ad aumentare ulteriormente la divergenza tra i due tipi di sistemi finanziari, perché rese i fondi pensione, che invece si affermavano in Inghilterra e Stati Uniti, ampiamente inutili.

La divergenza finanziaria tra le due sponde dell' Atlantico e del Pacifico crebbe anche perché gli Stati Uniti scelsero di finanziare la guerra del Vietnam col debito pubblico e l' inflazione, stabilizzando allo stesso tempo la situazione sociale interna con l' introduzione di un costoso sistema di Welfare , la cosiddetta Great Society. Quando la guerra finì, tuttavia, l' inflazione non diminuì, poiché la liberalizzazione finanziaria forniva ancora all' economia americana grandi quantità di risorse finanziarie liquide e la Federal Reserve non riteneva opportuno frenare, imponendo misure restrittive. Quando il dollaro, di conseguenza, divenne eccessivamente debole e i titoli di stato americani scesero a quotazioni molto basse, alla Federal Reserve fu concessa libertà di imporre una forte e improvvisa stretta monetaria, che il nuovo presidente della stessa Fed, Paul Volcker , già sottosegretario al Tesoro negli anni sessanta, fu espressamente incaricato di mettere in atto una vigorosissima stretta monetaria dalla nuova Amministrazione repubblicana di Ronald Reagan, che però si riservò la libertà di praticare una politica fiscale espansiva e una spesa pubblica elevata per ottenere a un tempo burro e cannoni, riarmo e politica di Welfare.

6. Gli anni ottanta furono, nel dopoguerra, il periodo di massima divergenza finanziaria tra Stati Uniti e altri paesi sviluppati. Le autorità monetarie statunitensi avevano difficoltà crescenti nel praticare una politica monetaria veramente restrittiva. Il loro sistema finanziario era divenuto infatti tanto eterogeneo e competitivo da riuscire a funzionare con un livello estremamente basso di riserve liquide. L' enorme categoria delle istituzioni di risparmio, molto protette politicamente, ad esempio, non riuscì nonostante la protezione a resistere alla disintermediazione che subiva dagli altri intermediari finanziari, quali i Money Market Mutual Funds, che erano spuntati a raccogliere i depositi di miglior qualità. La crisi della Savings and Loans è stata narrata talmente spesso che è necessario solo farvi accenno. La soluzione di essa richiese un totale di risorse pubblica che oscilla tra i duecento e i quattrocento miliardi di dollari secondo le stime, e servì ad impedire il crollo dell' intero comparto del finanziamento del settore edilizio. Questo gigantesco intervento certo non aiutò la severità della politica monetaria. L' emergere nel settore finanziario di intermediari istituzionali , come fondi pensione e di investimento, che avevano la necessità di mostrare ai loro clienti continui progressi nelle proprie quotazioni, aggiunse fuoco ad un sistema finanziario che già si muoveva verso la creazione di una bolla dei valori mobiliari , perché grandi quantità di risorse si rovesciarono su settori dai quali ci si attendeva una rapida crescita. Ogni tentativo della Fed di far sgonfiare la bolla speculativa induceva una rapida e pesante caduta dei prezzi dei valori mobiliari, seguita da analoghi movimenti nella economia reale, e una immediata invocazione corale che saliva dai mercati per fermare la mano alla Fed.

Gli altri paesi sviluppati guardavano meravigliati l' enorme economia americana passare dal boom alla esplosione della bolla, caricarsi dei "deficit gemelli" , mentre allo stesso tempo milioni di posti di lavoro industriali erano distrutti e altrettanti, e forse più, se ne creavano nel settore dei servizi.

Essi reagirono cercando, gli europei, di isolarsi dalle conseguenze negative delle politiche americane, mentre erano ben felici che qualcuno mantenesse alto il tono della domanda mondiale che permetteva l' assorbimento agevole delle loro esportazioni. Lo SME fu creato proprio a questo scopo. Nelle intenzioni dei creatori, doveva salvare quanto più si poteva del sistema europeo "a prezzi fissi" , mettendo l' Europa a riparo dalle oscillazioni del Dollaro. La politica agricola comune , ad esempio, era un gigantesco schema a prezzi fissi, basato sul Dollaro, e sull' ipotesi forte che

esso rimanesse stabile. Lo Sme cercò di tenerla in vita organizzando una fluttuazione congiunta delle monete europee nei confronti del dollaro, che impedisse al marco tedesco di apprezzarsi nei confronti delle altre monete europee che tendevano a seguire il dollaro quando diventava debole. Lo SME fu dunque un tentativo di mantenere la competitività dell'industria tedesca in Europa, di limitare i movimenti di capitale a breve tra piazze europee indotti dalle aspettative sui cambi, e di salvare quel sistema di prezzi amministrati e rivisti periodicamente che era la PAC.

Può essere di qualche interesse studiare se la fase di dollaro forte che coincise con la politica fiscale fuori controllo e la politica monetaria restrittiva della Amministrazione Reagan abbia accelerato o ritardato il passo della convergenza finanziaria mondiale. Con l'arrivo dei repubblicani, la liberalizzazione finanziaria negli Stati Uniti accelerò in maniera significativa, sebbene anche Carter avesse mostrato una notevole predilezione nei suoi confronti. Ciò significò una ulteriore perdita di controllo da parte della Fed sulla massa monetaria, dato che un crescente numero di sostituti della moneta e dei depositi bancari veniva introdotto da istituzioni tra loro competitive. Ma anche dopo che Volcker prese il timone alla Fed, una politica monetaria restrittiva poté essere messa in atto solo mediante feroci aumenti dei tassi di interesse, perché erano gli unici ad avere ormai effetti. Nicholas Kaldor, nel suo Memorandum per il Radcliffe Report a metà degli anni cinquanta, aveva correttamente previsto che la liberalizzazione finanziaria avrebbe sortito esattamente quell'effetto, rendendo impossibile qualsiasi tipo di fine tuning monetario. Le autorità monetarie americane ebbero modo di accorgersi ben presto della correttezza della profezia kaldoriana nei primi anni ottanta. Dovendo combattere una inflazione a due cifre, riuscirono a rendere efficace la politica monetaria solo facendo fare un gran salto ai tassi sui Federal Funds di cui si servivano come variabile di controllo. Questo indusse un enorme afflusso di capitali a breve a New York e rafforzò il dollaro fino a livelli tali da deprimere le esportazioni americane e da incrementare le importazioni. I prezzi dei titoli a reddito fisso divennero talmente elevati in confronto alle azioni da attirare grandi quantità di capitali americani e stranieri, mentre Wall Street restava depressa.

Con l'Accordo del Plaza del 1985 gli Stati Uniti cambiarono radicalmente rotta. La Fed cominciò ad abbassare i suoi tassi, il denaro rifluì verso la Borsa di New York, e indusse un gigantesco boom dei corsi. Il dollaro si indebolì velocemente e provocò un rapido afflusso di capitali a breve verso le piazze europee, rendendo anche le monete europee improvvisamente abbastanza forti da giustificare un passo ulteriore nel processo di integrazione europea, che fu suggerito da Jacques Delors nel suo Rapporto. Si stabilì un preciso calendario per la creazione di una moneta unica europea e per un mercato unico europeo. E, naturalmente, la creazione di un mercato finanziario unico europeo doveva essere uno dei risultati più importanti sperati dall'intero processo di rilancio della integrazione europea promosso da Delors.

E' utile chiedersi che tipo di sviluppo finanziario prevedesse Delors per l'Europa. Doveva essere una imitazione della esperienza americana, o qualcosa di diverso? Non c'è dubbio che gli estensori del Rapporto e coloro che attuarono le Direttive della Commissione europea avevano lo scopo di realizzare un piano contenuto nel rapporto che era diretto specificamente a creare le condizioni istituzionali che impedissero all'Europa di seguire l'esperienza americana. Nella seconda metà degli anni ottanta, al contrario di quanto sarebbe accaduto nel decennio successivo, il modello americano non aveva attorno a sé un alone di grande successo. Nell'ottobre del 1987 la borsa di New York esplodeva nella maggior crisi dal 1929 ed era salvata da una Fed, al cui timone si era appena assiso Alan Greenspan, meglio visto dai politici repubblicani di Paul Volcker, con una operazione di credito di ultima istanza portata avanti col massimo dell'energia. La debacle delle Savings and Loans si era appena consumata. In entrambi i casi, un enorme quantità di fondi pubblici aveva dovuto essere utilizzata per impedire un meltdown finanziario negli Stati Uniti. Persino sul fronte macroeconomico, l'esperienza americana appariva men che lusinghiera. E, iniziando il nuovo decennio col piede sbagliato, la Fed era costretta, tra il 1990 e il 1992, a condurre un'altra fase estremamente permissiva della politica monetaria, per impedire la bancarotta del sistema

bancario americano, spossato da gravi perdite in vari settori, come quello edilizio, e gravato dalla caduta dei valori di borsa delle azioni bancarie.

In complesso, perciò, il modello americano appariva assai poco degno di essere imitato in quel torno di tempo. E uno sguardo anche superficiale al Trattato di Maastricht mostra che la Banca Centrale Europea fu concepita come qualcosa di nettamente diverso dalla Fed. Mentre questa aveva uno statuto (la legge istitutiva del 1912) che metteva in rilievo il ruolo che la banca centrale americana era chiamata a svolgere per stabilizzare il mercato finanziario scampato appena alla crisi del 1907, la BCE era disegnata come una istituzione destinata a lottare contro l'inflazione a mezzo di strumenti francamente ispirati alla dottrina monetarista. Nelle bozze del Trattato di Maastricht, i banchieri centrali europei avevano inserito tra i compiti della BCE quello della vigilanza prudenziale sul sistema bancario. Ma nella stesura definitiva del Trattato questo compito era previsto in maniera eventuale con giri di frase abbastanza contorti. Sia nel trattato che nelle Direttive della Commissione europea, il mercato finanziario unico europeo era concepito come nettamente banco-centrico e le banche europee del futuro erano concepite di tipo tedesco, cioè come banche universali.

In definitiva, gli anni ottanta si poteva dire si concludessero con una generalizzata visione negativa dei sistemi mercato-centrici, dato che anche le enormi banche giapponesi, prendendo a prestito il modello tedesco, erano cresciute a un tasso talmente elevato da divenire le maggiori del mondo per grandezza di depositi o di attivi, aiutate naturalmente dall'enorme surplus della bilancia dei pagamenti giapponese che esse usavano come materia prima per il proprio sviluppo in campo internazionale.

7. E fu proprio il tentativo di tarpare le ali al loro fenomenale sviluppo internazionale che diede vita al primo Concordato di Basilea sui margini di capitale. Ma, realizzando ancora una volta la legge delle conseguenze inattese, la messa in atto del Concordato provocò innanzitutto un indebolimento delle grandi banche americane e solo successivamente il freno allo sviluppo delle banche giapponesi e insieme ad esso il blocco dell'intera economia giapponese per il decennio successivo.

Le banche giapponesi erano notoriamente sottocapitalizzate per gli standard anglo-americani. Ma la Fed richiedeva bassi margini di capitale anche dalle grandi banche americane, rispetto alla media del sistema. L'otto per cento richiesto dal Concordato di Basilea aveva lo scopo di fermare l'ascesa delle grandi banche giapponesi. Ma all'inizio esso servì a bloccare le grandi banche americane. Il boom della borsa di Tokio, continuato dopo il 1987, permise infatti alle grandi banche giapponesi di attingere risorse dal mercato azionario, perché i corsi delle loro azioni crescevano. Al contrario, dopo l'ottobre del 1987, le grandi banche americane, che avevano necessità di attingere capitali dal mercato azionario per soddisfare in nuovi requisiti di Basilea, perché il boom del settore immobiliare si era sgonfiato e le aveva lasciate con una quantità di crediti in sofferenza, non poterono rivolgersi al mercato azionario, perché i corsi delle loro azioni erano crollati. Il credito bancario, di conseguenza, si fermò bruscamente negli Stati Uniti, mentre procedeva in Giappone, tanto da provocare una subitanea interruzione della politica monetaria restrittiva della Fed.

Nel 1990, la Banca centrale giapponese si inchinò alle sempre più perentorie richieste degli altri paesi sviluppati, con in testa Stati Uniti e Gran Bretagna, e permise la rivalutazione dello yen, che aveva fino ad allora impedito intervenendo sui mercati dei cambi, mediante una energica restrizione creditizia. La bolla speculativa che si era gonfiata nel mercato immobiliare giapponese e in quello finanziario finalmente scoppiò, e il valore delle azioni delle imprese che le banche giapponesi avevano in portafoglio crollò, inducendole a richiamare il credito alle imprese stesse. La trappola del concordato di Basilea si chiuse infine sulla vittima per la quale essa era stata ideata.

Il decennio degli anni ottanta si concludeva pertanto senza che si potesse individuare una chiara tendenza che portasse i sistemi finanziari a trasformarsi da banco-centrici in mercato-centrici. La grande ondata di riciclaggio dei petro-dollari che le banche americane e inglesi avevano cavalcato

negli anni settanta, perché le loro autorità di controllo le avevano prontamente liberate dalle pastoie dirigistiche precedenti per permetter loro di sfruttare appieno le nuove opportunità che si presentavano, era finita con le crisi del Messico e degli altri paesi latino americani all' inizio degli anni ottanta. La nuova amministrazione repubblicana aveva, con le sue misure liberalizzatrici del 1980, rapidamente causato il disastro delle Savings and Loans. L' ottobre del 1987 aveva visto la peggior crisi di Wall Street dal 1929. Sembrava dunque che la memorabile frase di Carlos Diaz Alejandro “ good bye financial repression, hello financial chaos” fosse destinata a descrivere non solo la situazione latino americana , ma quella dell' intero nuovo continente. L' improvviso cambiamento di modello, dal Fixprice al Flexprice, sembrava aver portato il caos anche l' enorme mercato finanziario degli Stati Uniti.

Come ho già notato, se dobbiamo giudicare dalla filosofia del Rapporto Delors e del Trattato di Maastricht, la gestione della politica monetaria americana era da considerarsi un esempio altamente negativo assolutamente da evitare di ripetere. Né gli ulteriori sviluppi del mercato finanziario americano venivano visti a quel momento in Europa con occhio più benevolo. La riorganizzazione della Unione Europea aveva lo scopo di dare all'Europa un efficace sistema di difesa contro gli effetti spiacevoli degli eccessi di liberalizzazione americani. Alla fine degli anni ottanta si percepiva la minaccia giapponese, non quella americana, e le istituzioni giapponesi apparivano a tutti, compresi gli americani, come quelle maggiormente degne di essere imitate. Si parlava, come si ricorderà, diffusamente di superiorità del modello asiatico.

Né gli anni immediatamente seguenti, nel nuovo decennio, sembravano far balenare l' avvento di una decisa supremazia dei mercati rispetto alle banche. Negli anni ottanta la teoria della informazione aveva ricevuto nuovo impulso. Nella sua applicazione alla finanza, essa mostrava la chiara superiorità delle banche rispetto ai mercati, e del debito rispetto alle azioni come metodo di finanziamento delle imprese. Le sue conclusioni, insieme ad una visione favorevole dei sistemi giapponese ed europeo, esercitarono una notevole influenza sul programma economico col quale Bill Clinton vinse le elezioni del 1992. Il gruppo di economisti messo insieme da Laura D'Andrea , presidente del Consiglio Economico del Presidente, contava alcuni membri , come Joseph Stiglitz, che avevano contribuito personalmente e in modo decisivo alla nuova teoria dell' informazione. In generale, essi sembravano favorire l' avvento negli Stati Uniti di una politica industriale che desse nuova vita alle industrie americane, mediante specialmente infusioni di “denaro paziente” all' uso europeo e giapponese. L' intervento dello stato per favorire le concentrazioni nell' industria aerospaziale può essere ricordata come una delle prime mosse della nuova amministrazione nel campo della politica economica. Altri protagonisti della nuova teoria della informazione, come Alan Blinder e Janet Yellen, erano nominati dalla amministrazione Clinton a far parte del Consiglio dei governatori del Sistema della Riserva Federale.

8. E' interessante paragonare questa unanimità di opinioni accademiche e politiche sulla superiorità dei metodi di organizzazione finanziaria giapponesi ed europei con la unanimità di opinione accademica e politica sulla superiorità dei sistemi mercato-centrici che si è stabilita a partire dalla seconda metà degli anni novanta. Non si è potuto aprire una rivista scientifica di economia senza essere assoggettati ad un vero e proprio bombardamento di ricerca applicata e teorica tesa a mostrare la superiorità indubbia della proprietà dispersa su quella concentrata, dei mercati finanziari sulle banche, dei sistemi di diritto comune su quelli di diritto civile. E, il che è anche più direttamente rilevante, abbiamo visto le autorità politiche giapponesi ed europee agire rapidamente per introdurre, ad esempio, borse valori imitate dal Nasdaq, specializzate nel quotare e negoziare titoli di società che si proponevano di operare nella “nuova economia”. Il “venture capital” , uno dei protagonisti della stessa “nuova economia” negli Stati Uniti, è stato studiato e analizzato, in Europa e Giappone, in tutti i più minuti dettagli, allo scopo di imitarlo.

Come è stato possibile che si sia verificato un voltafaccia tanto rapido e tanto radicale in tutto il mondo allo stesso tempo?

Non c'è dubbio sul ruolo critico che la "Internet Revolution" ha avuto nel convincere le autorità e le pubbliche opinioni, in tutto il mondo, sulla superiorità del sistema finanziario americano. Ma è altrettanto importante notare la parte che la politica monetaria ha avuto nei primi anni novanta nel sostenere o persino determinare la rapida ripresa del sistema bancario americano dopo la sua crisi severa e l'influenza che il successo di tale politica ha esercitato sulla politica monetaria del Giappone negli anni immediatamente successivi.

Tra il 1990 e il 1993, Alan Greenspan allagò il mercato finanziario americano di liquidità con operazioni di mercato aperto che fecero precipitare rapidamente i tassi di interesse a livelli bassi quanto quasi mai si era visto nella storia americana. Le banche americane usarono la liquidità messa a loro disposizione per comprare titoli di stato, i cui prezzi salirono rapidamente, dando loro guadagni di capitale tanto cospicui da risanare i loro bilanci. Parecchia di quella liquidità superò le frontiere finanziarie degli Stati Uniti, e si diresse a comprare azioni e obbligazioni in tutto il mondo. Ma abbastanza ne rimase all'interno degli Stati Uniti e diede vita a un clamoroso boom di borsa. Una politica monetaria espansiva era esattamente quello di cui la "internet revolution" aveva bisogno per trasformarsi in un boom di borsa. Alan Greenspan tentò di ridurre che la velocità della macchina finanziaria aveva acquistato a causa delle sue misure di espansione monetaria nei primi anni novanta. Egli aumentò il tasso sui Federal Funds nel Febbraio del 1994. Ciò portò rapidamente l'amministrazione Clinton a confrontarsi con una nuova crisi finanziaria messicana, che si propagò rapidamente all'America Latina e al resto del mondo. Ma questa volta non erano state le banche imprudenti a concedere prestiti troppo generosi a clienti poco solidi. Il concordato di Basilea era riuscito infatti a portare molti rischi fuori dei bilanci delle banche e ad affidarli a strumenti negoziabili sui mercati finanziari da parte di intermediari specializzati e destinati a prenditori finali come i fondi pensione e di investimento e le società di assicurazione. Poiché la legge americana proibiva alle banche commerciali di negoziare titoli, gli anni novanta furono dominati, dal punto di vista finanziario, dalle banche di investimento. Questo trend fu rinforzato dal fatto che la rapida crescita del rischio non diversificabile che alcuni di noi preferiscono chiamare incertezza, dovuto al collasso dell'Unione Sovietica e alla diminuzione della sicurezza mondiale che esso comportava, al cambiamento tecnologico rapidissimo, all'arrivo di nuovi attori geopolitici come la Unione Europea rinforzata da Maastricht, e in generale alla globalizzazione, rese il ricorso alla finanza basata sui titoli, sia azioni che obbligazioni, un passo obbligato, specialmente perché le banche erano state gradualmente assoggettate a strette regole di capitale in tutti i paesi membri della BIS.

Gli studiosi che hanno fatto di più per introdurre la nuova economia dell'informazione nella teoria economica sono stati insigniti recentemente del Premio Nobel. L'ultimo decennio, tuttavia, ha visto il mondo sviluppato e gli Stati Uniti in particolare, muovere esattamente verso quei modelli di informazione finanziaria che proprio i nuovi premi Nobel considerano, nei loro scritti, non ottimali.

In un articolo del 1999, Allen e Santomero hanno notato come gli anni novanta abbiano visto il trasferimento di notevoli quantità di rischio, attraverso i mercati intermediati, ai risparmiatori finali, gli individui e le famiglie, mentre le banche sono state, dalle regole di Basilea e dalla feroce concorrenza alla quale sono state assoggettate dai mercati e dagli altri intermediari, rapidamente costrette a uscire dalla funzione di spalmare i rischi intertemporalmente, che era stata la loro tradizionale area di operazioni.

Ciò richiede una accumulazione ciclica di riserve che è, nelle dure condizioni competitive che prevalgono attualmente nel mercato finanziario americano, divenuta in pratica impossibile. A causa della lenta eutanasia della banca tradizionale, si sono affermati negli Stati Uniti mercati e istituzioni che non sono in grado di spalmare il rischio intertemporalmente. Le banche di investimento fioriscono in un simile contesto, e stanno facendo di tutto per vederlo estendersi al mondo intero.

Non deve dunque sorprendere se la loro strategia è divenuta la strategia delle organizzazioni finanziarie internazionali, delle banche centrali, e persino della comunità scientifica internazionale. Quest'ultima mostra una dose notevole di schizofrenia quando allo stesso tempo plaude alle scelte del comitato Nobel e conduce ricerche teoriche e applicate volte a mostrare che il diritto comune è superiore al diritto civile, perché favorisce i creditori sui debitori, che i mercati sono superiori alle banche come meccanismi allocativi e che allo scopo di assicurarne il buon funzionamento i governi e le istituzioni finanziarie internazionali devono operare per favorire una maggior trasparenza, difesa dei diritti degli azionisti di minoranza, leggi fallimentari efficienti, maggior flessibilità delle procedure legali, quale i sistemi di diritto comune si sostiene riescano ad assicurare meglio di quelli di diritto civile. Se uno legge questa lista di desideri, essa sembra mirata a render più facile al risparmiatore individuale sopportare i rischi di cui il sistema dei mercati e delle banche di investimento che ora prevale negli Stati Uniti non vuole più farsi carico.

Ma, se le cose hanno avuto lo sviluppo che esse hanno avuto negli Stati Uniti, specialmente perché la struttura legale ha incoraggiato il trend di fuga dalla funzione di trasferimento intertemporale dei rischi, e verso il ritorno alla sopportazione del rischio da parte del risparmiatore finale, è difficile comprendere perché i paesi che hanno inventato le istituzioni specializzate nella funzione di trasferimento intertemporale del rischio e che le hanno perfezionate nel corso dei secoli debbano piegarsi tanto di buon grado alle strategie delle banche di investimento (quasi nessuna delle quali è di proprietà di loro cittadini) fino al punto di adottarle come politica finanziaria ufficiale. Solo dieci anni fa i paesi dell'unione Europea stavano cercando di realizzare una unione monetaria e un sistema finanziario unico basati su principi radicalmente differenti, persino opposti a quelli propugnati dalle banche di investimento.

Cosa è dunque accaduto che li ha spinti a cambiare tanto radicalmente, a disfarsi tanto rapidamente di principi così consolidati?

E' stata probabilmente l'applicazione troppo rigida e stolidi dei principi alternativi che li ha condotti a sperimentare dieci anni di crescita lenta, bassa occupazione ed evidente inferiorità tecnologica. Essi decisero di instaurare una moneta unica per ottenere una maggiore integrazione europea. Ma, per convincere i possessori della migliore moneta europea, i cittadini tedeschi, a disfarsene a favore dell'Euro, hanno dovuto accettare un diktat del governo tedesco, il famoso patto di stabilità e sviluppo, e una Banca centrale europea dedita esclusivamente alla lotta all'inflazione. Si sono dunque costretti a una doppia preferenza per la deflazione, proprio quando la banca centrale americana si stava muovendo verso una nuova funzione di prestatore di ultima istanza strutturale per mantenere la stabilità a un sistema privo di istituzioni dedite al trasferimento intertemporale dei rischi, e di conseguenza strutturalmente in deficit di liquidità.

La Fed si è mossa verso una funzione di fornitore di liquidità primaria a un mercato strutturalmente privo di riserve liquide e con tale mossa ha assicurato all'economia americana un decennio di sviluppo rapido, di grandi investimenti fissi specialmente nei nuovi settori di crescita, mentre grazie al tasso di sviluppo rapido il governo americano si assicurava un equilibrio fiscale ottenuto con la crescita delle entrate e la riduzione delle spese per il welfare e la difesa.

Gli europei hanno avuto dunque il torto di volere la botte piena e la moglie ubriaca. Hanno promosso insieme la generosità nella spesa pubblica e la virtù nelle entrate pubbliche, hanno promulgato leggi e direttive che favorivano la crescita dei mercati, allo stesso tempo permettendo alle proprie banche di continuare a svolgere tutti i ruoli e le funzioni che negli Stati Uniti sono ormai riservati a istituzioni specializzate. La politica monetaria della BCE è stata assai meno espansiva di quella della Fed. Come risultato, la crescita in Europa è stata più lenta che negli Stati Uniti negli ultimi anni e la divergenza finanziaria tra le due sponde dell'Atlantico è aumentata, sebbene i complessi di inferiorità europei verso gli Stati Uniti motivassero quelle che apparivano come riforme finanziarie epocali in Europa.