

NOTA ISRIL ON LINE

N° 20 - 2010

**ALCUNE CONSIDERAZIONI SULLA
CRISI FINANZIARIA E SULLE
TENDENZE DI LUNGO PERIODO
DELL'ECONOMIA MONDIALE**

Presidente prof. Giuseppe Bianchi
Via Piemonte, 101 00187 - Roma
gbianchi.isril@tiscali.it
www.isril.it

istituto
di studi sulle relazioni
industriali e di lavoro



ALCUNE CONSIDERAZIONI SULLA CRISI FINANZIARIA E SULLE TENDENZE DI LUNGO PERIODO DELL'ECONOMIA MONDIALE

di Giovanni Palmerio

1. Quali sono i principali fattori di instabilità dell'economia mondiale?

Sulla crisi finanziaria internazionale, che è esplosa nel 2008 e si è trasmessa in tempi brevi al settore reale dell'economia, si è scritto molto addentrandosi in aspetti anche molto tecnici relativi ai mercati finanziari, ma non sono stati sottolineati a sufficienza alcuni temi di carattere generale, che per altro sono di grande rilevanza e sui quali occorre soffermarsi.

Ormai da molti anni i Governi, le banche centrali, le istituzioni internazionali, la cultura economica dominante indicano il disavanzo pubblico e il debito pubblico come le principali cause di instabilità dell'economia di un Paese e del sistema economico internazionale. Tutti gli accordi relativi all'Unione Europea, e in particolare all'Unione Monetaria Europea, a partire dal Trattato di Maastricht (1991) hanno posto dei limiti molto severi al rapporto disavanzo pubblico/pil e al rapporto debito pubblico/pil fino a ipotizzare un disavanzo pubblico pari a zero. La crisi finanziaria esplosa nel 2008 invece ha mostrato, in modo inequivocabile, che le cause di instabilità del sistema economico internazionale sono gli squilibri delle bilance dei pagamenti, in particolare l'enorme e crescente disavanzo estero degli Stati Uniti, e l'indebitamento privato, soprattutto delle famiglie, come nel caso dei cosiddetti mutui subprime americani.

Il debito pubblico del Giappone è da anni superiore al 150% (dal 154% del pil nel 2004 è arrivato nel 2008 a valori superiori al 190% del pil), ma non è un fattore di instabilità dell'economia di quel Paese. Infatti il surplus della bilancia corrente dei pagamenti giapponese è da sempre notevolmente elevato e quindi nessun detentore di titoli del debito pubblico giapponese (anche non residente in quel Paese) può temere che il Tesoro giapponese non sia in grado di restituire il capitale di quel titolo, anche in dollari. Se, viceversa, un elevato rapporto debito pubblico/pil caratterizza l'economia del Messico o dell'Argentina, ossia di Paesi che hanno un deficit estero cronico, allora l'elevato rapporto debito pubblico/pil può essere un forte fattore di instabilità per l'economia.

Fin qui abbiamo fatto degli esempi estremi. In Italia, che ha già un debito pubblico elevato, un suo aumento determina prevalentemente un aumento dei tassi di interesse rispetto a quelli dei Paesi più virtuosi come la Germania. Tale fenomeno tuttavia non si sta manifestando affatto in questa fase di recessione, durante la quale i tassi di interesse sui BOT sono scesi allo 0%, fenomeno che mostra in modo inequivocabile come la fiducia nei titoli del debito pubblico, anche italiano, è superiore alla fiducia in qualunque titolo emesso da qualunque banca o istituzione privata anche al livello internazionale.

L'Unione Monetaria Europea si sta dimostrando come uno dei principali fattori di stabilizzazione dell'economia dell'area. Un Paese che abbandona la sua moneta e adotta l'euro paga il prezzo di dover rispettare le regole di Maastricht (con i suoi sviluppi successivi): deve contenere il disavanzo pubblico e il debito pubblico entro limiti determinati e inoltre perde la sovranità monetaria

consegnandola alla Banca centrale europea; ciò può rappresentare dei costi, anche significativi, in termini di politica sociale (cioè di welfare state). Però questo Paese ha un grosso vantaggio, rappresentato dal fatto che, una volta adottato l'euro, può non preoccuparsi per nulla di un eventuale disavanzo della bilancia dei pagamenti, che diviene un "disavanzo regionale". Desidero sottolineare questo punto, che spesso non viene chiaramente percepito. Ciò spiega il fenomeno per cui, ad esempio, Paesi come la Slovenia, Cipro, Malta, la Slovacchia recentemente e la Spagna e il Portogallo già dall'inizio hanno voluto adottare l'euro senza riserve mentre la Svezia e la Danimarca non l'hanno ancora fatto. Infatti i primi sei Paesi sono caratterizzati da un disavanzo estero cronico, strutturale, che riguarda la bilancia commerciale e non è facilmente curabile con ricette macroeconomiche (politiche monetarie e fiscali soltanto) perché riflette una insufficiente competitività del sistema economico. Invece la Svezia e la Danimarca non hanno problemi di bilancia dei pagamenti e quindi non adottano l'euro perché ciò le costringerebbe ad adeguarsi alle regole di Maastricht e a ridurre la spesa pubblica, cioè a ridimensionare il loro generoso sistema di welfare.

È interessante rilevare come tutti gli Stati pongono dei vincoli di spesa agli enti locali. Anche uno Stato federale pone dei vincoli (anche severi, come nel caso degli Stati Uniti) ai bilanci dei singoli Stati, che possono imporre tributi e magari emettere titoli del debito pubblico ma non emettere moneta.

L'esperienza però ha mostrato che non c'è un legame diretto tra disavanzo pubblico e disavanzo estero di un Paese. Due esempi significativi sono il Giappone e gli Stati Uniti.

Il Giappone nel corso degli anni novanta ha registrato un saldo della bilancia dei pagamenti di parte corrente stabilmente in surplus mentre il bilancio pubblico passava da un surplus pari all'1,9% del pil nel 1990 ad un deficit pari al 6,3% del pil nel 2000.

L'analisi dell'evoluzione dell'economia americana mostra come gli Stati Uniti dal 1972 ad oggi abbiano sempre avuto un disavanzo della bilancia corrente dei pagamenti, cioè in sostanza della bilancia commerciale più i servizi (l'unica eccezione è l'anno 1991 caratterizzato dal pareggio di tale bilancia) mentre nello stesso periodo il bilancio pubblico (cioè il bilancio federale) è stato in alcuni anni in disavanzo e in altri in surplus.

Per stare al periodo più recente, dal 1990 al 1994 il disavanzo pubblico (in percentuale del pil) ha un profilo dapprima crescente e poi decrescente: -4,24%; -4,92%; -5,77%; -4,94%; -3,56%, mentre il disavanzo della parte corrente della bilancia dei pagamenti (in percentuale del pil) decresce solo dal 1990 al 1991 e poi cresce sempre: -1,4%; 0,0%; -0,8%; -1,3%; -1,7%. Inoltre negli anni 1999 e 2000 il bilancio federale è in surplus (+0,85%; +1,62%), ma la bilancia corrente dei pagamenti è in deficit (-3,3%; -4,3%). Poi dal 2001 al 2004 il bilancio federale torna in disavanzo, sempre crescente (-0,39%; -3,79%; -4,95%; -4,72%), e la bilancia corrente dei pagamenti mostra anch'essa un disavanzo crescente (-3,9%; -4,6%; -4,8%; -5,7%). La teoria del cosiddetto *twin deficit* (disavanzi gemelli o doppio disavanzo), secondo cui il disavanzo pubblico sarebbe la causa principale del disavanzo corrente della bilancia dei

pagamenti, teoria che pure negli anni Ottanta del secolo scorso aveva avuto un certo successo, è stata smentita dai fatti¹.

Come abbiamo detto, l'adozione dell'euro da parte di un Paese gli rimuove il vincolo esterno, e questo è un notevole vantaggio, però lo obbliga a limitare il disavanzo pubblico e il debito pubblico (e quindi, di fatto, anche la spesa pubblica) e lo espropria della politica monetaria e, naturalmente, della politica di variazione del tasso di cambio. Ai Paesi che hanno aderito all'euro resta però uno strumento di politica economica sul quale non si è riflettuto a sufficienza: la politica creditizia, ossia di gestione del credito, che, per quanto influenzata dalla politica monetaria della BCE, mantiene sempre dei margini di autonomia. Infatti i poteri di vigilanza sulle banche sono rimasti nelle mani delle autorità nazionali dei singoli Paesi (banche centrali o altri organi assai vicini ai Governi) e ciò consente ai Governi, entro certi limiti, di evitare tagli dolorosi ai sistemi previdenziali e assistenziali e anche alle politiche sociali in senso lato. Banche pubbliche, o non gestite esclusivamente secondo le regole del mercato, possono fare prestiti ad enti pubblici, territoriali e non, concedere mutui facili alle famiglie per l'acquisto di case, e così via.

Torniamo ai fattori principali di instabilità del sistema economico: gli squilibri delle bilance dei pagamenti, in particolare il disavanzo estero americano, e l'indebitamento privato, soprattutto quello delle famiglie, come è emerso, ad esempio, dalla crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti.

Iniziamo dall'indebitamento privato. È stato generalmente sottolineato che ormai da anni il tasso di risparmio (o la propensione al risparmio) delle famiglie americane era prossimo allo zero e infine era divenuto negativo; i consumi delle famiglie americane erano finanziati attraverso l'indebitamento delle famiglie stesse con il sistema bancario e altre istituzioni finanziarie. Da diversi anni ormai il tenore di vita medio delle famiglie americane è progressivamente diminuito mentre il grado di disuguaglianza nei redditi è fortemente aumentato e i benefici dello Stato sociale, già scarsi in quel Paese, sono diminuiti: dall'indennità di disoccupazione alle assicurazioni sanitarie.

L'aumento dell'indebitamento delle famiglie, gonfiandone artificialmente il reddito disponibile, si è tradotto in aumento sia dei consumi sia delle importazioni, aggravando il disavanzo commerciale degli Stati Uniti, che è il principale fattore di instabilità del sistema economico internazionale.

Se consideriamo l'evoluzione dell'economia americana dagli inizi degli anni Settanta del secolo scorso ad oggi (cioè negli ultimi trentacinque anni), rileviamo che le principali grandezze macroeconomiche (il pil, la produttività del lavoro, gli investimenti, l'inflazione) hanno avuto evoluzioni diverse nei numerosi sottoperiodi che si possono individuare. Una grandezza però ha caratterizzato *sempre* lo sviluppo dell'economia americana in tutti questi anni: il disavanzo della bilancia commerciale (incluso in questa, oltre che le merci, anche i servizi). È vero che il disavanzo commerciale in alcuni anni è stato più basso e in altri più alto, però non si è mai trasformato in un pareggio (l'unica eccezione è l'anno 1991) o in un surplus².

¹ Sulle cause dell'enorme e crescente disavanzo estero americano si veda G. Palmerio, *Temi attuali di economia*, Malatesta, Apricena (Foggia), 2009, p. 101-131.

² Tutti i dati rilevanti si trovano in OECD Factbook 2009, *Economic, Environmental and Social Statistics* - ISBN 978-92-64-05604-6 - © OECD 2009.

2. *Le cause del disavanzo estero statunitense*

Le interpretazioni che vengono normalmente date del fenomeno del disavanzo commerciale americano, che dura ormai da quasi quarant'anni, non vanno alla radice del problema.

Certamente gli Stati Uniti vivono al di sopra dei propri mezzi e continuano ad indebitarsi con il resto del mondo a ritmi sempre più elevati. In generale l'interpretazione del fenomeno è la seguente: la domanda interna è superiore alla produzione e ciò determina disavanzo nella bilancia delle partite correnti. Gli Stati Uniti spendono molto più di quanto producono. Ciò significa che vi è un eccesso di importazioni sulle esportazioni. L'eccesso della domanda interna può significare sia eccesso della domanda di beni di consumo sia eccesso della domanda di beni di investimento.

Un altro modo di esprimere tale concetto è il seguente. I disavanzi commerciali sono sempre uguali alla differenza tra il risparmio nazionale e gli investimenti. I deficit sono la conseguenza di un aumento eccessivo degli investimenti o di una diminuzione del risparmio (cioè di un aumento eccessivo dei consumi).

Un altro dato interessante è che le svalutazioni del dollaro, che si sono verificate nel tempo, non sono mai riuscite ad eliminare il deficit commerciale e negli anni sono risultate uno strumento sempre meno efficace nel ridurlo.

La misura del deficit della bilancia corrente dei pagamenti degli Stati Uniti riflette lo squilibrio tra importazioni ed esportazioni. Tale deficit è iniziato dagli anni Settanta del secolo scorso ed è continuato ininterrottamente anno per anno.

Molti si domandano per quanto tempo ancora potrà durare questo sviluppo che si accompagna ad una crescita continua e sistematica del debito estero americano.

Tale crescita, come abbiamo visto, viene attribuita prevalentemente a fattori congiunturali o, in ogni caso, a fattori macroeconomici come l'espansione del disavanzo federale, l'eccesso di domanda interna, l'eccesso di assorbimento di risorse da parte del complesso militare-industriale, mentre vengono sottovalutati, se non addirittura ignorati, i problemi strutturali di competitività dell'economia americana.

Il paradosso è che, sulla base di diversi indici di competitività adottati nei confronti internazionali, l'economia americana risulta essere l'economia più competitiva del mondo.

Per la verità già dagli inizi degli anni Ottanta del secolo scorso alcuni autori³ avevano rilevato il declino della competitività del sistema produttivo americano. Reich aveva rilevato come la produzione di massa di beni standardizzati, che aveva generato la prosperità della società americana dalla fine dell'Ottocento alla seconda guerra mondiale, ora rischiava di determinarne il declino. Ma il Paese, sosteneva Reich, non riesce a cambiare il suo sistema produttivo perché questo tipo di produzione è radicato nell'organizzazione delle imprese, dei sindacati e delle istituzioni governative. Qualcosa è cambiato da allora (i

³ L'analisi più acuta rimane, a mio avviso, quella di R. Reich, il cui libro conserva ancora una grande attualità. V. R. Reich, *The next American frontier*, Penguin Books, New York, 1984.

sindacati, ad esempio, sono assai più deboli), ma le affermazioni di Reich sono ancora profondamente attuali.

Fino agli inizi degli anni Sessanta del secolo scorso il commercio con l'estero era ancora poco rilevante per l'economia americana. Nel 1960 le esportazioni di beni e servizi degli Stati Uniti rappresentavano meno del 5% del pil e ancor meno rappresentavano le importazioni, dato che all'epoca la bilancia commerciale degli Stati Uniti registrava ancora un surplus. Oggi le esportazioni rappresentano poco più del 13% del pil e le importazioni oltre il 18% (il disavanzo commerciale, inclusi i servizi, è di poco inferiore al 5% del pil). Ma il punto più importante non è tanto questo quanto il fatto che ormai i beni americani sono esposti alla concorrenza internazionale, mentre in passato (fino agli anni Sessanta del secolo scorso) non lo erano.

Ormai i luoghi dove si produce a costi minori e in modo più efficiente beni standardizzati (produzioni di massa) sono spesso Paesi del Terzo Mondo. Il problema della concorrenza dei Paesi in via di sviluppo (soprattutto asiatici e dell'America Latina) in molti settori produttivi riguarda tutti i Paesi industrializzati, cioè non solo gli Stati Uniti ma anche i Paesi europei e il Giappone, ed è dovuto ai bassi salari dei Paesi in via di sviluppo, che per altro in quei settori hanno raggiunto buoni livelli di produttività, ottenuti sia attraverso i ritmi intensi e gli orari lunghi di lavoro sia attraverso la qualificazione della manodopera. Però gli Stati Uniti hanno un problema in più: quello della competitività dei loro prodotti rispetto ai Paesi europei e al Giappone. Il problema investe quasi tutti i "settori maturi", dall'abbigliamento all'automobile, agli apparecchi televisivi, alle radio, al materiale fotografico, ai settori meccanico, metallurgico, ecc. L'esperienza degli ultimi quindici anni in particolare mostra che l'economia americana è innovativa e competitiva solo in quei settori in cui si sono verificati effetti di traboccamento dalla ricerca svolta in campo militare, come si è visto nel caso dello sviluppo della *new economy* e della comunicazione elettronica in particolare. Naturalmente nessuna generalizzazione ha carattere assoluto: infatti gli Stati Uniti esportano anche prodotti come il Ketchup o la Coca Cola, che è identica da oltre un secolo.

Negli ultimi anni gli Stati Uniti sono divenuti importatori netti anche di beni ad elevato contenuto di tecnologia, ciò che non si era mai verificato da prima della seconda guerra mondiale.

Il fenomeno della deindustrializzazione negli Stati Uniti si è verificato in misura molto maggiore rispetto ai Paesi europei come la Germania, la Francia e l'Italia. Le fabbriche, gli stabilimenti produttivi del settore manifatturiero sono largamente scomparsi dal territorio degli Stati Uniti, mentre gli addetti al settore terziario rappresentano circa il 73% degli occupati e coloro che svolgono attività terziarie (incluso cioè nel computo anche gli addetti ad altri settori che però svolgono attività terziaria) superano l'80% degli occupati.

Di conseguenza quei settori che non hanno beneficiato dell'effetto di traboccamento dalla ricerca svolta in campo militare hanno perso competitività. Non dimentichiamo infatti che anche nei settori tradizionali si svolge un'attività di ricerca che porta ad una continua innovazione sia nei processi produttivi sia nei prodotti.

Ma questa osservazione non è sufficiente a spiegare i problemi di competitività dell'economia americana. Un altro fattore è rappresentato dall'eccessiva finanziarizzazione di tale economia, che ha indotto i gruppi di

controllo e i manager delle grandi imprese a dedicarsi sempre più alle speculazioni finanziarie e sempre meno agli aspetti della produzione reale.

Un altro fattore, messo in evidenza da alcuni autori⁴, riguarda la rigidità del sistema produttivo americano. Nelle imprese americane tutto viene programmato in anticipo e nei minimi particolari, e vi è una distinzione netta tra coloro che formulano gli obiettivi e i programmi e coloro che li eseguono. Inoltre vi è una rigida divisione del lavoro tra i diversi comparti dell'impresa: produzione, marketing, vendite, ecc. Nonostante i tentativi compiuti negli ultimi anni di rendere il sistema meno rigido, l'influenza del taylorismo resta ancora molto forte.

Viceversa nei sistemi di produzione flessibile non vi è una programmazione nei minimi particolari dell'iter produttivo fin dall'inizio, ma c'è una interazione continua tra le diverse competenze e i diversi comparti dell'impresa. L'informazione è ampiamente diffusa nell'azienda e chiunque può dare suggerimenti per risolvere i problemi o migliorare l'organizzazione.

Nei sistemi flessibili gran parte della formazione avviene sul lavoro e durante il lavoro, perché non può essere comunicata ed erogata in anticipo e anche perché le competenze dei diversi dipendenti si integrano attraverso un processo continuo di interazione, che può portare a modifiche frequenti nell'organizzazione, nei processi produttivi e comunicativi, nei prodotti e nella loro presentazione. La continua interazione tra le varie competenze accresce la creatività e determina lo sviluppo dell'impresa.

Anche le grandi imprese possono, attraverso un processo di decentramento delle funzioni, dando margini di discrezionalità sempre più ampi nelle decisioni e nei comportamenti alle unità in cui l'azienda è articolata, realizzare un sistema produttivo più flessibile.

Ma negli Stati Uniti l'ostacolo è essenzialmente di natura culturale, dato che la scienza manageriale, che ha ideato l'organizzazione rigida delle aziende, è nata già alla fine dell'Ottocento e ha continuato ad operare fino ad oggi. Per un sistema di produzione flessibile occorrerebbe una formazione della manodopera che è l'opposto di quella che c'è oggi negli Stati Uniti. Il problema non è quello di sviluppare nuove tecniche di direzione e gestione, ma occorre una nuova organizzazione produttiva che comporti un rapporto meno rigido tra la direzione e la forza di lavoro, e, in generale, all'interno dell'intera struttura aziendale.

Passare da un sistema di produzione rigido ad un sistema di produzione flessibile è pertanto assai difficile per l'economia americana, e non fa meraviglia che gli Stati Uniti abbiano fatto assai pochi sforzi in tale direzione; essi, più che cercare di accrescere la competitività delle loro esportazioni mediante misure strutturali, hanno fatto ricorso in misura sempre maggiore al protezionismo, attuato in diverse forme.

Tutti i Paesi industrializzati hanno, ormai dagli anni Settanta del secolo scorso, il problema di espandere le loro esportazioni per pagare le importazioni dai Paesi in via di sviluppo, ma i Paesi europei e il Giappone sono riusciti in quest'opera molto meglio degli Stati Uniti. Inoltre i Paesi europei e il Giappone, ormai da molti anni, vendono agli Stati Uniti una quantità di prodotti del settore manifatturiero molto maggiore di quella che gli Stati Uniti vendono a loro.

⁴ V. R. Reich, *op. cit.*

La forte diminuzione dei costi di trasporto, che si è verificata negli ultimi trent'anni nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, ha aggravato questi problemi per gli Stati Uniti. Né essi possono risolvere il problema del disavanzo commerciale mediante l'esportazione di prodotti agricoli e di servizi. Il protezionismo degli altri Paesi in questi settori spiega solo in piccola misura le difficoltà americane.

L'esperienza ha mostrato come le misure protezionistiche adottate nel tempo dalle Amministrazioni americane e l'imponente svalutazione del tasso di cambio del dollaro (soprattutto rispetto all'euro) che si è verificata a partire dal 2002 non sono riuscite a ridurre il disavanzo della bilancia corrente dei pagamenti americana, che anzi è aumentato. Come rilevava già il Bollettino della Banca d'Italia del marzo 2005 (a p. 12), l'aggiustamento del disavanzo corrente statunitense attraverso la sola variazione dei prezzi relativi è peraltro reso difficoltoso dall'elevato divario tra le quantità importate e quelle esportate (le prime superano le seconde di circa il 70 per cento).

Gli Stati Uniti ormai non producono quasi per nulla beni di consumo di massa di uso quotidiano come l'abbigliamento, e di altri beni di questo tipo (automobili, materiale fotografico, ecc.) producono una quantità del tutto insufficiente per i consumi interni, e non riescono a colmare tale voragine con le esportazioni. In questo contesto appaiono del tutto irrealistiche tesi, che pure circolano tra alcuni economisti e che argomentano, più o meno, nel modo seguente: è inevitabile un forte deprezzamento del dollaro (in termini reali). Capitale e lavoro passerebbero rapidamente da attività non commerciabili ad attività commerciabili, produttrici di beni e servizi. Il mercato farà il resto.

In questo contesto pensare che, se il dollaro si svalutasse anche nei confronti delle monete asiatiche, il renminbi in particolare, la bilancia commerciale USA tornerebbe in equilibrio è pura illusione.

La crescita dell'economia americana continua inesorabilmente a determinare un aumento delle importazioni più rapido dell'aumento delle esportazioni. Visto che, nel medio e lungo periodo, non è possibile frenare la crescita delle importazioni, occorre riuscire ad espandere le esportazioni. Ma ciò richiederebbe una ristrutturazione dell'intera organizzazione industriale degli Stati Uniti, ciò che probabilmente è al di là della portata delle autorità governative e dei vertici delle grandi multinazionali americane. Abbiamo visto i limiti e la rigidità dell'organizzazione delle grandi imprese statunitensi, e inoltre molte di queste imprese producono beni che, seppure soddisfano le esigenze e il gusto della clientela americana, non sono disponibili sotto forma di modelli che siano in grado di soddisfare i consumatori europei e giapponesi o di altri Paesi. Emblematici sono i casi dell'automobile e degli elettrodomestici, ma potremmo citarne numerosi altri. Le produzioni americane non sono mirate all'esportazione, ma solo alla vendita all'interno del Paese. L'esperienza ha mostrato che in questa situazione nemmeno una forte svalutazione del tasso di cambio del dollaro è in grado di rendere tali prodotti competitivi.

L'ostacolo ad una profonda ristrutturazione delle imprese è di natura culturale, ma dipende anche dal fatto che i forti gruppi di interessi costituiti dalle grandi imprese premono sul potere politico per ottenere misure protezionistiche nelle forme più diverse.

Inoltre una ristrutturazione delle imprese di tale entità, oltre ad essere di difficile realizzazione, non rappresenta una priorità politica per i Governi degli Stati Uniti.

Prova ne è che le Amministrazioni americane utilizzano tutti gli strumenti di politica economica, come la politica fiscale e la politica monetaria, e anche la politica industriale, che però non è volta a stimolare la ristrutturazione del sistema produttivo americano specialmente nei settori maturi in modo da renderlo più snello e orientato anche all'esportazione, ma è indirizzata ad altri scopi e prende la forma di commesse pubbliche all'industria privata e di finanziamenti enormi alla ricerca in campo militare.

Se esaminiamo il meccanismo complessivo di sviluppo dell'economia americana degli ultimi venti anni, rileviamo che i suoi ingredienti essenziali sono stati i seguenti: l'enorme spesa pubblica nella ricerca militare, che ha consentito il successivo traboccamento al settore civile dei prodotti della comunicazione elettronica; il boom dei mercati finanziari, che ha determinato una crescita vertiginosa del valore di mercato delle azioni. Ciò ha consentito, mediante l'effetto ricchezza, un forte aumento dei consumi delle famiglie, finanziato largamente mediante l'indebitamento. Il basso tasso di risparmio e l'enorme deficit della bilancia commerciale sono stati compensati dal massiccio afflusso di capitali esteri attratti dal boom della borsa, e dei titoli della *new economy* in particolare, e dai tassi di interesse più elevati di quelli europei.

Come abbiamo visto, finora le Amministrazioni americane non hanno preso in considerazione i problemi strutturali della loro economia, ignorando completamente il problema del vincolo esterno. Solo nel 2009 l'Amministrazione Obama sembra aver preso coscienza del problema in una certa misura. Vanno infatti nella direzione di ridurre l'enorme disavanzo estero americano le politiche di risparmio energetico (basti pensare ai consumi di aria condizionata, ai consumi di benzina delle automobili, ecc.), di perseguire l'autosufficienza energetica sia mediante la ricerca di nuovi giacimenti di petrolio e di gas all'interno del Paese sia mediante lo sviluppo di forme di energia pulita, e inoltre le politiche volte a ridurre certi tipi di consumi (basti pensare al fenomeno dell'obesità, che ormai ha una dimensione sociale estesa), ecc.

È dubbio tuttavia che la politica di Obama riesca a ridurre il disavanzo estero degli Stati Uniti in misura significativa e pertanto il problema del finanziamento di tale disavanzo tenderà ad aggravarsi nei prossimi anni.

3. Il finanziamento del disavanzo estero statunitense

Dagli anni Settanta del secolo scorso ad oggi il disavanzo commerciale americano è stato sempre finanziato mediante l'afflusso di capitali dall'estero.

La liberalizzazione dei movimenti di capitali, che si è realizzata negli ultimi venti anni, è stata il presupposto perché ciò potesse avvenire. L'afflusso di capitali verso gli Stati Uniti prende la forma sia di acquisto di titoli del Tesoro americano da parte di non residenti sia di acquisto di azioni di imprese americane sempre da parte di non residenti. Perché avvenga il primo fenomeno i tassi di interesse americani devono essere sufficientemente elevati; per il secondo fenomeno i dividendi distribuiti devono essere elevati. Il basso livello del tasso di cambio del dollaro facilita l'afflusso di capitali verso gli Stati Uniti.

Il funzionamento attuale dei mercati finanziari americani favorisce la distribuzione di dividendi elevati; questo fenomeno, insieme con l'innovatività e l'espansione della *new economy*, ha determinato in tutti gli anni Novanta un afflusso massiccio di capitali verso gli Stati Uniti, ma il fenomeno si è attenuato dagli inizi degli anni Duemila.

Il disavanzo estero statunitense quindi oggi è finanziato principalmente mediante acquisti netti di obbligazioni da parte di non residenti. In particolare gli acquisti di titoli del Tesoro americano sono fortemente aumentati negli ultimi anni e sono riconducibili, in larga misura, a interventi da parte delle autorità monetarie degli altri Paesi.

Coloro che investono in dollari sono le banche centrali e i privati. Negli anni Novanta gli afflussi di capitali consistevano prevalentemente in investimenti diretti e in investimenti di portafoglio in azioni, ma negli anni Duemila gli investimenti si sono diretti soprattutto verso i titoli del Tesoro americano.

Molti si domandano per quanto tempo ancora potrà durare questo sviluppo che si accompagna ad una crescita continua e sistematica del debito estero americano.

A questa domanda nessuno è in grado oggi di dare una risposta.

Ma a questa considerazione va aggiunta un'altra, altrettanto rilevante. Gli effetti dello squilibrio commerciale americano saranno ben diversi a seconda che esso venga finanziato ad opera dei risparmiatori stranieri, piccoli e grandi, sul mercato oppure ad opera della Banca centrale europea e di quella del Giappone oppure ad opera della banca centrale cinese, cioè dal Governo cinese. Naturalmente in concreto questi soggetti avranno tutti un ruolo nel finanziamento del debito americano e ciascuno di essi avrà un ruolo rilevante.

Iniziamo a considerare il primo soggetto, il mercato. Come e quando una crisi di fiducia nel dollaro possa verificarsi è difficile dire. La crisi di fiducia dovrebbe determinare una fuga di capitali dal dollaro verso altre monete ritenute forti e soprattutto verso l'euro. Vi potrebbe anche essere un aumento della domanda di oro e, di conseguenza, del suo prezzo, ma si tratterebbe ormai di un fenomeno di rilievo modesto nel contesto attuale delle relazioni monetarie internazionali. Una grande pressione sull'euro potrebbe determinarne una fortissima rivalutazione, che la Banca centrale europea potrebbe contrastare solo immettendo una quantità sempre maggiore di euro nel sistema economico internazionale. Ma ciò, sappiamo per esperienza, potrebbe esporre l'area dell'euro a futuri rischi inflazionistici o deflazionistici determinati da massicci afflussi o deflussi di capitali. Perché l'euro possa assumere, anche parzialmente, il ruolo del dollaro, è necessario che la Banca centrale europea e i Governi dei Paesi dell'euro accettino che l'area dell'euro abbia un deficit consistente della bilancia dei pagamenti, ciò che, al momento, contrasta con i principi ispiratori dell'Unione monetaria europea. Tale deficit verrebbe visto come una potenziale fonte di instabilità dell'economia europea, con tutte le conseguenze negative che ne potrebbero derivare. Da diverse parti si auspica infatti una "nuova architettura" del sistema finanziario internazionale. Questa prevede una serie di regole di condotta per le banche, gli intermediari finanziari e assicurativi e le autorità di vigilanza, formula precise raccomandazioni alle autorità di politica economica dei diversi Paesi in merito alle politiche monetarie, fiscali e del tasso di cambio da perseguire, e ammette anche il ricorso, sia pure in particolari

circostanze, a forme di controllo amministrativo dei movimenti di capitali a breve.

Oggi si stima che il debito estero degli Stati Uniti sia superiore al 95% del pil⁵ e che i 2/3 delle attività americane siano in mano a non residenti.

Il finanziamento del disavanzo estero americano ad opera delle banche centrali europea e giapponese ha una valenza diversa rispetto al finanziamento mediante il mercato. Esso infatti deriva dall'esigenza non solo degli Stati Uniti ma anche degli altri Paesi industrializzati (Europa e Giappone) di avere un dollaro stabile e soprattutto percepito stabile dai mercati. Nella misura in cui risponde agli interessi di questi Paesi, percepiti e valutati all'interno di un quadro di relazioni multilaterali, tale politica di stabilizzazione contribuisce a mantenere la fiducia nel dollaro da parte dei mercati. Certo, man mano che il debito estero americano cresce, la capacità delle banche centrali dei Paesi dell'ex G8 di stabilizzare il dollaro, o anche semplicemente di pilotarne l'evoluzione, di smorzarne le fluttuazioni, di evitare crisi finanziarie, diminuisce.

Il problema non è tanto sapere se e quando il dollaro verrà sostituito da un'altra valuta ma piuttosto gli effetti che l'aumento del debito estero americano può avere sui tassi di interesse, sui tassi di cambio e sulle altre grandezze finanziarie e reali dell'economia mondiale.

Alla fine del 2006 il 44% del debito pubblico americano (debito federale) era detenuto da non residenti negli Stati Uniti. Di questo 44%, il 66% era detenuto da banche centrali straniere e in particolare dalle banche centrali del Giappone e della Cina. Nel complesso il 45% del debito pubblico USA detenuto da non residenti è nelle mani del Giappone e della Cina⁶. Ciò espone gli Stati Uniti ad un rischio finanziario e politico potenziale, perché una banca centrale potrebbe smettere di acquistare titoli del Tesoro americano o potrebbe iniziare a venderli in grande quantità con conseguenze dirompenti sui tassi di interesse e sui tassi di cambio.

La Cina già oggi possiede una quantità di dollari tale da poter influenzare i tassi di interesse americani e il tasso di cambio del dollaro e, di conseguenza, l'evoluzione dell'economia americana sia negli aspetti reali che in quelli finanziari. Non meno rilevante è il dato per cui la Cina può usare questa sua capacità di influenzare l'economia americana per condizionare la politica estera degli Stati Uniti.

Inoltre la Cina e altri Paesi che detengono quantità rilevanti di dollari (la Russia, l'Arabia Saudita, gli Emirati Arabi, ecc.) hanno costituito dei *fondi sovrani*, che, secondo la definizione del Fondo Monetario Internazionale, rappresentano veicoli di investimento pubblici alimentati da capitali di fonti diverse e gestiti separatamente dalle riserve della politica monetaria. Questi fondi sono quindi strumenti attraverso cui gli Stati effettuano investimenti a lungo termine e acquistano azioni di imprese di altri Paesi.

Una delle domande ricorrenti nel dibattito è se la crescente sfiducia nel dollaro possa portare l'euro a sostituirlo in parte nel suo ruolo di valuta chiave.

La prima osservazione da fare è che ciò non è avvenuto con lo yen, che pure è la valuta di un Paese come il Giappone, grande, stabile, con un'economia forte, che per di più non conosce il disavanzo commerciale e della bilancia

⁵ CIA World Factbook, <http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html>.

⁶ V. http://en.wikipedia.org/wiki/United_States_public_debt.

corrente dei pagamenti. Comunque già oggi alcune tendenze a favore di un maggiore ruolo internazionale dell'euro si manifestano, tendenze che derivano dall'esigenza di diversificare gli investimenti di portafoglio sia dei privati sia delle banche centrali e anche, in qualche caso, dal desiderio di limitare il ruolo egemone degli Stati Uniti nella politica mondiale.

Le banche europee potrebbero svolgere un ruolo in questo senso finanziando investimenti in vaste aree del mondo. La principale difficoltà perché il processo di finanziamento in euro si espanda fino ad assumere proporzioni rilevanti è che esso richiederebbe un deficit della bilancia dei pagamenti della zona euro, che l'Unione monetaria europea, in base ai suoi principi, almeno al momento non desidera avere. Le regole del patto di stabilità sui bilanci pubblici dei Paesi che hanno aderito all'euro e la politica della Banca centrale europea spingono verso il surplus o quanto meno l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Solo un avanzo rassicurante della bilancia delle partite correnti della zona euro potrebbe indurre l'Unione monetaria europea a consentire un passivo dal lato dei movimenti di capitale, e ciò potrebbe permettere all'euro di assumere un ruolo, sia pure limitato, di moneta atta a finanziare le transazioni internazionali e in prospettiva un ruolo di moneta di riserva.

Per l'area dell'euro non si profila nei prossimi anni un disavanzo commerciale (della bilancia corrente dei pagamenti), pertanto l'internazionalizzazione dell'euro potrebbe avvenire solo attraverso un deflusso di capitali dall'area verso l'Asia e le altre aree del globo. Gli investimenti a breve, di tipo speculativo, non paiono in grado di assolvere a tale compito, ma anche gli investimenti a lungo termine difficilmente potranno assumere una consistenza tale da rendere l'euro una moneta analoga al dollaro.

Al momento la struttura produttiva dell'Unione Europea è caratterizzata da una forte presenza del settore manifatturiero, specialmente in Paesi come la Germania e l'Italia, e da un basso grado di finanziarizzazione. I Paesi dell'Europa dell'Est entrati negli ultimi anni nell'Unione Europea non solo forniscono manodopera ai Paesi più avanzati dell'Unione ma ricevono una grande quantità di investimenti diretti da questi ultimi. L'osservazione di quanto è avvenuto e sta avvenendo mostra come il settore manifatturiero europeo riesca a rimanere competitivo nonostante la concorrenza cinese e di altri Paesi asiatici e sudamericani sia in virtù della qualità dei suoi prodotti sia in virtù della sua specializzazione produttiva nei rami del settore. Il surplus commerciale della Germania e degli altri Paesi dell'Europa del Nord è in grado di bilanciare il disavanzo commerciale di Paesi come la Spagna, il Portogallo, la Grecia e anche quello, più modesto, della Francia e dell'Italia. L'interazione con le economie dei nuovi entrati non fa assolutamente prevedere un disavanzo commerciale significativo per l'area dell'euro. Il disavanzo dovrebbe essere alimentato da un deflusso consistente e continuo di capitali, ma anche questo non è nelle previsioni, né di capitali a breve, dato il limitato grado di finanziarizzazione dell'economia europea, né di capitali a lungo termine, dato che gli investimenti diretti tendono a concentrarsi prevalentemente all'interno dell'Unione Europea. Sulla base di queste considerazioni si può prevedere che, se l'internazionalizzazione dell'euro aumenterà, ciò avverrà in modo lento e graduale.

Mentre l'Unione Europea nel complesso registra un equilibrio nella sua bilancia corrente dei pagamenti, il Giappone e la Cina hanno entrambi un elevato surplus commerciale. Il Giappone ha sì registrato negli ultimi anni una

diminuzione di tale surplus a causa della forte crescita dell'economia cinese e delle sue esportazioni, ma il surplus giapponese resta cospicuo e persistente. Il Giappone lo impiega sia per finanziare il disavanzo estero statunitense sia per finanziare lo sviluppo dei Paesi del Sud Est asiatico dove effettua cospicui investimenti volti anche alla realizzazione delle infrastrutture economiche e sociali.

Sulla Cina si impone una riflessione equilibrata. La Cina ha un'enorme quantità di riserve valutarie, quasi esclusivamente in dollari, che potrebbe impiegare per accelerare ulteriormente il suo sviluppo. Questo infatti incontra oggi due strozzature principali: la difficoltà di approvvigionamento delle materie prime e la carenza di infrastrutture. Si tratta quindi di nodi reali, non finanziari.

La Cina fino alla fine degli anni Ottanta del secolo scorso non ha importato materie prime perché le aveva al suo interno: gas, carbone, petrolio, ecc. Ma lo sviluppo degli anni Novanta, divenuto impetuoso negli anni Duemila, ha spinto la Cina ad importare sempre più materie prime, data l'insufficienza delle materie prime disponibili all'interno. A partire dal 2004 l'aumento dei prezzi delle materie prime e in particolare del petrolio sui mercati internazionali è causato anche dall'aumento della domanda cinese.

Le previsioni degli istituti più accreditati sostengono che la domanda di petrolio da parte della Cina crescerà costantemente nei prossimi anni e l'Agenzia Internazionale per l'Energia prevede che nel 2030 la Cina importerà dall'estero l'85% del suo fabbisogno di petrolio. Ciò spiega come il Governo cinese stia concludendo accordi con diversi Paesi per approvvigionarsi di materie prime: ad esempio con l'Arabia Saudita, con cui fino ad alcuni anni fa la Cina non aveva nemmeno relazioni diplomatiche, mentre oggi l'Arabia Saudita è diventata il primo fornitore di petrolio della Cina.

La Cina inoltre sta compiendo esplorazioni nel Mar della Cina alla ricerca di petrolio e sta stipulando accordi per l'importazione di petrolio con diversi Paesi come il Kazakistan, l'Indonesia, l'Australia, il Gabon. Anche per questo motivo la Cina chiede che gli Stati Uniti ritirino le loro basi militari dai Paesi asiatici che erano parte dell'Unione Sovietica, alcuni dei quali confinano con la Cina, sperando di espandere la sua influenza politica in quell'area. Inoltre c'è il timore che la Cina possa vendere armi in cambio di petrolio a Paesi come l'Iran, il Sudan, il Ciad.

La Cina sta realizzando molte infrastrutture, però con scarso rispetto per l'ambiente e la sicurezza: sta costruendo dighe che deviano il corso dei fiumi e centrali nucleari con standard di sicurezza non adeguati, almeno secondo i criteri occidentali.

Prevedere il futuro economico della Cina non è facile: anche se il sistema economico è stato ampiamente liberalizzato, il regime politico resta autoritario e il potere burocratico, sia a livello centrale sia a livello locale, resta molto forte e assorbe una grande quantità di risorse.

A fronte di ampi strati della popolazione che hanno raggiunto un tenore di vita discreto, anche se notevolmente inferiore a quello dei Paesi occidentali, vi sono oltre 300 milioni di cinesi che vivono con meno di un dollaro al giorno.

Le diverse etnie presenti in Cina, il pluralismo linguistico che costringe i cinesi ancora alla scrittura ideografica, unico strumento di comunicazione all'interno del Paese, i fermenti islamici presenti in diverse aree del Sud, le

numerose rivolte che si sono verificate negli ultimi anni sono tutti elementi che potrebbero rallentare la crescita economica.

Diversi aspetti positivi vanno comunque segnalati. La Cina è oggi il primo Paese del mondo come destinatario di investimenti esteri. Inoltre in Cina i beni che hanno contribuito alla forte crescita negli anni Ottanta e agli inizi degli anni Novanta (abbigliamento, giocattoli ed altri prodotti dal modesto contenuto tecnologico) sono sempre più sostituiti da beni tecnologici appartenenti ai settori dell'informatica, dell'elettronica e delle telecomunicazioni.

Per il valore dell'interscambio con la Cina l'Italia è al quarto posto tra i Paesi dell'Unione Europea dopo (nell'ordine) Germania, Olanda, Regno Unito. Sempre tra i Paesi dell'U.E. l'Italia si è collocata al terzo posto quale Paese fornitore dopo la Germania e la Francia.

La Cina recentemente ha agganciato il valore del renminbi non più solamente al dollaro americano ma ad un paniere di valute. Ciò comporta la fine della garanzia che la Cina sosterrà in ogni caso il deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

4. *La crisi finanziaria e le prospettive di un suo superamento*

La banca descritta nei manuali tradizionali di economia, che svolge quasi esclusivamente l'attività di intermediazione tradizionale, cioè la semplice raccolta di depositi ed erogazione di prestiti, sta rapidamente scomparendo ed al suo posto si sta diffondendo un nuovo tipo di banca che offre alla clientela una gamma di servizi sempre più diversificata. Effetto di questo cambiamento è la progressiva perdita d'importanza nei bilanci bancari della componente dei ricavi che derivano da interessi e la crescita progressiva di quella che deriva da commissioni o dalla compravendita di titoli sui mercati finanziari. Questo fenomeno si è verificato, sia negli Stati Uniti che in Europa, in particolare nel corso degli anni Novanta: negli Stati Uniti la quota dei ricavi che non derivano da interessi nei bilanci bancari è passata dal 20% circa degli anni Ottanta del secolo scorso al 43% del 2001⁷ e in Europa dal 26% del 1989 al 41% del 1998⁸.

Questa radicale trasformazione delle banche è stata sicuramente favorita dallo sviluppo delle nuove tecnologie, e in modo particolare dalla diffusione di nuovi canali di trasmissione elettronica dei dati, ma il fattore che viene riconosciuto in modo pressoché unanime come il principale responsabile della sorprendente accelerazione del processo di trasformazione del sistema bancario è la progressiva liberalizzazione dei mercati finanziari⁹. Sono stati infatti introdotti nel corso degli ultimi vent'anni rilevanti cambiamenti nelle regolamentazioni sia statunitensi sia europee che hanno favorito l'entrata di altri soggetti in mercati nei quali in passato operavano solo le banche e inoltre l'entrata di queste ultime su mercati diversi da quelli consueti dei prestiti alle imprese. La constatazione che il processo di diversificazione dell'offerta di prodotti da parte delle banche ha coinciso con la progressiva riduzione dei margini d'interesse osservata sia negli Stati Uniti che in Europa ha portato alcuni

⁷ V. K.J. Stiroh, "Diversification in banking: is non-interest income the answer?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 2004, 36, p. 853-882.

⁸ V. European Central Bank, *EU banks' income structure*, Banking Supervision Committee, 2000, April.

⁹ V. A.M. Ciarrapico e S. Cosci, "Cause ed effetti della diversificazione dell'offerta di prodotti distribuiti tramite le reti bancarie", *Economia, impresa e mercati finanziari*, 2008, 2, p. 55-73.

a vedere in questo spostamento una reazione naturale delle banche all'aumento della pressione concorrenziale sul mercato del credito.

Se da un lato ormai non possiamo più insegnare che l'attività principale, quasi esclusiva, di una banca è raccogliere depositi ed erogare prestiti, dall'altro non possiamo comunque nemmeno più fare le analisi classiche sul mercato monetario e sul mercato finanziario né descrivere quest'ultimo come costituito essenzialmente da due tipi di titoli, obbligazioni (a reddito fisso) e azioni (a reddito variabile). L'innovazione finanziaria ha ormai creato, e continua a creare, un numero sempre maggiore di diverse tipologie di titoli, i cosiddetti derivati, e di questi titoli esiste un'enorme quantità.

Quali sono le cause di questo enorme, anzi abnorme, sviluppo dell'innovazione finanziaria? Esse sono essenzialmente due.

La prima è costituita dall'enorme incremento della liquidità internazionale, che origina, come abbiamo detto, soprattutto dal deficit delle partite correnti della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, deficit che si manifesta ormai costantemente tutti gli anni dal lontano 1972.

Altre riflessioni vanno fatte sull'evoluzione dell'economia americana negli ultimi venti anni. La gestione delle imprese orientata non più all'obiettivo dello sviluppo di lungo periodo ma a massimizzare il valore di mercato delle azioni e i loro rendimenti di breve periodo ha comportato la scelta di attuare una forte riduzione dei costi, che è consistita non solo nella riduzione degli investimenti di lungo periodo e in particolare di quelli nella ricerca e nella formazione del capitale umano ma anche in massicci licenziamenti e nel contenimento dei salari. Il grado di disuguaglianza nei redditi è fortemente aumentato negli ultimi venti anni e i benefici dello Stato sociale, in particolare l'indennità di disoccupazione, sono diminuiti.

L'eccessiva finanziarizzazione dell'economia ha inoltre indotto i gruppi di controllo e i manager delle grandi imprese a dedicarsi sempre più alle speculazioni finanziarie e sempre meno agli aspetti della produzione reale.

A partire dagli anni Ottanta si sono intensificate le scalate ostili, che prendono la forma di acquisti di imprese in borsa da parte di gruppi finanziari, che acquisiscono partecipazioni azionarie, spesso di maggioranza, di aziende che operano nei campi più diversi, formando così delle concentrazioni conglomerali.

In generale le acquisizioni possono determinare miglioramenti di efficienza se danno luogo a concentrazioni con i connessi vantaggi di integrazione e coordinamento tra le imprese. Ciò però avviene solo se un gruppo acquista un'impresa per possederla definitivamente o per un lungo periodo. Se invece un gruppo acquista un'impresa con l'intenzione di rivenderla dopo qualche tempo, compie un'azione puramente speculativa e certo non realizzerà quelle forme di integrazione e coordinamento che potrebbero piuttosto rappresentare un ostacolo alla commerciabilità dell'impresa perché la sua indipendenza verrebbe limitata.

Se le acquisizioni sono determinate da un intento meramente speculativo, di far crescere il valore di borsa dell'impresa acquisita per rivenderla dopo breve tempo, non è affatto detto che generino un aumento dell'efficienza complessiva.

E in effetti il "mercato del controllo", che si è sviluppato enormemente negli Stati Uniti a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso, è basato quasi esclusivamente su operazioni speculative di breve periodo.

L'abnorme sviluppo delle innovazioni finanziarie trova una sua prima origine, pertanto, nel particolare modello di sviluppo dell'economia americana, nell'esigenza di finanziare il deficit della sua bilancia dei pagamenti delle partite correnti e nel conseguente diffondersi di una cultura "speculativa" sia presso le imprese sia, in qualche misura, presso le famiglie.

La seconda causa della diffusione di strumenti finanziari sempre più complessi è il tentativo delle banche e di altri intermediari di finanziare iniziative molto rischiose, cercando di scaricare il rischio su altri soggetti, magari suddividendolo su una platea molto ampia, per mezzo di titoli derivati. Questi titoli, il cui valore è legato al rendimento di altri strumenti finanziari o indici, sono nati per la copertura e per il controllo dei rischi di mercato ma sono stati di fatto utilizzati da gran parte degli stessi intermediari finanziari con l'intento di speculare sulla variabilità dei tassi o degli altri parametri di riferimento. Ciò è avvenuto specialmente per i titoli derivati di seconda generazione, detti "sintetici". In queste operazioni viene meno il principio secondo cui il risparmio accumulato deve essere diretto dagli intermediari verso i progetti d'investimento più meritevoli di finanziamento, principio che giustifica nei modelli schumpeteriani il ruolo centrale della banca nello sviluppo economico.

La dimensione del mercato dei titoli derivati è cresciuta in pochi anni in modo sorprendente. Si stima che essa fosse pari a 600 miliardi di dollari nel 1999 e dopo soli sette anni, nel 2006, a 17 trilioni di dollari¹⁰. La maggioranza degli studi identifica nella globalizzazione la causa principale dello sviluppo di questo mercato: con essa infatti le imprese, gli investitori e i governi si sono trovati ad essere esposti a rischi nuovi, sia di tasso di cambio che di tipo politico. Inoltre gli emittenti dei titoli hanno dovuto confrontarsi con le esigenze specifiche di potenziali clienti appartenenti a popolazioni tra loro molto diverse. L'incertezza del mercato finanziario globale ha stimolato la creazione di strumenti idonei a gestire e perfino a "sfruttare" i nuovi rischi¹¹.

Nella letteratura economica gli autori sono concordi nel ritenere che l'innovazione possa esercitare allo stesso tempo sia un impatto positivo che un impatto negativo sulla società, ma non sono altrettanto concordi su quale sia l'effetto netto dell'innovazione finanziaria e in particolare non sempre essi sono convinti che l'innovazione finanziaria sia un "gioco a somma positiva"¹².

Alcuni vedono l'innovazione finanziaria addirittura come la locomotiva che consente al sistema finanziario di raggiungere il suo vero scopo, che è quello di favorire il funzionamento dell'economia reale¹³.

Altri economisti sono invece scettici sull'effetto netto positivo dell'innovazione finanziaria sul sistema economico e, in particolare, molti evidenziano i costi che essa comporta per il sistema economico in termini di differimento o evasione delle imposte, di perdita conseguente di gettito fiscale, di equità e pertanto di benessere.

¹⁰ V. A.B. Ashcraft e J.C. Santos, *Has the credit derivatives swap market lowered the cost of corporate debt?*, Staff Reports 290, Federal Reserve Bank of New York, 2007.

¹¹ V. C. Smith, C. Smithson e D. Wilford, *Managing financial risk*, New York: Harper Business, 1990.

¹² Si veda per una rassegna della letteratura sull'argomento P. Tufano, "Financial innovation: the last 200 years and the next", in (a cura di) G.M. Constantinides, M. Harris e R.M. Stulz, *The Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: Elsevier/North-Holland, 2003.

¹³ V. R.C. Merton, "A functional perspective of financial intermediation", *Financial Management*, 1995, 24, p. 23-41.

Non dobbiamo dimenticare inoltre che ogniqualvolta le banche assumono rischi privi della necessaria copertura economica la collettività subisce un danno; la rilevanza di questo danno è divenuta particolarmente evidente negli ultimi anni proprio con il forte aumento di questi titoli sofisticati, che promotori finanziari eticamente disinvolti, grazie anche al diffondersi presso le famiglie di una cultura più speculativa, non hanno trovato difficile collocare presso il crescente numero di clienti desiderosi di conseguire rendimenti superiori a quelli di mercato e spesso poco consapevoli dell'effettivo rischio connesso all'operazione da loro sottoscritta.

Se oggi, dopo la crisi finanziaria del 2008, sembrano prevalere le voci di coloro che si rivelano perplessi sugli effetti positivi delle innovazioni, nel corso degli ultimi dieci anni hanno prevalso gli ottimisti. In effetti non sono mancati in passato interventi di osservatori che mettevano in luce i pericoli connessi allo sviluppo eccessivo di questo mercato con toni che allora sembravano esagerati. Già nel 1995 T.P. Pare¹⁴ scriveva che, se l'innovazione finanziaria è da considerare un dono, il donatore è Alfred Hitchcock. E Huang¹⁵ nel 2000 invitava a considerare i derivati dal punto di vista legale come abitanti di una sorta di Jurassic Park, con l'implicazione che gli ingegneri finanziari hanno il potere di creare prodotti capaci di distruggere la civiltà.

L'innovazione finanziaria è stata introdotta con un fine positivo ma ha prodotto rilevanti effetti negativi sul sistema finanziario nel corso degli anni, in particolare perché ha favorito la metamorfosi degli intermediari, che hanno avuto modo di modificare il grado di rischio associato alla loro attività economico-finanziaria e la loro solvibilità senza che apparisse sostanzialmente modificata la loro configurazione esterna. La banca è divenuta la porta di accesso ai mercati dei capitali e ha potuto trasferire all'esterno le sue attività, a veicoli specializzati che emettono passività che vengono sottoscritte da investitori istituzionali, i quali a loro volta trasformano ulteriormente queste strutture finanziarie e le collocano presso investitori finali. Il trasferimento del rischio su altri soggetti indebolisce l'incentivo della banca ad effettuare una rigorosa attività di selezione e monitoraggio della clientela e questa è una importante esternalità negativa derivante dall'innovazione finanziaria.

È indubbio che alla luce delle considerazioni svolte l'innovazione finanziaria è un fenomeno complesso rispetto al quale sarebbe stato necessario da tempo mantenere elevato il livello di attenzione da parte delle autorità di politica economica nazionali e sovranazionali. Lo sviluppo dell'innovazione finanziaria è sicuramente la causa fondamentale delle crisi finanziarie, che assumono proporzioni sempre più allarmanti. Per evitare tali crisi, o quanto meno contenerle, è necessario rimuoverne le cause e regolamentare in modo stringente i mercati finanziari.

Ciò che la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve hanno fatto (la Banca Centrale Europea in tal modo ha anche tradito la sua proclamata filosofia di base), immettendo un grande volume di liquidità nel sistema economico, può stabilizzare i mercati finanziari temporaneamente ma non rappresenta una soluzione al problema. Inoltre, l'immissione di tutta questa liquidità è foriera di

¹⁴ V. T.P. Pare, "Today's hot concept, tomorrow's forest fire", *Fortune*, 1995, May 15, p. 197.

¹⁵ V. P.H. Huang, "A normative analysis of new financially engineered derivatives", *Southern California Law Review*, 2000, March.

inflazione, che, sommata alle incertezze e alla recessione che è in atto, potrebbe tradursi in stagflazione.

Anche le nazionalizzazioni, compiute in un Paese come gli Stati Uniti e anche nel Regno Unito a dispetto della filosofia sulle privatizzazioni, che in Europa spira dagli anni Novanta, non possono essere spinte al di là di un certo limite, mentre la regolamentazione dei mercati finanziari appare sempre più urgente. E bisogna che i Governi, soprattutto quello degli Stati Uniti, abbiano la forza di imporsi alle multinazionali della finanza e al mondo della finanza in genere.

Ridurre l'eccessivo volume di capitali a breve significa ridurre il disavanzo estero degli Stati Uniti, che, come abbiamo visto, è la principale fonte degli squilibri dell'economia mondiale. Questo però è un problema di assai difficile soluzione. È difficile infatti che una svalutazione, anche consistente, del dollaro possa migliorare in misura significativa la situazione della bilancia dei pagamenti di parte corrente americana. Gli Stati Uniti quasi non hanno più un settore manifatturiero, esportano quasi esclusivamente armi, tecnologie collegate al settore militare e finanza. Il riequilibrio della bilancia commerciale è reso assai difficile dalla struttura dell'economia americana, che non produce più la maggior parte dei beni di uso corrente e li importa dall'estero.

Regolamentare i mercati finanziari e in particolare la gestione del rischio invece è possibile ed è particolarmente urgente. Prendiamo il caso dei mutui subprime. L'affidabilità sotto il profilo del credito dei clienti è stata sistematicamente sovrastimata dagli istituti che hanno concesso i mutui ipotecari. Una volta i soggetti che concedevano un prestito (le banche) erano gli stessi che dovevano vederselo restituito e quindi erano prudenti nel valutare l'affidabilità del cliente. Ora, con la *cartolarizzazione* dei prestiti, il soggetto che concede il prestito lo rivende subito sui mercati finanziari e quindi ha un interesse minimo a valutare l'affidabilità del cliente.

Le banche inoltre hanno creato degli strumenti extrabilancio, i "veicoli strutturati di investimento" (SIV), per finanziare queste operazioni, sottraendosi in tal modo alla vigilanza e alle regole prudenziali.

Le autorità di vigilanza hanno il difficile compito di progettare e far rispettare regole del gioco che massimizzino l'incentivo a comportamenti virtuosi, che siano rivolte a prevenire comportamenti opportunistici e a tutelare coloro rispetto ai quali l'innovazione è un fattore che amplifica lo svantaggio informativo.

La via della regolamentazione dei mercati finanziari deve essere necessariamente perseguita; occorre limitare la possibilità per le banche e gli operatori finanziari di assumere rischi eccessivi. Bisogna rivalutare l'importanza della vigilanza e delle regole prudenziali, che non possono essere sacrificate in nome della libertà della concorrenza.

Qualcuno¹⁶, a proposito delle massicce iniezioni di liquidità operate dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea, ha richiamato la dottrina Bagehot, che nel 1873 sosteneva che durante una crisi una banca centrale, in quanto prestatore di ultima istanza, dovrebbe prestare danaro (ad un tasso penalizzante) a banche solvibili ma senza liquidità, che offrano adeguate garanzie. La difficoltà di applicare tale teoria consiste nel fatto che la banca

¹⁶ V. X.Vives, "Bagehot ha ancora ragione", in *Lavoce.it*, 2008, 3 aprile.

centrale non sempre è in grado di distinguere tra gli istituti che sono insolventi e quelli che sono semplicemente privi di liquidità e non sempre è in grado di valutare le garanzie. Garanzie di buona qualità sono ad esempio i Buoni del Tesoro o le altre obbligazioni con rischio minimo.

Una prima considerazione da fare è che, da questo punto di vista, è opportuno che i poteri di vigilanza restino saldamente nelle mani delle banche centrali, contrariamente alla recente tendenza che va nella direzione opposta. Un ulteriore problema è costituito dal fatto che le banche centrali fanno prestiti anche ad istituti come la *Bear Stearns* sui quali non esercitano la vigilanza e sulla cui solvibilità quindi hanno informazioni limitate. Le banche, sostengono alcuni, dovrebbero avere esse stesse la capacità di percepire e governare i propri rischi.

Negli Stati Uniti parte della responsabilità della vigilanza è demandata ai singoli Stati, cioè a cinquanta autorità. In Europa esiste il Comitato europeo di vigilanza bancaria, che è un organo consultivo composto da cinquantuno membri, e la cooperazione tra i vari istituti è regolamentata da oltre ottanta promemoria bilaterali e multilaterali. Vi è chiaramente in questa situazione una crisi dei modelli di vigilanza, che non hanno impedito l'assunzione di rischi eccessivi nel contesto dell'innovazione finanziaria. Quest'ultima, in fondo, ha creato gli strumenti, a partire dalle cartolarizzazioni, per aggirare la vigilanza e le sue regole.

Gli Stati Uniti con i salvataggi delle banche e le nazionalizzazioni hanno trasformato l'indebitamento privato in debito pubblico. Il disavanzo pubblico degli Stati Uniti così è fortemente aumentato e rappresenta anch'esso un fattore di instabilità per l'economia mondiale.

C'è la necessità di convivere con una situazione caratterizzata da un eccesso di finanza sull'economia reale. Per questa ragione è necessario introdurre regole severe per la vigilanza sulle banche e sulle istituzioni finanziarie così come vi è la necessità di una nuova architettura del sistema di relazioni economiche e monetarie internazionali, che preveda strumenti flessibili di intervento all'interno di un contesto di cooperazione tra i Paesi. Due sono gli obiettivi essenziali da perseguire: scongiurare il pericolo di una crisi finanziaria internazionale di vaste proporzioni; accrescere la solidarietà e la cooperazione tra i Paesi industrializzati e i Paesi in via di sviluppo in un contesto globalizzato come quello attuale.