

# Globalizzazione, squilibrio e crisi

FERDINANDO TARGETTI e ROBERTO TAMBORINI

(Pubblicato in *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, a cura di Emilio Barucci e Marcello Messori, Egea, Milano 2009)

## 1. Introduzione

La crisi finanziaria innescata dalla sovraesposizione degli istituti di prestito immobiliare negli Stati Uniti nel 2007 e le minacce di recessione mondiale sono solo gli elementi più eclatanti di un quadro economico internazionale irto di difficoltà e di tensioni in atto da assai più lungo tempo: gli squilibri dei pagamenti tra le aree del mondo, l'andamento sempre più divergente tra euro e dollaro, il ruolo prorompente ma ancora incerto e indefinito dei paesi emergenti dell'Asia e dell'America Latina sulla scena mondiale, la debolezza delle istituzioni di controllo e regolazione di mercati finanziari e delle politiche economiche.

Lo scopo di questo capitolo è di evidenziare le connessioni tra i *global imbalances* del sistema mondiale e la crisi finanziaria. Quando le polveri delle macerie si saranno posate, probabilmente si vedrà che questa vicenda racchiude in sé tutte le luci e le ombre della nostra era globale. Da un lato, le enormi opportunità di accesso alla finanza fino ai settori meno abbienti della società (i quali ne sarebbero effettivamente i più bisognosi) grazie alla moltiplicazione degli strumenti di diversificazione e trasformazione del rischio anche su scala geografica<sup>1</sup>. Non era forse bello e giusto dare finalmente anche alle masse precarie una casa, un'automobile e una carta di credito, sganciarne il tenore di vita dalla miseria dei salari globalizzati, spargendone i rischi sul resto del mondo che se li può permettere? Dall'altro, le altrettanto enormi difficoltà, anche tecniche e concettuali, di gestire in maniera appropriata una catena del rischio sempre più lunga, ramificata e complessa, sempre meno trasparente, misurabile, accessibile a organi di

---

<sup>1</sup> Cfr. R. J. Shiller, *The New Financial Order*, Princeton, Princeton University Press, 2008; tr. it., *Il nuovo ordine finanziario. Il rischio nel XXI secolo*, Milano, Il Sole 24 Ore.

controllo e di regolazione imprigionati nella gabbia preglobale dello stato nazione.

La lettura in chiave di "sogno americano" (infranto?) dei mutui *subprime* si collega al dossier dei *global imbalances* in quanto i flussi finanziari internazionali sottostanti ai prestiti immobiliari americani, prevalentemente interni, erano uno dei tanti affluenti nell'imponente fiume di denaro mondiale che senza soste allevia la sete finanziaria dell'economia americana da un quarto di secolo a questa parte. E' questo il fulcro dell'analisi della crisi finanziaria e dei suoi molteplici effetti, che intendiamo proporre in questo capitolo.

## 2. Squilibri macroeconomici globali

### 2.1. Qual è il problema?

Il termine *global imbalances* sta ad indicare persistenti squilibri dei pagamenti internazionali tra diverse aree del mondo. La Tabella 1 dà un'idea del problema in termini di saldi di conto corrente (esportazioni – importazioni di merci e servizi, e pagamenti di redditi e interessi). Per oltre tre decenni, dalla fine degli Accordi di Bretton Woods nel 1971, si sono consolidati e ampliati due principali fattori di squilibrio. Il primo è il forte avanzo strutturale dei paesi esportatori di petrolio concentrati in Medio Oriente. Il secondo è il crescente disavanzo degli Stati Uniti, i quali sono in rosso ininterrottamente dal 1982. Nel 2007 il disavanzo di parte corrente ha superato i 900 miliardi di dollari, circa il 6% del PIL.

Tabella 1. Saldi di conto corrente, % PIL

	1980	1985	1990	1995	2000	2007
Giappone	-1	3.8	1.4	2.1	2.6	4.5
Stati Uniti	0.1	-2.8	-1.4	-1.5	-4.3	-5.7
Area euro	-2.6	-0.3	-0.9	1.5	-0.6	-0.2
Asia emergente	-1	-2.8	-1.2	-2.3	1.7	6.9
Medio oriente	19.6	-0.1	1.3	0.3	11.4	16.7

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2007

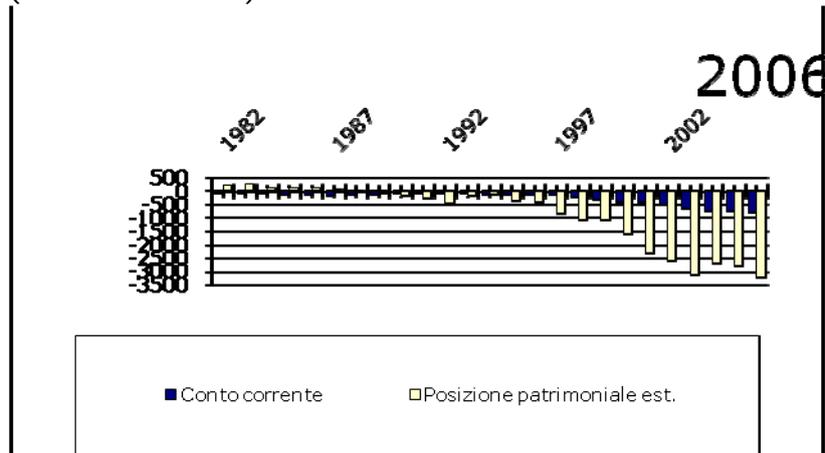
I fornitori degli Stati Uniti sono principalmente due, entrambi al di là del Pacifico. Primo, in ordine cronologico, il Giappone. Negli ultimi quindici anni i paesi asiatici emergenti (India, Cina, Sud-Est), che si sono inseriti nel commercio mondiale e hanno adottato modelli tirati dalle esportazioni. Gli Stati Uniti hanno preso ad assorbire, in condizioni di cambio stabile,

quantità crescenti di prodotti asiatici a basso costo, che hanno mantenuti bassi i salari interni e l'inflazione. I paesi esportatori (Europa inclusa, pur mantenendo un sostanziale equilibrio di conto corrente) hanno goduto a loro volta di un lungo periodo di traino delle proprie esportazioni da parte della "locomotiva" americana, in un contesto di moderazione di prezzi e salari. Il commercio mondiale è cresciuto a ritmi elevati, e così il reddito procapite di numerosi paesi che hanno colto la sfida della globalizzazione. Essendosi collocati in una posizione di esportatori netti, e di accumulatori di riserve valutarie, questi paesi hanno evitato i rischi finanziari della globalizzazione, che avevano colpito duramente i neo-globalizzati del decennio precedente. I temuti funzionari del Fondo monetario internazionale (FMI) hanno goduto di un lungo periodo di riposo e di riflessione (e forse anche di accidia).

I macroeconomisti (specialmente americani) hanno definito il decennio di fine secolo *The Great Moderation* (il termine si richiama a due infausti precedenti storici, *The Great Depression* degli anni '30 e *The Great Inflation* degli anni '70). Si è dibattuto sui meriti: una serie di favorevoli circostanze storiche oppure il successo delle ricette di politica economica prodotte dai macroeconomisti stessi e attuate con perizia dalla due maggiori autorità monetarie mondiale, la Riserva federale americana (sotto la guida di Alan Greenspan, acclamato come miglior banchiere centrale del secolo) e la neonata Banca centrale europea (BCE)? Poco si è dibattuto sulle ombre, dietro le luci, della scena mondiale *fin de siècle*, sulla sua solidità e sostenibilità di lungo termine.

Il problema è che gli squilibri dei pagamenti internazionali, su cui si è retta la *Great Moderation*, hanno numerosi effetti collaterali, che minano la stabilità economica mondiale. Il più importante riguarda la loro contropartita finanziaria. Un paese con un persistente disavanzo di parte corrente, come gli Stati Uniti, tipicamente ha anche un afflusso di capitali finanziari dal resto del mondo. A loro volta, questi ultimi sono il risultato di emissioni di titoli (azioni, obbligazioni pubbliche e private, ecc.) acquistati da soggetti esteri. In sintesi: un disavanzo di parte corrente comporta un aumento netto del debito estero. La posizione patrimoniale netta verso l'estero degli Stati Uniti è diventata negativa dal 1989. Nel 2007 erano il paese con il più alto passivo netto, oltre 2600 miliardi di dollari, pari a quasi il 20% del PIL (secondo il FMI; le cifre però sono molto controverse)

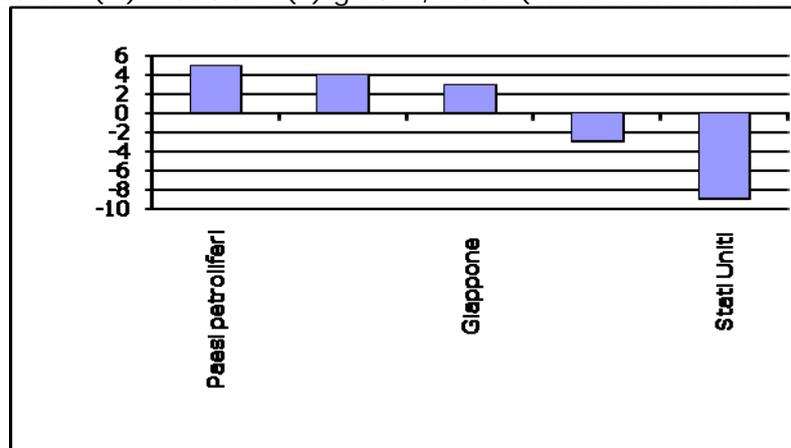
Figura 1. Saldi di conto corrente e posizione patrimoniale estera degli Stati Uniti, 1982-2006 (miliardi di dollari)



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2007

Per un confronto internazionale omogeneo si può prendere a riferimento il PIL mondiale, come in Figura 2. Gli Stati Uniti sono il debitore primario con quasi il 10% del PIL mondiale, seguiti dalla Unione monetaria europea (UME) con circa il 3%. I creditori globali sono i paesi petroliferi, il Giappone e i paesi emergenti asiatici. Se si esclude il Giappone, si osserva il noto paradosso per cui la globalizzazione ha fatto sì che i paesi in via di sviluppo siano diventati creditori dei paesi ricchi anziché il contrario.

Figura 2. Creditori (+) e debitori (-) globali, 2007 (% del PIL mondiale)



F. Targetti, A Fracasso, *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche, istituzioni*, Milano, Brioschi, 2008, pag. 260

In ultima analisi, la sostenibilità di uno squilibrio internazionale riguarda la capacità del paese in disavanzo di far fronte ai propri impegni di *pagamento in conto capitale*, stante il fatto che, come è stato spiegato, tale

paese vede crescere il proprio debito estero e i relativi pagamenti d'interessi. Come reagiscono i mercati finanziari, segnatamente i creditori del paese, a questa prospettiva? La forza intrinseca dell'economia reale americana, la sua illimitata credibilità finanziaria, il beneficio che i suoi creditori hanno ricevuto grazie alla continua espansione della domanda americana per le loro merci e i loro risparmi, sono fattori che hanno lungamente attenuato la percezione del problema e la ricerca di soluzioni. Tuttavia, come nel caso dei terremoti, il fatto che l'accumulazione dello squilibrio sia lenta, e la manifestazione del fenomeno di "aggiustamento" possa essere molto distante nel tempo, non fornisce una buona ragione per ignorare il problema. Non sappiamo quando, ma sappiamo che succederà. Anzi, la prima forte scossa è già arrivata, come vedremo meglio in seguito.

## 2.2. Cause e (mancati) rimedi

L'individuazione delle cause degli squilibri macroeconomici globali è materia complessa e dibattuta. In linea generale, e sufficientemente semplice, possiamo dire che si determina un sistema di prezzi delle merci, dei costi dei fattori produttivi, dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio tali per cui un paese ("Stati Uniti") domanda più risorse (consumi e investimenti privati, spesa pubblica) di quante ne produce, a fronte di un altro ("Cina") che produce più risorse di quante ne domanda. La contabilità nazionale di "Stati Uniti" mostra anche che il saldo finanziario del settore privato (risparmi - investimenti) è inferiore al fabbisogno finanziario del settore pubblico (spesa pubblica - gettito fiscale). Il contrario avviene in "Cina". Se i due paesi fossero chiusi e autarchici, i dati che hanno creato il problema di squilibrio macroeconomico *interno* dovrebbero modificarsi in modo da riequilibrare domanda e offerta di beni (e i saldi finanziari privato e pubblico) in *ciascun* paese. Alla fine, "Stati Uniti" dovrebbe ridurre la propria domanda (risparmiare di più) e/o aumentare l'offerta, viceversa la "Cina". Dunque attenzione: lo squilibrio internazionale è la manifestazione di un sottostante squilibrio macroeconomico *interno*.

Sebbene molto semplificato questo schema concettuale ci consente d'individuare gli elementi critici sottostanti agli squilibri internazionali tratteggiati in 2.1:

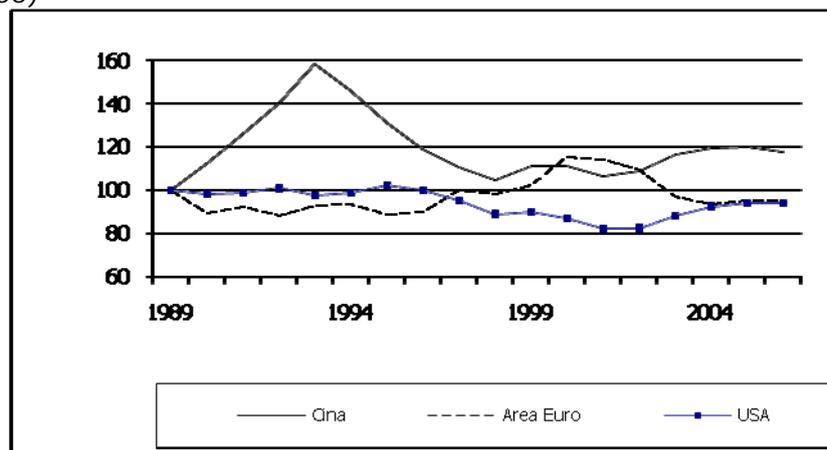
- lo squilibrio macroeconomico interno del modello americano di crescita basata sul debito

- l'elevato risparmio e la lentezza della crescita di salari e consumi interni e di spesa pubblica sociale in paesi emergenti in avanzo (Cina)
- l'insufficiente dinamica della domanda interna nei paesi maturi (UME)
- l'avanzo strutturale di paesi che esportano beni energetici a domanda rigida (paesi del Golfo e Russia)

Nella visione classica, l'apertura dell'economia al resto del mondo ha vantaggi duraturi di tipo *microeconomico* (vantaggi della specializzazione produttiva, maggior disponibilità, varietà ed economicità di beni di consumo), ma *non può posporre all'infinito l'aggiustamento degli squilibri macroeconomici globali*. Tuttavia, questi dovrebbero correggersi grazie alle forze del libero mercato. In un sistema valutario con tassi di cambio fluttuanti, come quello esistente dal 1971, la forza principale dovrebbe essere proprio la variazione di lungo periodo del valore delle valute, e precisamente la svalutazione per i paesi in disavanzo e la rivalutazione per quelli in avanzo. Questa forza, però, non ha operato in misura sufficiente e, talvolta, in modo sbagliato.

La Figura 3 mostra l'andamento del tasso di cambio reale multilaterale per le tre maggiori aree commerciali globali, Stati Uniti, Cina e UME con anno base 1989.

Figura 3. Tasso di cambio reale (multilaterale) di Stati Uniti, Cina, UME, 1989-2007 (1989 = 100)



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2007

Questo indicatore depura il tasso di cambio nominale dell'inflazione dando una misura sintetica dell'andamento della competitività di prezzo delle merci di un paese. Va tenuto presente che la linea in salita indica una

svalutazione reale (svalutazione nominale e/o minore inflazione) e quindi un guadagno di competitività di prezzo dei prodotti nazionali rispetto a tutti gli altri partner commerciali. La scelta dell'anno base 1989 consente di visualizzare l'andamento dei cambi reali nel periodo di "emersione" della Cina come esportatore netto a fronte degli Stati Uniti come importatore netto mondiale.

Le osservazioni principali sono:

- se si esclude la forte fluttuazione della Cina all'inizio del periodo, legata all'apertura dell'economia agli scambi internazionali, i movimenti assoluti dei tre tassi reali non sono stati molto pronunciati: le differenze tra valore iniziale e finale sono minori del 20% in 17 anni;
- nel periodo fino al 2000, il dollaro ha seguito un trend di *rivalutazione reale*, mentre l'euro e lo yuan cinese ne hanno avuto uno di *svalutazione reale*: ossia queste valute sono andate nella direzione sbagliata
- solo nel periodo più recente (dopo il 2000-01) il dollaro e l'euro hanno invertito e corretto i rispettivi trend; ciononostante, rispetto all'inizio del periodo a) il tasso reale della Cina rimane *sottovalutato*, b) quello degli Stati Uniti rimane *sopravalutato*

La mano tremante e fallace dei mercati valutari non è stata certo aiutata dalla mano delle autorità di politica economica. E' noto che la Cina ha mantenuto la sua valuta artificialmente sottovalutata facendo *pegging* sul dollaro per non frenare la crescita tirata dalle esportazioni (e la migrazione dalle campagne alle città). Ma è altrettanto noto che gli Stati Uniti e la UME (le rispettive banche centrali) hanno apertamente ignorato il tasso di cambio nella conduzione della propria politica monetaria. La correzione di rotta di dollaro ed euro degli ultimi due-tre anni, più consona ad alleviare il problema degli squilibri globali, è stata solo l'esito di politiche monetarie dettate da obiettivi interni, più espansivo per la Riserva federale, più restrittivo per la BCE.

Infine non va dimenticato che la svalutazione del cambio è sempre solo una parte del processo di aggiustamento degli squilibri dei pagamenti. L'altra parte è costituita dal riequilibrio tra risorse prodotte e risorse assorbite *all'interno* di ciascuna area mondiale. Ricordiamo che un paese in disavanzo è un paese che "vive al di sopra dei propri mezzi" ossia assorbe più risorse di quante ne produce. Dunque, il mondo all'indomani della correzione degli squilibri globali ci mostrerebbe una riduzione dell'assorbimento interno di risorse negli Stati Uniti e un aumento in

Europa e in Cina. Per usare una nota metafora popolare, occorrerebbe sostituire la "locomotiva" americana con un'altra. Fino allo scoppio della crisi finanziaria, non si sono manifestate né forze spontanee, né strategie politico-economiche in grado di affrontare e risolvere il problema in maniera *ordinata e non traumatica*. Ma, in questa prospettiva più generale, la crisi finanziaria, avendo il suo epicentro negli Stati Uniti, dove sta imponendo una brutale correzione degli eccessi d'indebitamento e di domanda interna, potrebbe rivelarsi una via, *disordinata e traumatica*, per correggere gli squilibri globali.

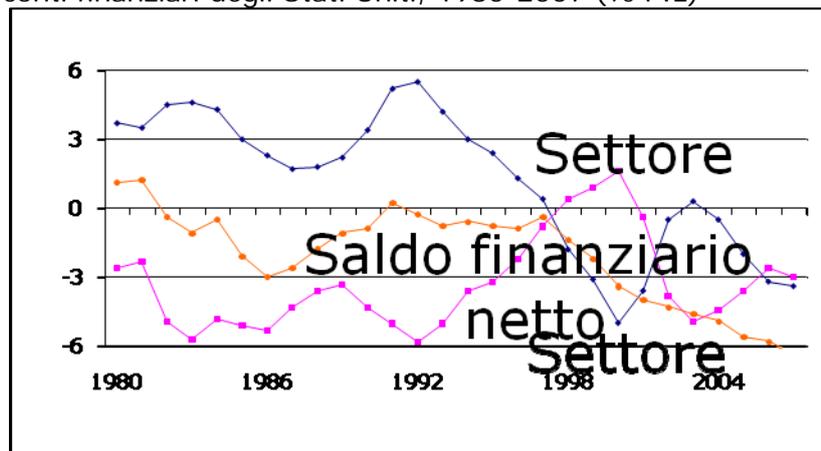
### 3. L'economia del debito

#### 3.1. *The Great Immoderation*

In questa sezione tratteremo più da vicino uno dei fattori sottostanti agli squilibri globali menzionati in 2.2, ossia lo squilibrio macroeconomico interno degli Stati Uniti, legato all'affermarsi di una vera e propria *economia del debito*. Iniziamo osservando brevemente alcuni dati significativi.

La Figura 4 riporta i conti finanziari degli Stati Uniti dal 1980 al 2007, ossia dalla fine della *Great Inflation* allo scoppio della crisi finanziaria.

Figura 4. I conti finanziari degli Stati Uniti, 1980-2007 (% PIL)



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2007

Questi dati si riferiscono alle relazioni contabili finanziarie introdotte sopra in 2.2 per spiegare gli squilibri macroeconomici. Da un lato abbiamo il saldo finanziario del settore privato (risparmi – investimenti), dall'altro

quello del settore pubblico (tassazione – spesa pubblica). La loro somma algebrica fornisce il saldo finanziario netto del paese, il quale indica se l'economia necessita di ricevere risorse finanziarie dall'estero (saldo negativo) o se dispone di risorse eccedenti da trasferire all'estero (saldo positivo)<sup>2</sup>. Si individuano chiaramente quattro fasi.

1) Negli anni '80 (le due presidenze Reagan), il settore privato ha segnato saldi finanziari moderatamente positivi (come è tipico dei paesi industriali maturi), ma saldi pubblici negativi di entità maggiore. Di conseguenza gli Stati Uniti hanno espresso un fabbisogno netto di risorse dall'estero per finanziare il settore pubblico (nonostante la retorica privatistica del reaganismo). Abbiamo cioè una fase di *economia del debito pubblico*.

2) Dal 1988 al 1992 (presidenza Bush sr.), il settore privato aumenta il proprio saldo finanziario in misura sostanziale, essenzialmente per via di una stagnazione degli investimenti e dei consumi. Ma ciò è appena sufficiente per finanziare il crescente indebitamento del settore pubblico e per consentire un quasi annullamento del fabbisogno finanziario netto del paese.

3) Nel corso degli anni '90 (le due presidenze Clinton), il settore privato compie la svolta epocale verso la progressiva erosione del proprio saldo finanziario, sotto la spinta del *boom* degli investimenti e dei consumi della *New Economy*. Inizia l'era dell'*economia del debito privato*. Il governo federale, sfruttando la fase d'intensa crescita economica, attua una incisiva correzione dei conti pubblici, azzerando il proprio fabbisogno finanziario in concomitanza con l'azzeramento del saldo privato. Tuttavia, l'esplosione dell'economia del debito privato è irrefrenabile e, malgrado gli avanzi di bilancio pubblico del 1998-2000, il decennio si chiude con un fabbisogno finanziario netto dall'estero che sfonda la soglia del 3% del PIL.

4) Con gli anni 2000 (le due presidenze Bush jr.), l'economia del debito privato, dopo la battuta d'arresto della crisi del 2001-02, riprende la sua corsa, mentre si riaccende quella del debito pubblico: è la fase del debito globale. Una situazione del tutto anomala per un paese sviluppato e maturo, in cui entrambi i settori interni creano saldi finanziari negativi e quindi un forte fabbisogno di finanziamenti esteri, che supera il 6% del PIL (cioè

---

<sup>2</sup> Per ragioni contabili questo saldo non corrisponde esattamente ai flussi netti di capitali che si registrano nella bilancia dei pagamenti.

raddoppia in sei anni). Questo, inoltre, avviene dopo oltre due decenni d'indebitamento con l'estero, aggravandone significativamente la sostenibilità finanziaria.

### 3.2. Debito pubblico e debito privato

Per la gran parte del quarto di secolo rappresentato nella Figura 4, il governo federale degli Stati Uniti ha creato debito, ponendosi come principale accaparratore di risorse finanziarie dal resto del mondo. Giova ricordare che i disavanzi fiscali più significativi si sono registrati per ragioni analoghe, essenzialmente extra-economiche: l'*escalation* della spesa tecnico-militare per chiudere vittoriosamente la guerra fredda con il blocco sovietico (1982-86), l'intervento militare in Iraq (1991-92), le guerre in Afghanistan e Iraq dopo il 2001. Dunque possiamo dire che gli Stati Uniti hanno realizzato a più riprese un'imponente operazione di *global war-finance* indebitandosi col resto del mondo. E' importante tener presente questo aspetto dell'indebitamento pubblico americano, in quanto il finanziamento delle imprese belliche presenta aspetti del tutto particolari, che però non possiamo affrontare qui<sup>3</sup>.

Se un disavanzo pubblico rappresenta una condizione piuttosto comune tra i paesi avanzati, merita una riflessione più approfondita l'esplosione dell'economia del debito privato negli Stati Uniti. Il punto critico naturalmente non riguarda le imprese, ma le famiglie, le quali tipicamente costituiscono la fonte primaria di risorse finanziarie. Come detto sopra, la svolta avviene intorno alla metà degli anni '90. Si tratta di un fenomeno assai complesso, che qui possiamo ricondurre a due spinte principali.

La prima è venuta dalla deregolazione dei mercati finanziari, in particolare degli intermediari bancari e non bancari, la quale ha prodotto un'espansione dell' *offerta* di strumenti di "debito per famiglie" a costi decrescenti (naturalmente anche grazie alle condizioni generali della politica monetaria, su cui torneremo). La seconda spinta è sorta dal lato della domanda di debito, in cui un ruolo critico è stato svolto dal forte peggioramento della distribuzione del reddito.

Globalizzazione, progresso tecnico e *outsourcing* nei paesi industrializzati, e negli Stati Uniti in particolare, hanno redistribuito il

---

<sup>3</sup> Cfr. R. Tamborini, "The Economic Constraints on American Unilateral Foreign Policy", in Sergio Fabbrini (ed.), *The United States Contested. American Unilateralism and European Discontent*, London, Routledge, 2006

reddito a favore dei profitti e di alti redditi da lavoro. Nonostante questa redistribuzione, e la conseguente stagnazione del reddito delle famiglie delle classi medie, nel periodo 1990-2007 il consumo aggregato è cresciuto al tasso medio annuo del 3.4% a fronte del 2.9% del PIL reale. Questo divario sarebbe sostenibile per un lungo periodo se il consumo fosse alimentato da redditi non da lavoro. Certamente questa componente è stata significativa per le famiglie americane, grazie alla loro progressiva partecipazione ai mercati finanziari e ai loro ingenti rendimenti fino al 2001. Tuttavia, le classi medie con redditi da lavoro stagnanti prevalentemente consumavano a debito: l'aspetto più emblematico è stato lo sviluppo delle carte di credito e la politica bancaria dei mutui a debitori incapaci di ripagare il debito sulla base del flusso di reddito, ma concessi sulla base della presunzione che la garanzia derivasse dalla rivalutazione del bene acquistato a debito (carte di credito e mutui sono stati i due principali attivi bancari oggetto di cartolarizzazioni su cui torneremo in seguito). Nel 2000 il rapporto passività finanziarie/PIL delle famiglie americane ha raggiunto il 77.4%: era al 50.6% nel 1980. Dunque il ritmo elevato del consumo aggregato americano ha avuto una significativa componente debitoria. La sostenibilità del debito imponeva una crescita futura del reddito *maggiore* di quella del consumo ossia una delle tre possibilità: una riduzione del *trend* di consumo, un sentiero di crescita più elevato dell'economia, o un gigantesco *default* del settore privato.

### 3.3. La scoppio della crisi

Dopo aver delineato il contesto mondiale preparatorio, vogliamo solo richiamare l'attenzione su tre fattori che hanno agito da detonatori dell'esplosione del debito privato da cui si è sviluppata la crisi bancaria e finanziaria del 2007, rimandando ad altre parti del libro per approfondimenti.

*La politica monetaria.* Negli anni 2000 per fronteggiare la crisi borsistica delle *dot.com* e gli effetti del settembre 2001, la politica americana si basò, oltre che sulla leva fiscale, anche su una politica monetaria molto espansiva che mantenne molto bassi i saggi di interesse. Se da un lato essa contribuì molto alla rapida ed efficace fuoruscita dalla fase ciclica negativa, dall'altro mantenne elevata la domanda d'indebitamento e consentì al settore finanziario di usare credito a buon mercato per espandere la

piramide creditizia che poggiava sull'innovazione finanziaria e a fare ampio ricorso alla leva finanziaria.

*L'innovazione finanziaria e la massimizzazione degli utili bancari.*

L'espansione monetaria ha abbassato i tassi d'interesse e di rendimento di semplici titoli di debito. Le banche peraltro potevano trarre grandi profitti dall'ampliamento dei volumi di credito e dalle commissioni che ne derivavano consentiti dalla cartolarizzazione di crediti che venivano immessi sul mercato e che costituivano la materia prima per la costituzione di altri titoli, detti strutturati, creati con l'assemblamento di titoli cartolarizzati (*Asset Backed Securities*) e indi segmentati per tasso di rischio e venduti sul mercato (meccanismo che prende il nome di "*create to distribute*"). L'ampiezza della piramide è stata consentita dall'innovazione finanziaria e dall'ampia liquidità che ha consentito alle banche di creare e piazzare volumi crescenti di titoli finanziari. E' stata anche indotta dalla volontà del *management* bancario, remunerato a livelli elevati da sistemi di *bonus* legati alla profittabilità non adeguatamente ponderata per il rischio, di fare profitti maggiori di quelli tradizionali.

Il rischio nel frattempo mutava natura perché non veniva più monitorato il debitore che aveva dato origine al debito iniziale, ma veniva valutato il titolo in relazione ai *rating* e alle coperture assicurative valutate su basi statistiche. Le banche, cartolarizzando il titolo di debito, avevano l'impressione di aver scaricato il rischio sul mercato, ma non si rendevano conto che così facendo aumentavano il rischio sistemico del quale sarebbero loro stesse state le principali vittime<sup>4</sup>.

*La causa istituzionale.* L'elevato uso della leva finanziaria ha condotto le banche ad aumentare il rapporto tra titoli in attivo e capitale proprio. Se a questo si aggiunge che il sistema "*create to distribute*" ha consentito alle banche di mettere investimenti in conti d'ordine *sostanzialmente* fuori bilancio si capisce perché il capitale delle banche rispetto agli attivi delle stesse è risultato insufficiente. Questo esito è stato il frutto di una deregolamentazione mercati finanziari americani (con leggi che portano la firma del senatore Phil Gramm), il Gramm-Leachey-Bliley act del 1999 e il *Commodity Future Modernization Act* del 2000 (che deregolamenta il

---

<sup>4</sup> Cfr. L. Spaventa, *La grande crisi finanziaria del nuovo millennio*, Ed Treccani, Roma, 2008

commercio dei derivati); e del trasferimento (previsto dalla prima di queste leggi) della regolamentazione delle banche di investimento alla SEC (la Cosob americana) che non era attrezzata culturalmente ad affrontare problemi di stabilità dei mercati e che si è dimostrata timorosa di sgonfiare per tempo una bolla che produceva enormi profitti bancari.

## 5. Che fare?

Il sistema finanziario mondiale è risultato molto più fragile del previsto, perché se da un lato ha consentito di finanziare a lungo enormi squilibri e di ripartire il rischio a livello mondiale, d'altro lato ne ha ignorato la sostenibilità di lungo termine, la necessità e i costi dell'aggiustamento. Come previsto dagli studi sul comportamento umano, ad una valutazione irrazionale è seguito un sovraggiustamento di segno opposto. Di colpo è venuto a mancare l'ossigeno a parti del sistema quando si è incrinata la fiducia, generando *default* a catena sul debito e crisi bancarie. Tuttavia gli eventi del 2007-08 non sono un fatto inedito. E' ben chiaro che la storia del capitalismo è costellata di crisi finanziarie. Vi è stato e vi è chi pensa che, quindi, il sistema sia intrinsecamente sbagliato, come chi pensa esattamente l'opposto, tanto da propendere per un atteggiamento assai poco interventista ("passare a raccogliere i cocci", secondo il detto americano che, pare, piacesse al Ben Bernanke pre-2008<sup>5</sup>).

Uno degli effetti collaterali che si annunciano di lunga durata della crisi attuale riguarda la politica economica, sia di tipo microeconomico-regolativo, che di tipo macroeconomico. Se l'attivismo (tendente al panico) dei responsabili di governo di tutto il mondo può essere sospetto, la riflessione è ormai aperta anche ai più alti (ed insospettabili) livelli accademici, se si escludono alcune frange per le quali la priorità rimane la stessa degli anni '70, ossia liberare e difendere i mercati dalla politica<sup>6</sup>. Il problema di fondo rimane sempre lo stesso e sempre complesso: l'economia di mercato richiede un appropriato sistema di istituzioni, regole (obblighi e divieti) e interventi pubblici, per impedire e correggere inefficienze ed iniquità che si creano allorché la ricerca del guadagno si combina coi limiti della razionalità umana e gli eccessi del potere di mercato. La natura ed

---

<sup>5</sup> Cfr. J. Cassidy, "Anatomy of a Meltdown", *The New Yorker*, December 1, 2008.

<sup>6</sup> Cfr. A. Alesina, F. Giavazzi, ....

estensione dell'intervento pubblico possono variare in contesti ed epoche diverse. Ci sono pochi dubbi che veniamo da una fase storica in cui esso è stato assai limitato, se non altro rispetto al passato. La tesi suggestiva secondo cui l'immane *market failure* finanziario a cui stiamo assistendo sia in realtà un *policy failure* dovuto agli evidenti errori compiuti da (de-)legislatori e (de-)regolatori, deve essere intesa come uno stimolo a ripensare idee, ruoli e compiti di questi soggetti, non già per concludere che è meglio comunque lasciar correre (*lasser faire*) e "passare a raccogliere i cocci". Inizieremo con una breve rassegna degli interventi adottati per fronteggiare la crisi in atto, per passare infine ad alcune indicazioni per il futuro.

### **6.1. Cosa abbiamo imparato finora. Le politiche di stabilizzazione finanziaria**

I livelli di intervento sono stati di tre tipi:

- il primo ha riguardato l'immissione di liquidità in ottemperanza alla funzione di prestatrice di ultima istanza svolta dalla banca centrale nei confronti delle banche;
- il secondo intervento è stato attuato (da banche centrali e da governi) per ridurre il peso di titoli in possesso delle banche non facilmente liquidabili sul mercato;
- il terzo è stato attuato (con interventi in vario modo dei governi) per aumentare la capitalizzazione delle banche.

*Immissione di liquidità.* Allo scoppiare della crisi la Riserva federale e le banche centrali dei principali paesi hanno immesso liquidità nel sistema nella speranza che questo fosse sufficiente ad arginare il fenomeno. L'immissione di liquidità seppur necessaria non è sufficiente perché la trasformazione di situazioni illiquide in insolubili fa sì che la liquidità immessa è trattenuta dalle banche e non circola nell'interbancario (è una moderna trappola della liquidità keynesiana). Lo dimostra il fatto che i tassi *overnight* scendono, ma quelli a lunga restano molto sopra i tassi ufficiali.

La Riserva federale ha dato liquidità anche alle banche di investimento, quando per legge avrebbe potuto concederla solo alle banche di deposito. Non solo, ma per concederla ha accettato titoli che non erano tra quelli accettabili al risconto. La Banca d'Inghilterra ha preso ABS in cambio di titoli di stato. Anche la BCE ha acquistato un enorme quantità di titoli tossici di dubbia qualità. Complessivamente, il compito di "prestatore di

ultima istanza" è stato svolto in maniera estremamente estesa ed aggressiva, molto al di là di quanto fosse concepibile dall'ortodossia bancaria – come rilevato dall'ex governatore della Fed, Paul Volker, ora consigliere del neo-presidente Obama.

*Salvataggi privati ed emergere di un nuovo modello di banca.* Gli eventi hanno evidenziato come le banche che stanno per ora reggendo i colpi della crisi sono quelle che dispongono di depositi e anzi sono intervenute per assorbire banche d'investimento in difficoltà. Si profila negli Stati Uniti un assetto futuro, superando quello delineato negli anni '30 dal Glass Steagall Act, nel quale emergeranno, ancora più colossali di prima, pochi gruppi bancari (Bank of America, Citygroup, J.P. Morgan Chase) che svolgeranno sia le funzioni di banche commerciali, sia di banche di investimento.

*Salvataggi pubblici.* L'offerta di liquidità e l'alleggerimento dei portafogli delle banche di titoli tossici si sono dimostrate essere politiche inadeguate. Si è posta la necessità di un intervento pubblico per il salvataggio di istituti dalla bancarotta. Tuttavia gli interventi delle autorità pubbliche americane sono stati attuati senza una chiara strategia e in modo contraddittorio: è stata salvata la Bearn Sterns nel 2007 dalla J.P. Morgan alla quale il Tesoro ha dato garanzie; poi il Tesoro ha nazionalizzato le due banche semipubbliche specializzate nella concessioni di mutui ipotecari Fannie Mae e Freddie Mac; dopo solo una settimana (il 15 settembre 2008) il governo americano, ha lasciato fallire la Lehman Brothers (e non ha accolto la proposta della Barclays di salvataggio con garanzie del Tesoro ed è iniziato il panico sui mercati borsistici); dopo tre giorni ha salvato la AIG la più grande assicurazione al mondo specializzata nella riassicurazione dei crediti; infine il 20 settembre 2008 il governo americano ha presentato al Parlamento il piano Paulson approvato il 2 ottobre.

Il piano Paulson ("*Trouble Assets Relief Program*") consiste nel rendere disponibile al Tesoro 700 md di dollari (5% del Pil americano), (ai quali vanno aggiunti 150 di sgravi fiscali e misure a sostegno dei proprietari di case minacciati di pignoramento), per acquistare dalle banche (attraverso asta) i *toxic assets*, in particolare garantiti da prestiti ipotecari, con uno sconto che probabilmente oscillerà tra il 30 e il 40% del valore in bilancio. L'operazione ha una sua *ratio* finanziaria perché il Tesoro acquista titoli che rendono, tenuto conto del prezzo di acquisto, circa il 10%, mentre si finanzia

con titoli del debito al 2% . Tuttavia è un piano che si sta dimostrando inadeguato perché: è arrivato tardi; la scelta dei titoli è selettiva e arbitraria; lo sconto è di difficile valutazione (se è alto si aggrava il problema di ricapitalizzazione delle banche, se è basso si pone un problema politico di onere rilevante per il contribuente, vedi punto f. successivo); i bilanci delle banche contengono titoli per diverse decine di migliaia di miliardi e 700 miliardi possono non essere valutati sufficienti per ridurre la leva finanziaria e ribaltare la spirale negativa di liquidazioni forzate; in definitiva è un'azione per affrontare problemi di illiquidità, ma non di insolvenza delle banche.

Il Piano Paulson è stato poi messo in ombra dal piano del Primo ministro britannico Gordon Brown, che possiamo prendere come prototipo dell'approccio europeo, basato sulla ricapitalizzazione o nazionalizzazione (temporanea) delle banche in crisi. Ottobre e novembre 2008 passeranno alla storia come il più massiccio e rapido re-intervento pubblico nell'economia bancaria europea.

*Ricapitalizzazione e nazionalizzazione delle banche.* Sul fronte ricapitalizzazione, le proposte di attuazione sono state molteplici: obbligare le banche di aumentare il capitale (R. H. Rajan del FMI) di non distribuire dividendi o di distribuirli sotto forma di azioni; trasformare il debito in azioni ordinarie (L. Zingales di Chicago); acquistare azioni privilegiate da parte dello Stato (P. Krugman di Princeton e C. H. Calomiris della Columbia).

La ricapitalizzazione delle banche lascia irrisolto il problema della liquidità degli *asset* e, a fronte di una caduta dei prezzi, la necessità di immettere nuovo capitale potrà ripresentarsi. Questo è forse meno vero nel caso di nazionalizzazione delle banche, perché in questo caso le banche potrebbero ridurre la loro reciproca diffidenza, aumentare il credito interbancario e con esso frenare la trasformazione di posizioni illiquide in posizioni inesigibili. Questa politica ha un illustre precedente. Venti anni fa in Svezia una crisi originata nel settore immobiliare produsse una crisi bancaria analoga a quella che stiamo vivendo ora e ad una caduta del PIL svedese del 5% annuo per tre anni. Lo Stato nazionalizzò il settore bancario spendendo 6 punti di PIL, fermò il panico, dopo tre anni rivendette con profitto le banche (il contribuente quindi non ci perse) e per 15 anni il paese crebbe al 3% mentre l'UE cresceva al 2%.

## 6.2. La stabilizzazione macroeconomica

Nell'anno compreso tra autunno 2007 e 2008, banche centrali e governi, seppur in maniera incerta, confusa e sempre in ritardo sull'avanzata della crisi, hanno dispiegato un vasto arsenale di armi convenzionali e non convenzionali per la stabilizzazione del sistema bancario e finanziario. Sebbene i ripetuti e drammatici crolli borsistici dell'autunno 2008 sembrano essersi arrestati, non è ancora possibile affermare che la stabilizzazione finanziaria sia stata raggiunta. Due sono le lezioni che si possono trarre su questo fronte. La prima è che la ricostruzione della fiducia, il bene pubblico essenziale per il funzionamento di questi mercati, si è rivelata un'impresa durissima e costosissima. La seconda è che, per richiamare due grandi economisti, la fiducia non ha solo la dimensione microeconomica alla Akerlof – la garanzia che il mercato non è invaso da "bidoni" e "bidonatori" – ma anche quella macroeconomica alla Keynes. Detto in una battuta: non c'è banca o impresa sana che possa prosperare se non prosperano i suoi clienti. Dal punto di vista sistemico, questo principio basilare dipende dalle politiche macroeconomiche, fiscali e monetaria insieme, più che dall'ingegneria finanziaria. Secondo molti osservatori, i crolli borsistici dell'autunno 2008 sono stati dettati da una crisi di questa dimensione della fiducia.

Negli Stati Uniti, fino al varo del Piano Paulson, tutto il peso della stabilizzazione macroeconomica è stato sulle spalle della banca centrale, la quale però ha faticato a capire l'entità del problema, a invertire la rotta del rialzo dei tassi che aveva intrapreso Bernanke all'inizio del suo mandato, a passare dalla fornitura di liquidità al vero e proprio abbattimento dei tassi d'interesse. La politica fiscale è rimasta passiva scontando un deficit elevato a causa delle spese militari e di sgravi fiscali inutili alle fasce di reddito elevato. Il Piano Paulson contiene provvedimenti fiscali a favore di famiglie e imprese, ma sono stati giudicati troppo timidi e limitati rispetto alle risorse destinate alla pura e semplice rimozione della spazzatura dalle banche.

L'Europa sul fronte macroeconomico non ha fatto nulla di sostanziale, e probabilmente qualcosa di sbagliato nella politica monetaria. In parte per via del perdurare dell'illusione che non fossimo coinvolti nella crisi, in parte, più profonda, per via dei limiti strutturali delle politiche macroeconomiche, dovuti all'asimmetria tra una banca centrale unica totalmente autoreferenziale e autistica, e i governi nazionali vincolati dal Patto di

Stabilità e Crescita (PSC), e prigionieri degli interessi nazionali. Mai come ora i frutti del "deficit di Europa" coltivati dai populistici euroscettici risultano evidenti e drammatici.

La BCE fino a settembre 2008 ha mantenuto una politica tesa al contrasto dell'inflazione, per altro cadendo in contraddizione tra l'eccessiva durezza sul piano dei tassi di interesse, e l'acquisizione, nella sua politica di offerta di liquidità, di attivi di dubbia qualità dalle banche europee. Si sono potute misurare anche le incogruenze del non coordinamento transatlantico, in una situazione in cui a poco serve una politica monetaria più severa della BCE se, in presenza di una politica monetaria espansiva della Fed, le banche europee possono usare una leva finanziaria concessa loro da liberi movimenti di capitale. La BCE si è resa disponibile ad una riduzione concertata dei tassi d'interesse solo nell'ottobre 2008, in maniera timida e tardiva.

Tuttavia, se si tratta di resuscitare il vecchio Keynes, la sola leva monetaria non è sufficiente, occorre una forte manovra fiscale, ben mirata e concertata a livello europeo. Manovra ben mirata significa concentrata *sui soggetti a valle del sistema bancario e finanziario*, con misure consistenti e non transitorie. Inoltre, la manovra fiscale deve essere concertata a livello europeo per alcune fondamentali ragioni:

- per garantire l'impatto macroeconomico desiderato la manovra deve essere di tutta l'area euro (e non solo), sfruttando il più possibile gli effetti moltiplicativi reciproci
- per evitare defezioni a causa dei vincoli del PSC (chi non vuole incorrere nelle sanzioni del Patto creando un disavanzo, aspetta che siano altri ad attuare la manovra in modo da goderne i frutti)
- per evitare le sanzioni del PSC occorre che a) la manovra sia attuata in forme e modalità compatibili con esso, ossia, se necessaria, una sua temporanea sospensione/revisione, concordata con la Commissione, b) la manovra risponda a finalità, tempi e criteri ben precisi.

Queste indicazioni sono state apparentemente recepite nel Piano di Ripresa Economica Europea (*European Economic Recovery Plan*, ERP, come il Piano Marshall!) varato dalla Commissione europea a fine ottobre<sup>7</sup>. Esso prevede un impulso fiscale di 1.5% di PIL (1200 miliardi di euro), un allentamento concordato del PSC e una serie di linee guida per i governi. Il

---

<sup>7</sup> Cfr. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13504\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf)

fatto è che si tratta, appunto, di linee guida, non di una serie di provvedimenti effettivi, che rimangono invece nella discrezionalità dei governi. Se si escludono Francia e Regno Unito, non pare che i governi degli altri maggiori paesi europei, in particolare Germania e Italia, siano intenzionati ad utilizzare la leva fiscale in maniera molto robusta; sicuramente in misura inferiore a quanto previsto dal Piano stesso<sup>8</sup>.

### 6.3. Agire a tre livelli

La lezione che traiamo da questa analisi ci porta a dire che, in una prospettiva sia di prevenzione che di stabilizzazione, occorre agire a tre livelli: a livello *statale*, a livello di *Unione europea*, a livello *mondiale*.

*Nuove sfide per il buon governo dell'economia.* Come abbiamo detto all'inizio di questa sezione, il nocciolo duro della crisi è stato il cattivo governo dell'economia, principalmente (ma non solo) negli Stati Uniti.

Il primo terreno di sfida è naturalmente quello della regolazione dei mercati finanziari. Le molte cose utili da fare comprendono:

- misure di maggior trasparenza e responsabilità bancaria; sul terreno dei limiti alla detenzione di titoli strutturati nei portafogli di intermediari bancari e finanziari; sul terreno dei titoli strutturati che devono rispondere a standard tali in modo che il loro valore sia più facilmente identificabile di quanto non lo sia oggi
- individuazione di più stringenti requisiti di capitale per le banche, di vincoli di liquidità e di minor ricorso alla leva finanziaria
- ritorno ad una qualche misura di specializzazione/separazione tra istituti bancari ed attività finanziarie ad alto rischio
- eliminazione dei conflitti d'interesse tra le società di *rating* e le banche di cui devono valutare le emissioni; limitazione del loro ruolo nella valutazione della solvibilità di titoli nei portafogli bancari e nella definizione dei coefficienti patrimoniali delle banche.

In concomitanza, occorrerà definire assai meglio l'assegnazione dei compiti di regolazione e vigilanza tra le diverse autorità pubbliche. Sotto questo profilo l'assetto di SEC e Riserva federale negli Stati Uniti si è rivelato del tutto inadeguato. Ancor peggio è quello in seno alla UME, di cui

---

<sup>8</sup> Cfr. R. Tamborini, "Fiscal Policy in Europe: An Unloaded Weapon?", RGE Europe EconoMonitor, [http://www.rgemonitor.com/euro-monitor/author\\_name/rtamborini/](http://www.rgemonitor.com/euro-monitor/author_name/rtamborini/)

ci occuperemo in seguito. Le banche centrali, in ogni caso, dovranno ricomprendere nel loro quadro informativo, se non in quello operativo e d'intervento, le condizioni della finanza privata, ora che è acclarato che le minacce alla stabilità finanziaria non vengono solo dalla finanza pubblica. Il caso della UME è emblematico: dopo che sono stati elevati alti e robusti *firewalls* di protezione contro gli eccessi della finanza pubblica, l'incendio è scoppiato nel settore privato e si è diffuso senza incontrare ostacoli resistenti.

Il terreno di coltura di tutte le crisi finanziarie più recenti sono gli squilibri macroeconomici globali. Dal varo degli Accordi di Bretton Woods, gli Stati Uniti si sono distinti dagli altri paesi per la loro volontà e possibilità di ignorare i vincoli e le conseguenze internazionali delle loro politiche domestiche. Ora si sono aggiunti la UME e la Cina. Si tratta di un atteggiamento contrario ai principi economici (secondo cui sono i paesi grandi, non quelli piccoli, che non possono ignorare le ripercussioni reciproche delle proprie politiche) ed evidentemente nocivo. L'idea che questo atteggiamento sia consentito dalla fluttuazione dei cambi (oltretutto non praticata di fatto dalla Cina) è semplicistica e fuorviante. Il paradigma concettuale adottato dalle maggiori banche centrali a partire dagli anni '90, strettamente delimitato al controllo ciclico di due sole variabili domestiche, prodotto lordo e inflazione, si è dimostrato inadeguato.

La parte più critica di queste sfide risiede però nella loro dimensione sovranazionale, che confligge con l'allocazione del potere e la difesa (miope) degli interessi a livello di singole entità sovrane. E' sorprendente la dissonanza cognitiva che si è diffusa nel mondo: quanto più l'integrazione economica internazionale sottrae potere e rilevanza ai singoli attori politico-economici nazionali, tanto più essi invocano poteri e prerogative non negoziabili. Per fare cosa? Essi ingannano se stessi e i loro elettori, a cui elargiscono promesse illusorie di difese e protezioni locali dalle sfide globali.

*Nuovi strumenti per la gestione delle crisi in Europa.* In Europa le autorità di regolazione del sistema finanziario operano a livello di singoli stati. Non c'è un'autorità comune neppure nell'ambito dei paesi aderenti all'euro. La BCE ha il solo scopo statutario di contenere l'inflazione. La crisi ha dimostrato che questo assetto è ampiamente inefficiente. Quanto più le banche operano a livello mondiale, tanto più l'assenza di organismi sovranazionali o di forte coordinamento nazionale di regolamentazione

consente alle banche facili operazioni di arbitraggio regolamentare. In più, le banche europee sono nella condizione di quelle americane per dimensione e debito, ma sono soggette alla regolamentazione di stati molto più piccoli<sup>9</sup>.

Gli stati europei si trovano in una situazione peggiore degli Stati Uniti nel gestire la crisi. Infatti:

- la UE non dispone di un governo centrale in grado di proporre leggi di emergenza
- la BCE non è in grado di gestire le situazioni d'insolvenza; nessuno stato può chiedere il soccorso alla BCE per operazioni straordinarie di salvataggio come quelle realizzate dalla Riserva federale
- le regole stringenti in tema di divieto di aiuti di stato rendono problematiche anche operazioni dai limitati impegni finanziari
- il PSC limita lo spazio di manovra fiscale, creando di fatto un *trade off* tra consistenti operazioni di salvataggio o di nazionalizzazione di banche che debbano comportare (anche se temporaneamente) un peggioramento del disavanzo pubblico, e politiche di sostegno della domanda aggregata

A causa di queste gravi deficienze istituzionali le forze politiche europee e studiosi europei sono impegnati per la definizione di nuove regole<sup>10</sup>. I principi dovrebbero seguire le linee qui riassunte.

- Il PSC e il vincolo al pareggio di bilancio dovrebbe essere rivisto e non solo allentato<sup>11</sup>.
- Le regole relative agli aiuti di stato dovrebbero essere riviste alla luce delle necessità di salvataggi bancari.
- La BCE, che ha strumenti per affrontare crisi di liquidità, ma non di insolvenza, dovrebbe poter emettere euro per fronte al salvataggio di banche site in paesi dell'area euro. Inoltre, dovrebbe dotarsi di uno statuto per le banche della zona euro (possibilmente condiviso anche dalle banche europee extra-euro) che svolgano la loro attività in modo

---

<sup>9</sup> La Deutsche Bank ha un attivo per 1.900 md euro (più di Fannie Mae) che ha un peso pari all'86% del Pil tedesco; la Barclays, un attivo di 1.500 md e la RBS di 2.100 md, rispettivamente il 94% e il 123% del Pil del Regno Unito; l'Ubs, 1.400 md, il 480% del Pil della Confederazione Elvetica; la Fortis aveva attivi per 886 md, il 254% di Belgio e Lux (è stata salvata per l'intervento di tutti e tre gli Stati del Benelux). Sono banche di dimensioni maggiori degli Stati in cui sono siti i loro regolatori.

<sup>10</sup> Vedasi in particolare D. Gross e S. Micossi, "Banche europee. Più potere alla Bce e un fondo Bei" *Il Sole-24 Ore*, 10 ottobre 2008.

<sup>11</sup> Cfr. R. Tamborini, F. Targetti, "Il patto instabile", *Il Mulino*, n.1, 2004.

significativo in più di uno stato membro. A queste banche dovrebbero potersi imporre requisiti comuni di capitalizzazione e requisiti comuni di supervisione.

- Una nuova autorità di vigilanza dovrebbe essere costituita a livello europeo entro la BCE. La separazione di due istituti per i due scopi, uno il controllo dell'inflazione e uno per il controllo della stabilità dei mercati finanziari, si è dimostrata fallimentare là dove (Stati Uniti e Regno Unito) è stata attuata.
- Un Tesoro Europeo dovrebbe essere affiancato alla BCE. Esso potrebbe nascere dalla trasformazione nel tempo della BEI affinché: a) possa emettere titoli garantiti dagli stati membri per disporre di un fondo per operazioni di salvataggi bancari a livello europeo e sovranazionalizzazioni di banche europee; b) possa emettere titoli garantiti dagli stati per la realizzazione degli obiettivi di crescita, basata su investimenti in infrastrutture e in capitale umano secondo gli obiettivi di Lisbona<sup>12</sup>.
- Questa seconda attività dovrebbe avere tre scopi: dare uno stimolo alla crescita dal lato dell'offerta; essere attuabile in momenti tali da costituire uno strumento anticiclico; sollevare gli Stati Uniti dalla funzione di assorbimento dell'eccesso di risparmio dei paesi emergenti.

*Nuovo Fondo monetario internazionale.* La crisi ha riaperto i riflettori sulla ricerca di un "nuovo" ordine economico internazionale. Probabilmente il pendolo sta spostandosi di nuovo verso l'idea che ciò non sia affidabile unicamente al binomio stati nazionali (deboli) e mercati (forti), che ha caratterizzato la fine del XX secolo. Stando al dibattito in corso, almeno due sono gli ambiti su cui intervenire: quello *degli squilibri globali* e quello della *regolazione globale dei mercati finanziari*. Come risulta chiaro da quanto abbiamo scritto, esistono ottime ragioni per entrambe le missioni. E' da sottolineare il fatto che, *mutatis mutandis*, si tratta sostanzialmente delle stesse missioni che a Bretton Woods vennero affidate al FMI.

Ora il Fondo non fa e non è più nulla di ciò per cui fu concepito allora, né di ciò per cui è stato via trasformato. Dagli anni '70 non è più il fornitore di prestiti ai paesi sviluppati in difficoltà di bilance dei pagamenti. Dagli anni 2000 non è più il fornitore di prestiti condizionati alle economie

---

<sup>12</sup> Cfr. R. Tamborini, F. Targetti, "Il patto instabile", *Il Mulino*, n.1, 2004.

emergenti in difficoltà finanziarie, le quali ora possono ricorrere ai fondi sovrani che sono concessi con minori vincoli. Ma, come ha scritto Barry Eichengreen,<sup>13</sup> occorre evitare l'illusione che una nuova reincarnazione del Fondo possa essere il *deus ex machina* del nuovo ordine internazionale (come non lo fu nel caso dell'ordine internazionale post-bellico).

Per quanto riguarda la regolazione globale dei mercati finanziari è difficile immaginare che il Fondo possa disporre di un potere d'indirizzo legislativo, o di coordinamento sovranazionale, o anche solo di avvertimento e raccomandazione, più esteso ed efficace di quello degli organismi già esistenti, come la Banca dei regolamenti internazionali ed il *Financial Stability Forum*. Tuttavia, il Fondo ha le caratteristiche e le competenze per monitorare l'andamento dei mercati finanziari internazionali e segnalarne le perturbazioni.

Sul fronte degli squilibri macroeconomici il ruolo del Fondo può essere più chiaro e definito, e più consono alla sua storia e al suo profilo:

- svolgendo un'azione di monitoraggio dell'evoluzione macroeconomica globale, delle sue compatibilità o incompatibilità
- identificando gli andamenti desiderabili di lungo termine dei tassi di cambio sui cui far convergere politiche monetarie e aspettative degli operatori
- identificando e raccomandando quali politiche nazionali mettere in pratica per non pregiudicare la stabilità esterna di ciascun paese e quella del sistema complessivo
- mantenendo un proprio ambito d'intervento attivo come "intermediario finanziario"; i paesi in avanzo dovrebbero contribuire con la maggioranza dei loro surplus alla dotazione di fondi del Fmi, il quale sarebbe in condizione di fronteggiare gli attacchi speculativi contro i paesi in attivo e quelli in passivo e contro le istituzioni finanziarie.

Detto questo, siamo consapevoli che il problema fondamentale non è che le autorità nazionali manchino di una sede istituzionale in cui coordinarsi, ma la loro volontà politica di farlo. E' credibile la promessa (poniamo il caso degli Stati Uniti) di sottomettere questa volontà alle indicazioni o raccomandazioni di un ente sovranazionale, pur contribuendo alla sua fondazione e al suo mantenimento? Finora, paradossalmente,

---

<sup>13</sup> Cfr. "Can the IMF Save the World?", RGE Europe EconoMonitor, [http://www.rgemonitor.com/euro-monitor/253906/can\\_the\\_imf\\_save\\_the\\_world](http://www.rgemonitor.com/euro-monitor/253906/can_the_imf_save_the_world)

l'occupazione delle prime file di fondatori e finanziatori di organismi internazionali è stato l'espedito per *sottrarsi* alla loro giurisdizione.

Una preconditione minimale perché il Fondo sia capace di coordinare e monitorare le varie politiche nazionali, è che venga visto come un'autorità *super partes*, acquistando autonomia e in rappresentatività<sup>14</sup>. E queste possono essere ottenute solo con una *governance* diversa. La revisione della *governance* del Fondo, quindi, è cruciale sia per aumentarne la rappresentatività e la legittimità, sia per rendere le sue indicazioni più ascoltate e la sua azione più efficace. Sarebbe necessario introdurre, almeno per un piccolo numero di scelte cruciali, la doppia maggioranza in modo che le decisioni vengano prese non solo in base alle quote (che dovranno pure essere riviste alla luce della forte crescita dei paesi emergenti), ma anche sulla base di una maggioranza numerica di paesi<sup>15</sup>. La seconda riforma da attuare è quella di rendere più ampio il numero di paesi chiamati a collaborare in caso di crisi finanziarie internazionali. Nel passato la politica del Fondo è stata fortemente influenzata dagli Stati Uniti. Oggi questa egemonia non ha più senso, tenuto conto che i paesi in surplus si trovano in Asia e nelle aree petrolifere.

La crisi del 2007 passerà alla storia non solo per la sua entità, se avrà fornito l'occasione di un ridisegno del sistema internazionale, all'altezza delle sfide della globalizzazione, per trasformarle in vere opportunità di sviluppo per tutti, tenendone sotto controllo le forze dirompenti. Questa occasione diverrà concreta quando i *global player* realizzeranno i seri limiti e costi della loro pretesa libertà di azione, e il loro realismo politico, come dottrina e come prassi, verrà liberato dai ceppi del secolo passato e applicato alla ricerca dei vantaggi del sovranazionalismo e del multilateralismo. Sarebbe auspicabile che ciò avvenisse senza che la crisi dovesse prima dispiegare per intero il proprio potenziale distruttivo.

---

<sup>14</sup> Ferdinando Targetti e Andrea Fracasso, *Le sfide della globalizzazione. Capitolo III.1*, Francesco Brioschi editore, Milano, 2008.

<sup>15</sup> Oggi americani ed europei hanno quasi la metà dei diritti di voto (16.79% gli americani e 32.09% gli europei). La Russia pesa solo per il 2.7%, poco più del Belgio che conta per il 2.02% che, a sua volta, pesa più del Brasile cui spetta l'1.38%. Quarantatré paesi africani pesano il 4.4% e la sola Francia il 4.86%