

## VARIABILI FINANZIARIE ED ECONOMIA GLOBALE IN TEMPO DI CRISI

SILVIO BERETTA

JEL Classification: E44, E58, F33, F59, G01

Keywords : Crisi finanziarie, Sistema bancario degli Stati Uniti, Global Imbalances

## Variabili finanziarie ed economia globale in tempo di crisi

di Silvio Beretta\*

**Riassunto.** Il lavoro contesta l'opinione secondo la quale l'analisi economica non disporrebbe di modelli interpretativi adeguati a spiegare il verificarsi di crisi come quella in atto dal 2007: dal canto loro, le autorità preposte alla vigilanza dei mercati internazionali non avrebbero avuto consapevolezza dell'incombere della crisi stessa. Con particolare riferimento alle tesi di Keynes e di Minsky si argomenta che tali modelli erano invece disponibili, e che inoltre in numerose e autorevoli sedi internazionali l'allarme era stato per tempo lanciato. Studiosi autorevoli avevano d'altra parte descritto il processo di formazione della "bolla" immobiliare che ha innescato la sequenza di crisi a partire dal 2006. Nel ricostruire l'evoluzione recente del sistema bancario degli Stati Uniti, vengono poi sinteticamente illustrati gli sviluppi normativi che, nel corso degli ultimi tre decenni, hanno contribuito a creare le condizioni della crisi stessa. Viene in particolare riepilogata l'azione svolta dalla Federal Reserve, anche in relazione alle operazioni di *bailout* effettuate: è richiamato a questo proposito, anche con riferimento a precedenti storici, il problema del *moral hazard*. Aspetti strutturali rilevanti del sistema economico statunitense, e in particolare il comportamento tendenziale di consumo delle famiglie, vengono evidenziati e identificati, unitamente al ruolo internazionale del dollaro, quali determinanti di fondo dei *global imbalances* che caratterizzano l'economia mondiale e che sono alla base della crisi attuale. Infine, così come non appare fondato affermare che mancano modelli economici adeguati, altrettanto arbitrarie risultano tanto la separazione fra dimensione monetaria e dimensione "reale" dei fenomeni, quanto quella - spesso invocata - fra dimensione "economica" e dimensione "politica" dei medesimi.

**Abstract.** This paper disputes firstly that there are not sufficient economic models which adequately explain the crisis that started in 2007, secondly that the authorities keeping an eye on the market could not have foreseen the impending crisis. We argue, however, that the models of Keynes and Minsky were available and that the alarm had been sounded in good time in numerous important international centres. Authoritative academics had also described the real estate "bubble", with which the series of crises started as early as 2006. Tracing the recent evolution of the USA banking system, we briefly illustrate the norms that helped create crisis conditions, over the last three decades. In particular we recapitulate what the Federal Reserve did, also in connection with the *bail-out* and, referring to historical precedent, the problem of *moral hazard*. Structural aspects of the American economy and the long-term propensity of families to consume are considered, as well as the international role of the dollar, as the basic determinators of *global imbalances* in the world's economy that are the root of the present crisis. Finally, just as it seems unfounded to say that adequate economic models do not exist, equally arbitrary is the separation of monetary from "real" phenomena, and the often quoted "economic" and "political" dimensions.

Parole chiave: Crisi finanziarie; Sistema bancario degli Stati Uniti; Global Imbalances.

JEL Classification: E44, E58, F33, F59, G01.

---

\* Dipartimento di Economia pubblica, Università di Pavia. Renata Lenti e Riccardo Puglisi hanno letto e commentato precedenti stesure di questo lavoro. Sono loro molto grato dei suggerimenti ricevuti. Naturalmente è solo mia la responsabilità del contenuto.

“Two types of risk affect the volume of investment [...]. The first is the entrepreneur’s or borrower’s risk and arises out of doubts in his own mind as to the probability of his actually earning the prospective yield for which he hopes. If a man is venturing his own money, this is the only risk which is relevant. But where a system of borrowing and lending exists [...] a second type of risk is relevant we may call the lender’s risk [...]. Now the first type of risk is, in a sense, a real social cost...The second, however, is a pure addition to the cost of investment which would not exist if the borrower and lender were the same person [...]. This duplication of allowance for a portion of the risk has not hitherto been emphasised, so far as I am aware; but it may be important in certain circumstances. During a boom the popular estimation of the magnitude of both these risks, both borrower’s risk and lender’s risk, is apt to become unusually and imprudently low”.

(John M. Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan 1936, Chapter 11, *The Marginal Efficiency of Capital*)

“A little hubris is good. But then, when you’re done modeling, you must remind yourself that you’re theorizing about I’s, and that, though God’s world can be divined by principles, humanity prefers to remain mysterious. Catastrophes strike when people allow theories to take on a life of their own and hubris evolves into idolatry. Somewhere between these two extremes, a little north of common sense but still south of idolatry, lies the wise use of conceptual models. It takes judgment to draw the line”

(Emanuel Derman, *My Life as a Quant. Reflections on Physics and Finance*, Wiley 2004, Chapter 16, *The Great Pretender*)

“One of the most dangerous statements in the markets is, ‘This time it’s different’ “

(Robert F. Bruner - Sean D. Carr, *The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market’s Perfect Storm*, Wiley 2007, *Reflections on the Centennial: The Subprime Crisis Commencing in 2007*)

*Omnium rerum vicissitudo est, nulla potentia perpetuo manet. Fuerunt Itali rerum domini, nunc Turchorum incohatur imperium*

(Enea Silvio Piccolomini, *Leonardo de Benevolentibus, civi Senensi et apud illustrem dominium Venetorum oratori*, epistola datata “Ex Graezio Stiriae, die 25 septembris 1453”; citato in *La caduta di Costantinopoli. L’eco nel mondo*, a cura di Agostino Pertusi, Fondazione Lorenzo Valla - Arnoldo Mondadori Editore 1976, 64).

1 - Il saggio *Manias, Panics, and Crashes* del 1978, nel quale Charles Kindleberger ripercorre storia e modalità di svolgimento delle ventinove crisi finanziarie che ritiene di individuare nei due secoli e mezzo che vanno dal 1720 al 1975<sup>1</sup>, si apre con un’epigrafe, tratta da Walter Bagehot, che vale la pena di citare per esteso. Osserva infatti Bagehot: “Molto si è scritto sui momenti di panico e di isteria collettiva [...] ma una cosa è certa, che in particolari momenti una quantità di gente stupida dispone di stupido denaro in quantità [...] Di tanto in tanto [...] il denaro di queste persone [...] è particolarmente ampio e affamato; cerca qualcuno da divorare, ed è la ‘pletora’; ne trova alcuni, ed è la ‘speculazione’; viene divorato, ed è il ‘panico’”. Queste parole di un secolo e mezzo fa, per il fatto di rappresentare metaforicamente il succedersi e l’amplificarsi di alcune delle fasi di una crisi finanziaria, e di evidenziarne altresì presupposti e svolgimento, bene si adattano ad approfondimenti utili a meglio comprendere anche gli avvenimenti di oggi, di fronte ai quali molti

---

<sup>1</sup> C.P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, New York, Basic Books, 1978 (trad. it. *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Roma-Bari, Editori Laterza, 1981).

si domandano e domandano: “perché quello che è accaduto non era stato previsto?” e inoltre: “perché non siamo stati avvertiti tempestivamente?”, ma soprattutto: “Cosa è accaduto in realtà, e chi e dove ha sbagliato?” E sono altresì utili, le stesse parole e i rimandi alla letteratura che queste sollecitano, a rendersi conto del fatto che, sul tema delle crisi finanziarie, non sono affatto i modelli interpretativi a fare difetto<sup>2</sup>: è anche sulla base di tali modelli del resto - o avendo *anche* tali modelli come base analitica - che tanto autorevoli documenti ufficiali quanto la pubblicistica periodica specializzata avevano formulato anticipazioni, prefigurato scenari, individuato fattori di rischio. Le parole di Bagehot ci aiutano pertanto a identificare alcune delle determinanti *anche* delle vicende nelle quali siamo coinvolti oggi.

È innanzitutto al Keynes del Capitolo 12 della *Teoria generale* che conviene fare preliminarmente - e con qualche dettaglio - riferimento<sup>3</sup>. Molti anni dopo Bagehot, infatti, Keynes, nell'approfondire le caratteristiche di un sistema fondato - come quelli a lui contemporanei - sulla “separazione [...] fra proprietà e amministrazione delle imprese” (con il connesso “sviluppo di mercati organizzati di titoli di investimento”) piuttosto che sull’ “impresa privata di vecchio stile” (prevalendo la quale tenderebbero invece a prevalere anche da parte del singolo “decisioni in gran parte irrevocabili”), individuerà proprio nelle Borse il luogo in cui a un soggetto si offre giornalmente - oggi diremmo piuttosto istantaneamente - l'occasione “di rivedere l'ampiezza dei suoi interessi nei vari investimenti”. Talune categorie di investimenti tuttavia, “piuttosto che dalle aspettative genuine dell'imprenditore professionale”, sono governate “dalle aspettative medie di coloro che operano nella borsa dei titoli, quali si rivelano nel prezzo delle azioni”: le valutazioni e rivalutazioni - sistematiche e continue - degli investimenti esistenti che le Borse compiono poggiano a loro volta - per Keynes - sulla *convenzione* che suppone “che lo stato di cose esistente continuerà indefinitamente, salvo in quanto vi siano motivi specifici per attendersi un mutamento”. E se pure è “estremamente improbabile” che l'esistente perduri indefinitamente, l'investitore, fin tanto che riterrà di potere confidare sulla *stabilità* di tale convenzione, quindi *per periodi brevi anche successivi*, si sentirà incoraggiato per il fatto di ritenere di potere rivedere il proprio giudizio, e quindi variare il proprio investimento, *prima* del sopravvenire di mutamenti significativi (il che equivale a dire che si percepirà come *liquido*). L'evidente arbitrarietà della convenzione costituisce da sola un fattore significativo di *precarietà* in termini di *ammontare sufficiente* degli investimenti, e della relativa *stabilità* nel tempo. Ad aggravare tale precarietà si aggiungono inoltre ulteriori determinanti, e precisamente: il progressivo aumento della quota di titoli a reddito variabile sul totale posseduto da soggetti privi di conoscenze circa le condizioni delle imprese; le fluttuazioni nei profitti che - pure se effimere - “tendono a esercitare sul mercato un'influenza del tutto eccessiva e perfino assurda”; l'assenza di una “base di convinzioni fortemente radicate” che determina il

---

<sup>2</sup> Un'ampia rassegna analitica sul tema delle crisi finanziarie, con particolare riguardo alle determinanti e alle specificità dell'attuale, è contenuta in M. Fratianni, *Financial Crises, Safety Nets and Regulation*, relazione presentata alla XLIX Riunione scientifica della Società Italiana degli Economisti, Perugia 2008 (anche in “Rivista italiana degli economisti”, 2008/2, 169-207). Una rassegna delle crisi finanziarie dalla copertura spazio-temporale assai estesa (dal *default* di Edoardo III d'Inghilterra alla metà del 14° secolo - cfr. nota 69 di seguito - alla crisi dei *subprime*), basata su un *dataset* appositamente costruito, è esposta in C.M. Reinhart - K.S. Rogoff, *This Time is Different: A Panoramic view of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper Series, Working Paper 13882, 2008 (<http://www.nber.org/papers/w13882>); sulla base della casistica esaminata, gli autori si propongono di dimostrare l'infondatezza di quella che chiamano “la sindrome del ‘questa volta è diversa dalle altre’ “. Tre eloquenti diagrammi, rispettivamente sulla genesi, i meccanismi di sviluppo e il propagarsi della crisi attuale, sono contenuti in J. Attali, *La crise, et après?*, Paris, Fayard, 2008, 205-7. Per approfondimenti nella prospettiva della sociologia dei mercati finanziari con rimandi a Weber e a Simmel nonché al ruolo di categorie interpretative (fiducia, sfiducia, reputazione) elaborate in ambiti disciplinari diversi dall'analisi economica, ma altresì per le implicazioni epistemologiche - un vero e proprio programma di ricerca - connesse alla necessità di individuare “strumenti sociologici operativi integrabili nei modelli economici”, cfr. A. Mutti, *Finanza sregolata? Le dimensioni sociali dei mercati finanziari*, Bologna, il Mulino, 2008 (la citazione è alla pagina 97).

<sup>3</sup> Le citazioni che seguono sono tratte da J.M. Keynes, *Teoria generale dell'occupazione dell'interesse e della moneta* a cura di A. Campolongo, Torino, UTET, 1978 (cfr. in particolare il Cap. 12, *Lo stato delle aspettative a lungo termine*, 307- 24, *passim*).

prevalere di valutazioni convenzionali “[...] risultato della psicologia di massa di un gran numero di individui ignoranti”; infine il ruolo “perverso” esercitato dagli “esperti professionali”, cioè da coloro che possiedono “giudizio e cognizioni superiori a quelle medie degli investitori privati”. Questi ultimi, anziché correggere “gli sbandamenti dell’individuo ignorante abbandonato a se stesso”, tendono infatti a finalizzare le proprie energie non già a “compiere migliori previsioni a lungo termine sul rendimento probabile di un investimento per tutta la durata della sua vita”, bensì a “prevedere variazioni della base convenzionale di valutazione con un breve anticipo rispetto al grosso pubblico”, tentando di anticipare il livello al quale il mercato valuterà l’investimento “sotto l’influenza della psicologia di massa, fra tre mesi o fra un anno”. È il “feticcio della liquidità”, in altre parole, a guidare, secondo Keynes, il comportamento degli operatori professionali verso lo “scopo privato” del *to beat the gun*, quello che consiste nel riuscire - ai nastri di partenza - a scattare in anticipo sul segnale, a tutto danno dello “scopo sociale dell’investimento consapevole” che dovrebbe invece consistere nello “sconfiggere le oscure forze del tempo e dell’ignoranza”. Tutte e tre le metafore di cui Keynes si avvale per descrivere tale comportamento (il gioco dell’uomo nero, il gioco delle sedie musicali, il concorso di bellezza) convergono nel rappresentare il mercato dei titoli di investimento come un luogo nel quale l’intelligenza degli operatori “è rivolta ad indovinare come l’opinione media immagina che sia fatta l’opinione media medesima”: e se Keynes chiama questo un gioco di “terzo grado”, egli stesso riconosce che non manca chi pratica giochi di grado ancora superiore: nei termini della teoria dei giochi, una vera e propria “recessione all’infinito”. Se si assume poi che “la natura umana desidera risultati sollecciti” e che “vi è un gusto particolare nel far denaro alla svelta, e i guadagni futuri sono scontati dall’uomo medio ad un saggio molto alto”, si deve concludere che sarà il comportamento “convenzionale” ad avere il sopravvento e a omologare a sé il mercato, se è vero che “è cosa migliore per la reputazione fallire in modo convenzionale, anziché riuscire in modo anticonvenzionale”. A determinare gli andamenti di mercato concorrerà inoltre, con lo stato della fiducia dell’investitore-speculatore, quello che gli istituti finanziari elaborano nei confronti di coloro che domandano denaro a prestito. Se infine non si può *presupporre* che l’*intraprendenza* (in quanto attività volta a prevedere il rendimento futuro dei beni capitali) sia sistematicamente soverchiata dalla *speculazione* (in quanto attività volta invece a prevedere la psicologia del mercato), occorre tuttavia riconoscere che tale prevalenza è tanto più probabile “quanto più perfezionata è l’organizzazione dei mercati di investimento”: il che conduce direttamente alla metafora del mercato finanziario come casa da gioco, dove accade che “l’intraprendenza [divenga] la bolla d’aria in un vortice di speculazione”, quando ci si dovrebbe augurare che prevalga la situazione opposta, nella quale gli speculatori costituiscono invece “bolle d’aria in un flusso continuo di intraprendenza”. Se alla instabilità “da speculazione” si aggiunge poi quella derivante dai cambiamenti ai quali è continuamente esposto il “delicato equilibrio dell’ottimismo spontaneo” (dal quale dipende “una larga parte della nostra attività positiva”), l’assetto del mercato, e la natura delle motivazioni che tendono a prevalervi, appaiono del tutto compatibili - nella rappresentazione che ne dà Keynes - proprio con la sintetica sequenza che, ponendo per altro l’accento sulla fase del “panico”, era stata delineata da Bagehot tanti anni prima.

2 - È in particolare con riferimento alla fase richiamata sopra, quella del panico, che emerge tutta la rilevanza del lavoro analitico di Hyman Minsky<sup>4</sup>, il teorico (post-keynesiano con orientamento istituzionalista) del capitalismo finanziario, spesso evocato di recente. La sua sistematizzazione dei connotati strutturali dei sistemi capitalistici appare infatti basilare per comprendere in ragione di quali relazioni è appunto l’*instabilità* la loro caratteristica distintiva, e quali ne sono le implicazioni. Come osservava nel 1984 Augusto Graziani nell’introduzione alla traduzione italiana di *Can “It” Happen Again?*, la ricerca di Minsky è finalizzata ad “allestire una ricostruzione completa del meccanismo monetario del capitalismo, basata sulla duplice funzione della moneta come mezzo di

<sup>4</sup> H.P. Minsky, *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York, M.E. Sharpe, Inc., 1982 (trad. it. *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Torino, Einaudi, 1984).

finanziamento e come riserva di valore”<sup>5</sup>, così da recuperare - superando le interpretazioni restrittive dello schema Hicks-Hansen e della sintesi neoclassica - il ruolo centrale che la rappresentazione del sistema capitalistico come insieme di flussi monetari occupa nella sistematica keynesiana. È su questa base analitica che il lavoro di Minsky mette in relazione le potenzialità di crisi finanziaria, quindi il “grado di fragilità” di un’economia, con la sua complessità: il sistema risulta quindi tanto più *predisposto* alle crisi quanto più alle banche - che si interpongono come fornitori di credito (per consentire alle imprese di acquistare la forza-lavoro mediante il pagamento del salario) integrando una ipotetica struttura elementare caratterizzata dalla sola presenza delle imprese stesse (che decidono quanti e quali beni produrre) e dei salariati (che decidono quanto reddito destinare al consumo) - vengono ad affiancarsi altri operatori finanziari, gli *speculatori*, il cui obiettivo non è quello di trasferire liquidità all’interno del meccanismo produttivo agevolandone il funzionamento, bensì quello di massimizzare i profitti finanziari derivanti dalle oscillazioni del corso dei titoli: nel perseguire i propri obiettivi questi operatori concorrono a determinare una vera e propria *ipertrofia* creditizia, ad alimentare cioè un “accumulo” di debiti (propri) nei confronti degli intermediari, a sua volta presupposto di crisi sistemica, dal momento che è “[...] la sempre crescente stratificazione finanziaria del boom che rende più probabile il verificarsi del bisogno di raccogliere contante vendendo attività. Una volta che questo avvenga, l’incapacità del mercato delle attività di essere ampio, spesso ed elastico porterà a una riconsiderazione dei prezzi delle attività”<sup>6</sup>. La *possibilità* che la crisi si verifichi appare pertanto *connaturata* alla struttura di un’economia finanziaria e alle motivazioni dei suoi protagonisti caratteristici<sup>7</sup>. Quanto alle *politiche*, Minsky

---

<sup>5</sup> Cfr. A. Graziani, *Introduzione. La teoria delle crisi finanziarie di H. Minsky* in H.P. Minsky (trad.it.), *ibidem*, X. Tale ricostruzione si rivela infatti fondamentale per una comprensione piena del fenomeno delle crisi finanziarie.

<sup>6</sup> H.P. Minsky (trad.it.), *ibidem*, 305.

<sup>7</sup> “L’importante conclusione di questi scritti - scrive infatti Minsky nella prefazione all’edizione italiana - è che i processi che portano all’instabilità finanziaria costituiscono una parte ineliminabile di ogni economia capitalistica decentralizzata, il capitalismo è cioè intrinsecamente difettoso, *ma l’instabilità finanziaria non conduce inevitabilmente a una grande depressione*” (H.P. Minsky, *Prefazione dell’autore* in Id., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, trad.it., *op.cit.*, XIX-XX, corsivo non nel testo). In un altro passo dello stesso volume (trad. it., *Potrebbe ripetersi? Una riproposizione*, *ibidem*, 3) Minsky afferma infatti che “L’avvenimento economico più significativo dell’epoca successiva alla seconda guerra mondiale è qualcosa che non è accaduto: non vi è stata una depressione profonda e duratura”. A conclusione del capitolo introduttivo di un volume successivo Minsky ribadirà che “La principale fonte di debolezza della nostra economia è l’instabilità” ma che questa “[...] non va attribuita all’effetto di shock esogeni o all’incompetenza o l’ignoranza di dirigenti politici. L’instabilità è determinata da processi interni a questo tipo di economia. Le dinamiche complesse dell’economia capitalistica e l’evoluzione delle strutture finanziarie conducono a situazioni che possono dar luogo a risultati di incoerenza, a un’inflazione galoppante così come a una profonda depressione [tuttavia] le istituzioni e le politiche sono in grado di contenere la spinta all’instabilità. Possiamo, per usare un’espressione, stabilizzare l’instabilità” (cfr. *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven and London, Yale University Press, 1986; trad. it. *Governare la crisi. L’equilibrio in un’economia instabile*, Milano, Edizioni di Comunità, 1989, 16-7); in tale volume cfr. in particolare, sul tema della rilevanza del grado di *leverage* per l’attività bancaria, il cap. 10 (*L’attività bancaria in un’economia capitalista*) della Parte IV (*Dinamica delle istituzioni*). Nello stesso volume (trad. it., 283-93) Minsky propone una tassonomia delle posizioni patrimoniali (*hedge*, cioè “coperte”, *speculative* oppure *Ponzi*, cioè iperspeculative) a seconda che il *cash flow* atteso in un orizzonte temporale dato sia adeguato (o più o meno *non adeguato*) a fare fronte agli impegni derivanti dagli obblighi contrattuali assunti. Per un inquadramento italiano del contributo di Minsky, anche come teorico dell’*incertezza sistemica*, cfr. un saggio del 1988, e precisamente M. Tonveronachi, *Struttura ed evoluzione dei sistemi finanziari*, Arezzo, Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio/Studi e Ricerche (in particolare il capitolo 5.4, 104-14, su *La teoria dell’instabilità finanziaria*). Del saggio di Minsky del 1986, a ulteriore conferma del particolare interesse che le analisi di questo autore rivestono proprio nelle circostanze odierne, è stata di recente realizzata una nuova edizione (New York, McGraw Hill, 2008) con un saggio introduttivo di D.B. Papadimitriou e L.R. Wray dal titolo *Minsky’s Stabilizing an Unstable Economy: Two Decades Later*. Sul Keynes di Minsky, e in particolare sul ruolo delle istituzioni finanziarie e sulla natura dell’attività di intermediazione che queste svolgono, cfr. inoltre H.P. Minsky, *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press, 1975 (trad.it. *Keynes e l’instabilità del capitalismo*, Torino, Boringhieri, 1981), in particolare il cap. 6 (pagine 155-71) e, per quanto riguarda le implicazioni di politica economica, il cap. 9 (pagine 209-19): della nuova edizione del volume (Torino, Bollati Boringhieri, 2009) cfr. l’*Introduzione* di Riccardo Bellofiore (pagine VII-XLVI). Sempre sul Keynes di Minsky, e ancora nel contesto di un *excursus* sul concetto di “instabilità del capitalismo”, cfr. A. Vercelli, *Keynes, Schumpeter, Marx and the Structural Instability of Capitalism*, Quaderni dell’Istituto di Economia n. 42,

sintetizza in uno schema semplificato - denominato “tabella della verità” - le combinazioni di politica economica che potrebbero, e/o avrebbero potuto, definire schematicamente i comportamenti alternativi del *policy maker* di fronte a una crisi. Nell’analisi di Minsky il rifinanziamento dei mercati per opera del prestatore di ultima istanza e il disavanzo (automatico e/o discrezionale) del settore pubblico rappresentano, quando opportunamente *combinati*, il *set* di strumenti appropriato a fronteggiare una crisi, essendo questa determinata, come risulta connotato al sistema, dalla contrazione dei mezzi finanziari che alimentano la domanda privata e dalla conseguente riduzione dei profitti e delle aspettative di profitto. Questa combinazione di strumenti era stata effettivamente utilizzata con successo negli Stati Uniti nel 1974-75 dopo la crisi della Franklin National Bank (producendo per altro, a ripresa produttiva avvenuta, tensioni inflazionistiche); *non* era stata invece utilizzata negli anni 1929-32 in ragione di un contesto ideologico, istituzionale e politico avverso, caratterizzato dal perdurare del mito del bilancio in pareggio, dalle dimensioni limitate del settore pubblico, dall’atteggiamento astensionista della Riserva Federale e dagli orientamenti protezionistici dell’Amministrazione Hoover<sup>8</sup>. Quanto poi alle opzioni “miste”, quella che prevede

---

Università degli Studi di Siena, settembre 1985 (in particolare pagine 4-7). Sulla posizione assunta da Keynes sui temi della Grande Crisi, esposta nel pieno del suo svolgimento in occasione di un incontro accademico, cfr. il saggio di Mauro Gobbini, *La Tavola Rotonda alla Norman Wait Harris Foundation* in J.M. Keynes, *Inediti sulla crisi* (a cura di M. Gobbini), Roma, Istituto della Enciclopedia Italiana, 1976, dove si dà conto del dibattito promosso, con la partecipazione dello stesso Keynes, appunto dalla Norman Wait Harris Foundation dell’Università di Chicago, dal 23 giugno al 3 luglio 1931, su *Unemployment as a World Problem* (cfr. in particolare la nota 1, 60-1). Sulla natura ricorrente delle crisi e sulle relative determinanti si è soffermato di recente anche Paul Krugman nell’introduzione all’edizione aggiornata di *The Return of Depression Economics* del 1999 (cfr. P.Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York, W.W. Norton & Company, 2009; trad.it. *Il ritorno dell’economia della depressione e la crisi del 2008*, Milano, Garzanti, 2009, 7-10): in un contesto di *International Political Economy* vi aveva fatto riferimento (definendo Minsky “economista isolato in una posizione defilata all’interno della professione”) anche Robert Gilpin in *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*, Princeton, Princeton University Press, 2001 (trad. it. *Economia politica globale. Le relazioni economiche internazionali nel XXI secolo*, Milano, Università Bocconi Editore, 2009, in particolare il paragrafo *Natura delle crisi finanziarie*, 272-5).

<sup>8</sup> Si ricordi in particolare, a questo proposito, lo *Smoot-Hawley Tariff Act* del 1930, che impose dazi elevati su oltre ventimila beni per proteggere le produzioni interne, innescando una successione di ritorsioni che si manifestò ancora prima che l’*iter* legislativo del provvedimento venisse perfezionato, con gravi effetti di contrazione sul commercio internazionale e conseguente “esportazione” della depressione nel resto del mondo, e particolarmente in Europa: fra il 1929 e il 1934 il commercio mondiale registrò infatti una diminuzione del 66%. La protesta di oltre mille economisti (fra i quali Fisher e Taussig) e le pressioni di esponenti del mondo economico, fra i quali Henry Ford (che definì la legge “una stupidità economica”) non riuscirono a sventare una politica che era, per altro, del tutto conforme agli orientamenti ideologici e agli impegni elettorali dell’amministrazione repubblicana che si avviava alla conclusione: si aggiunga che la “lunga transizione” da Hoover a Roosevelt - il Presidente eletto si insedierà solo nel marzo 1933 - non favorì certo la tempestività degli interventi.

Analogie (e differenze) di ordine finanziario, reale e culturale fra la crisi degli anni ’30 e quella attuale sono descritte in R. Artoni - C. Devillanova, *Dal 1929 al 2008*, Eonpubblica, Short Note n.5, novembre 2008. Una sintetica guida alla letteratura sulla Grande Depressione (con riferimento, in particolare, ai lavori di Arndt, Svernilson, Friedman e Schwartz, Kindleberger, Temin) è esposta da G. Toniolo nella *Presentazione* alla traduzione italiana del saggio di B. Eichengreen, *Golden Fetters*, New-York-Oxford, Oxford University Press, 1992 (trad.it., *Gabbie d’oro. Il <<gold standard>> e la Grande depressione 1919-1939*, Roma-Bari, Cariplo-Laterza, 1994). In tale presentazione (cfr. V-XIII), oltre che alle spiegazioni della Grande Crisi fondate sul prevalere di politiche economiche inadeguate e/o controproducenti attuate (per dirla con Keynes) da politici “schiavi di qualche economista defunto”, si dà risalto a quelle di chi (appunto come Kindleberger e Temin) enfatizza, in quanto determinante della crisi, il venire meno - negli anni ’20 e ’30, anche in ragione del mutato contesto politico internazionale - delle condizioni che, in precedenza, avevano reso possibile l’emergere di una *leadership* riconosciuta, cioè quella britannica: questa aveva assicurato stabilità al “gioco cooperativo” fra Banche centrali consentendo durata e funzionalità al *gold standard* mentre, successivamente, la stabilizzazione del sistema monetario internazionale sarà invece affidata alle pratiche deflazionistiche dei governi. Al ruolo della *leadership* britannica in regime di *gold standard* come a quello di un “direttore dell’orchestra internazionale” fa riferimento lo stesso Keynes in *A Treatise on Money* (Vol. II, *The Applied Theory of Money*, London, MacMillan, 1930; trad.it. *Trattato della moneta - Vol II, Teoria applicata della moneta* - Milano, Feltrinelli Editore, 1979, 480). Riferendo la testimonianza resa nel 1927 da Adolph C. Miller (membro del *Federal Reserve Board*) di fronte al Comitato per la stabilizzazione del Congresso degli Stati Uniti, Keynes così descriveva (*ibidem*, trad. it., 479) la natura di quel sistema: “Il gold standard significa qualche cosa di più dell’assunto legale di convertire la moneta e il credito di una nazione in oro. Il gold standard [...] è un espediente che agisce come

bilanci pubblici in equilibrio ma politiche attive di rifinanziamento avrebbe costituito, per Minsky, un'alternativa praticabile (sebbene subottimale) anche al tempo della Grande Depressione: le ridotte dimensioni del settore pubblico ne avrebbero certamente limitato il contributo alla ripresa, ma l'espansione monetaria sarebbe stata in grado, quanto meno, di frenare la caduta degli investimenti. L'alternativa simmetrica - bilanci pubblici in disavanzo e comportamento "astensionista" della Banca Centrale - si attaglia invece, per Minsky, alla situazione degli Stati Uniti negli anni '80, quando le politiche fiscali reaganiane limitarono sì gli effetti espansivi dei disavanzi, ma tale situazione veniva a determinarsi in presenza di un settore pubblico comunque più "invasivo" (il riferimento è in particolare alla spesa militare) mentre la Banca centrale attendeva, per intervenire, che si presentassero situazioni emergenziali.

L'opzione prioritaria di Minsky, quella "attiva" sui fronti sia della politica di bilancio sia dell'offerta di moneta (opzione riconducibile, nelle linee essenziali, proprio alla struttura-base con la quale vengono schematicamente rappresentate le economie finanziarie contemporanee), è - sebbene differenziata in ragione dell'eterogeneità dei sistemi reali - quella che i mercati e il pubblico sembrano richiedere oggi e che i *policy maker* sembrano - per lo più - andare attuando. È appunto al modello di Minsky che dà particolare rilievo Kindleberger nel saggio che si apre con la frase di Bagehot citata in apertura.

3 - Dopo un esempio di modello elaborato dalla letteratura, passiamo, in tema di crisi (e di previsioni/potenzialità di crisi) finanziarie, a due documenti ufficiali.

---

una influenza regolatrice e livellatrice, così da tenere in una specie di adeguato allineamento reciproco il livello dei prezzi, le condizioni creditizie e la situazione monetaria in tutte le nazioni in regime di moneta aurea. Per gold standard intendo un complesso di pratiche, un sistema procedurale che non è mai stato formulato, che non esce da una premeditazione, che non è stato inventato da alcuno, ma derivato dalla stessa esperienza dei grandi paesi commerciali del mondo; piuttosto che il semplice impiego dell'oro per assolvere ad ogni tipo di impegni". Il venire meno degli equilibri prebellici (Stati Uniti e Francia divenuti paesi *creditori*, indebolita la posizione britannica, rovinosi per la Germania i termini della pace) poneva il sistema internazionale di fronte a un dilemma nuovo e drammatico. Sempre nelle parole di Keynes (*ibidem*, trad. it., 478) si trattava infatti di "[...] mantenere i vantaggi della stabilità, in termini della base internazionale, delle monete locali dei vari partecipanti al sistema, e di assicurare nello stesso tempo ad ogni partecipante un'adeguata autonomia locale sul saggio dell'interesse interno e sul volume dei prestiti all'estero". La Grande Crisi sarà conseguenza *anche* di questa contraddizione, risultando rovinoso dei tentativi di ripristinare (in un contesto di "gioco non cooperativo") un meccanismo, il *gold standard* appunto, del quale erano venuti meno i presupposti. Sulla "rottura dell'unità del sistema monetario internazionale" come concausa della Grande Crisi si soffermerà già nel 1934 anche Lionel Robbins in *The Great Depression*, London, Macmillan (trad.it. *Di chi la colpa della Grande Crisi? E la via di uscita*, Torino, Giulio Einaudi Editore, 1935, con prefazione di Luigi Einaudi; cfr. in particolare trad.it., 17-27). Si noti per inciso che, sul fronte opposto a quello di matrice keynesiana, è proprio al saggio di Robbins del 1934 (collocato al primo posto nel breve elenco dei tre "[...] unici studi della depressione del 1929 veramente di valore") che fa riferimento Murray N. Rothbard (sostenitore della spiegazione "austriaca" del ciclo economico e massimo esponente dell'anarco-capitalismo statunitense) nella introduzione alla prima edizione di *America's Great Depression*, Auburn, Alabama, Ludwig von Mises Institute, 1963 (cfr. sul punto M.N. Rothbard, *op.cit.*; trad. it. *La Grande Depressione*, Soveria Mannelli, Rubbettino, 2008, 29).

Dopo avere ricostruito i profili dei quattro più eminenti banchieri centrali di quel tempo (Norman, Strong, Schacht e Moreau) nel contesto degli avvenimenti dei quali furono protagonisti, Liaquat Ahamed così sintetizza le proprie conclusioni circa le "responsabilità" della Grande Depressione: "I primi colpevoli furono i politici che presiedettero la Conferenza della pace di Parigi e gravarono l'economia mondiale, che faticava a riprendersi dalle conseguenze del conflitto, del peso di un debito internazionale gigantesco. La Germania cominciò gli anni '20 con un debito in conto riparazioni di dodici miliardi di dollari nei confronti di Francia e Gran Bretagna: la Francia doveva sette miliardi a Stati Uniti e Gran Bretagna in conto debiti di guerra e la Gran Bretagna ne doveva a sua volta quattro agli Stati Uniti [...] E poi furono colpevoli i grandi banchieri centrali del tempo [...] Montagu Norman, Benjamin Strong, Hjalmar Schacht e Émile Moreau [...] che più di chiunque altro portarono la responsabilità del secondo fondamentale errore di politica economica degli anni '20, quello di volere ripristinare il *gold standard* [...] Ma la Grande Depressione fu soprattutto dovuta a una carenza intellettuale, all'incapacità di comprendere il funzionamento di un sistema economico [...] E nessuno, prima e durante la Grande Depressione, pose tanto impegno quanto Keynes nel comprendere quello che stava accadendo" (traduco da L. Ahamed, *Lords of finance: the bankers who broke the world*, New York, The Penguin Press, 2009, 501-4).



Già nella Relazione Annuale presentata il 24 giugno 2007 la Banca dei Regolamenti Internazionali<sup>9</sup> sottolineava come le autorità di vigilanza avessero *da tempo* esortato le banche di investimento a essere più rigorose nella valutazione del merito di credito, e in generale nella gestione della propria esposizione nei confronti delle controparti rilevando, in particolare, l'aumentato utilizzo, per il finanziamento di iniziative anche ad alto rischio, di strumenti conosciuti come *cdo* (*collateralised debt obligation*) il cui mercato, a fine 2007, raggiungeva i 2.500 miliardi di dollari. Si tratta di titoli, caratterizzati da combinazioni diverse di rischio e di rendimento, generalmente emessi da società cosiddette "veicolo" a fronte di attività finanziarie a queste conferite. Tali attività, a loro volta, possono consistere in mutui a persone fisiche, prestiti immobiliari, obbligazioni societarie ad alto rendimento e altro: la loro solidità condiziona, di conseguenza, quella dei titoli emessi in contropartita (le *cdo*, appunto). L'accentuarsi e l'estendersi della propensione al rischio vengono attribuite a una pluralità di fattori: la ricerca di rendimenti sempre più elevati, l'accresciuta concorrenza nell'offerta di capitali, ma soprattutto il crescente utilizzo proprio del modello operativo *originate-to-distribute*, e la conseguente propensione a trasferire una (propria) posizione attiva ad altri soggetti mediante cartolarizzazioni e strumenti derivati. A questo proposito la BRI si chiedeva: "Cosa potrebbe succedere se i creditori originari non avvertissero più la necessità di esercitare la dovuta diligenza e gli acquirenti finali non disponessero delle competenze o delle informazioni necessarie a gestire i rischi insiti negli strumenti complessi in cui hanno investito?". In sede di conclusioni la BRI premetteva comunque una generale espressione di cautela nei confronti di ogni previsione sottolineando come l'attribuzione di una probabilità ai rischi concernenti le previsioni sia talmente ardua "[...] che non sarebbe esagerato affermare che viviamo in un mondo fortemente incerto, in cui è impossibile calcolare le probabilità, e non semplicemente in un mondo rischioso". Tale premessa schiudeva un orizzonte dilemmatico: ma *una* delle alternative prefigurabili istituiva collegamenti significativi (e critici) proprio fra condizioni finanziarie *accomodanti*, elevato rapporto fra prezzi delle abitazioni e livello degli affitti, valore addirittura negativo del saggio di risparmio delle famiglie (nel caso degli Usa), entità complessiva dei mutui ipotecari *subprime* ed elevato livello di indebitamento delle famiglie. Nella Relazione si afferma pertanto che: "I passati successi paiono avere una naturale tendenza a generare situazioni in cui crescono a spirale l'assunzione di rischio, la leva finanziaria, l'erogazione di credito, i prezzi, le garanzie reali e ancora l'assunzione di rischio [...] Posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo più diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? *La verità è che non lo sappiamo* [corsivo non nel testo, *n.d.r.*]"<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Banca dei Regolamenti Internazionali, 77° *Relazione annuale 1° aprile 2006 - 31 marzo 2007*, Basilea, 24 giugno 2007 (cfr. in particolare pagine 10, 155 e 161-2).

<sup>10</sup> Nell'ottobre dello stesso 2007 Ministri e Governatori del G7 chiederanno al *Financial Stability Forum* (l'organismo istituito nel 1999 a seguito delle crisi finanziarie dei due anni precedenti, e con sede presso la Banca dei Regolamenti Internazionali) di produrre analisi e di formulare proposte per fare fronte alla situazione di disordine finanziario rafforzando gli assetti istituzionali dei mercati: un *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience* verrà presentato nell'aprile 2008. Delle settanta pagine che compongono il rapporto, le dieci che costituiscono la *List of recommendations* (da attuarsi tutte fra il 2008 e il 2009) si aprono con l'auspicio di una tempestiva attuazione di Basilea II in materia di requisiti patrimoniali delle banche e si chiudono (traduco dalla p. 62 del *Report*) con la raccomandazione che "Le Autorità mettano in comune le esperienze acquisite a livello internazionale in materia di governo delle crisi", aggiungendo che "Tali esperienze dovrebbero costituire la base di 'buone pratiche' nel governo delle crisi di portata internazionale". In apertura del *Report* un paragrafo dal significativo titolo *Underlying Weaknesses* (pagine 7-9) sottolinea (traduco dalla pagina 9) che "Le Autorità responsabili hanno acquisito consapevolezza di alcune delle debolezze di fondo del settore finanziario ma, forse anche per il fatto di avere sopravvalutato la solidità di questo, *non sono state in grado di adottare misure efficaci di contrasto*" (corsivo non nel testo, *n.d.r.*). Nell'aprile 2008 verrà altresì reso pubblico un *Consultative Document* in materia di *Credit Risk Transfer* redatto a cura del *Joint Forum* (operante sotto l'egida del *Basel Committee on Banking Supervision* e di altri organismi collegati alla Banca dei Regolamenti Internazionali). Sono settantanove pagine dense, a loro volta, di analisi dei mercati, la cui Parte I (pagine 4-11) ripercorre gli sviluppi delle modalità di trasferimento dei rischi di credito a partire dal rapporto - elaborato a cura dello stesso *Joint Forum* - pubblicato nel marzo 2005 e che già aveva documentato (traduco da pagina 4 del testo del 2008) "il rapido incremento di nuove e innovative forme di trasferimento del rischio

Sempre con riferimento a documenti ufficiali, un'analisi costi/benefici del modello operativo *originate-to-distribute* richiamato dalla BRI, lungo l'intera sequenza dei suoi sviluppi e dei *comportamenti* di tutti i soggetti coinvolti (dal singolo debitore agli organismi regolatori), è contenuta nella Relazione Annuale della Banca d'Italia presentata il 31 maggio 2008<sup>11</sup>. Quanto ai

---

di credito [...] associate agli strumenti derivati”, sottolineando nel contempo (pagina 7) che “L'estensione dell'attività di cartolarizzazione a nuove categorie di attività come le ABS (*Asset Backed Securities, n.d.r.*) [...] è andata di pari passo con il crescente utilizzo della prassi operativa *originate to distribute* da parte di alcune delle banche maggiori [...]”. Ancora nell'aprile 2008 il *Report* ribadiva per altro fin dall'apertura (traduco da pagina 1) che “Il trasferimento del rischio di credito [...] procura benefici concreti al sistema finanziario globale. Tali benefici [...] sono ben noti e non sono mutati dal primo rapporto [...] del 2005 [...] Esso presenta tuttavia rischi nuovi: la mancata comprensione e l'incapacità di governare alcuni di tali rischi hanno contribuito a determinare il disordine verificatosi nei mercati nel 2007”: alcune precisazioni a tale riguardo vengono esplicitate a pagina 2. Ne consegue che le raccomandazioni *già formulate nel 2005* vengono testualmente ribadite (pagine 73-8) in diciassette punti. Il documento di attuazione, reso pubblico il 10 ottobre 2008 “attingendo ad un approfondito lavoro di indagine condotto dalle singole autorità nazionali e dalle principali banche centrali e organizzazioni internazionali di vigilanza”, si propone (traduco da pagina 2) di “dare vita a un sistema finanziario che operi con una 'leva' inferiore e non sia sensibile al sistema di incentivi perversi che è all'origine di questa crisi: nel quale inoltre siano rafforzati i meccanismi di vigilanza prudenziale e la trasparenza consenta una migliore identificazione e gestione del rischio”. Concetti analoghi erano stati espressi (quasi negli stessi termini) in occasione del precedente documento di attuazione, reso pubblico l'8 giugno. Fin dal marzo 2002, d'altra parte, lo stesso *Basel Committee on Banking Supervision* aveva elaborato una *Supervisory Guidance on Dealing with Weak Banks* nella quale (a riprova della *molteplicità* dei fattori di *fragilità* di un sistema finanziario, dell'esistenza dei quali esisteva piena consapevolezza) si definiva (traduco dalla pagina 2) come *weak bank* “quella [...] la cui liquidità o solvibilità sono (o saranno) inadeguate a meno che non si determini un sensibile miglioramento della loro situazione in termini di risorse finanziarie, profilo di rischio, orientamento strategico, capacità di gestione del rischio e/o qualità del *management*”. Uno studio predisposto fin dal 2003 da un gruppo di lavoro in seno al Fondo Monetario Internazionale (*Managing Systemic Banking Crises*, a cura di D.S. Hoelscher e M. Quintyn, Washington DC, International Monetary Fund, Occasional Paper 224) si proponeva a sua volta di definire “principi generali, strategie e tecniche” per fare fronte a crisi bancarie “sistemiche”, definendo come tali (traduco dalla nota 1 a pagina 1) le crisi che “coinvolgono la stabilità del sistema bancario e, di conseguenza, il sistema dei pagamenti e il settore reale dell'economia”: il punto di vista adottato dal gruppo di lavoro è quindi quello del *singolo sistema* ed è a tale dimensione che viene quindi riferita la *sistemicità* di una crisi. Vi si precisa inoltre (*ibidem*) che “mentre fare fronte all'insorgere di una crisi di liquidità può essere questione di poche settimane, la soluzione di una crisi bancaria sistemica [...] può durare molti anni”. Inoltre “Mentre molte delle misure iniziali - proponendosi di ripristinare la fiducia - sono di carattere macroeconomico, le ristrutturazioni di medio termine sono per lo più un problema microeconomico”. Aspetti micro e macro e costi (pubblici, lordi e netti, complessivi) delle crisi e le misure per fronteggiarle sono infine dettagliatamente analizzati con riferimento a esperienze recenti (Argentina, Ecuador, Finlandia, Indonesia, Corea, Malaysia, Messico, Russia, Svezia, Thailandia, Turchia, Venezuela) e sotto i multiformi aspetti delle caratteristiche dei singoli sistemi *prima e dopo* la crisi, delle misure adottate per farvi fronte e delle strategie di “uscita” dalle conseguenze delle medesime (cfr. Appendix II, *Case Studies of Banking Crises*, op. cit., 43-61).

<sup>11</sup> Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 31 maggio 2008, 16. Già nelle “Considerazioni finali” lette il 31 maggio 2006 il Governatore, delineando i profili dello scenario internazionale, avvertiva (pagina 6) che “[...] la possibilità di una sottovalutazione del rischio da parte degli investitori costituisce una fonte potenziale di instabilità”. E nella Relazione Annuale successiva (31 maggio 2007, 224-6) ci si soffermava in particolare sulle riunioni del *Financial Stability Forum* del settembre 2006 e del marzo 2007, che avevano “[...] posto l'attenzione su alcuni fattori di rischio per la stabilità finanziaria globale: l'operatività degli hedge fund, la rapida crescita delle attività di leveraged buy-out finanziate dai fondi di private equity, l'efficacia degli strumenti di trasferimento del rischio di credito soprattutto in condizioni di stress”: erano state altresì sottolineate “le recenti difficoltà emerse nel mercato americano dei mutui ipotecari verso clientela ad alto rischio”. E' interessante sottolineare come, in tema di valutazione dei costi e dei benefici dell'innovazione finanziaria, l'approccio ottimistico prevalesse ancora negli anni immediatamente precedenti. Valgano per tutte le espressioni dedicate dal Governatore Fazio al tema dei rischi di credito nelle “Considerazioni finali” lette il 31 maggio 2004. Con riferimento agli Usa egli sottolineava infatti (pagina 24) che “È migliorata la qualità del credito; le svalutazioni ascritte a bilancio sono state inferiori a quelle dell'anno precedente. Si è mantenuta elevata la crescita dei ricavi, anche in relazione all'intensa attività di cessione dei crediti e di successivo reimpiego dei fondi [corsivo non nel testo, n.d.r.]”. Con riferimento poi al mercato globale Fazio precisava (pagine 24-5) inoltre che se “[...] le gravi tensioni politiche e militari hanno sottoposto il sistema finanziario internazionale a forti pressioni”, questo “[...] ha mostrato capacità di assorbire le fluttuazioni; non vi sono stati episodi significativi di instabilità”; e più precisamente “Alla solidità dei sistemi finanziari hanno contribuito lo sviluppo dei mercati e quello degli strumenti derivati, che hanno consentito di redistribuire i rischi tra operatori disposti ad assumerli e gestirli [...] il ricorso a questi strumenti amplia le possibilità operative degli intermediari; tende a mutarne il *modus operandi*; la riallocazione dei rischi di credito, di cambio, di interesse ha contribuito alla stabilità dei sistemi bancari. Le Autorità di vigilanza seguono

*benefici* dell'innovazione finanziaria vi si sottolinea che “La riflessione condotta nelle sedi internazionali circa la genesi della crisi ha portato a individuare alcuni elementi di fragilità nel funzionamento del modello di intermediazione, definito *originate-to-distribute* (OTD), in cui le banche e altri prestatori, anziché mantenere la titolarità dei prestiti erogati fino a scadenza, li cartolarizzano e li collocano sul mercato. La transizione verso il modello OTD ha generato in questo decennio notevoli benefici: ha assicurato agli intermediari un utilizzo più efficiente della propria base di capitale, una maggiore disponibilità di fondi e una ridotta volatilità dei profitti; ha accresciuto la disponibilità di credito per famiglie e imprese, riducendone, nel contempo, i costi; ha fornito nuove opportunità di investimento per gli operatori. Poiché rende possibile la frammentazione del rischio di credito e il suo trasferimento a un ampio numero di investitori, esso può contribuire alla stabilità finanziaria”. Per contro, sul versante dei *costi* di una regolamentazione carente o assente (già evidenziata - del resto - in atti ufficiali della stessa amministrazione Usa) si rileva che: “Negli ultimi anni si è [...] riscontrato un indebolimento degli standard applicati nella concessione del credito, indotto anche dalla prospettiva di cederne il rischio connesso: tale tendenza è stata particolarmente accentuata nel settore dei mutui *subprime*, ma si è osservata anche in altri settori, quale quello dei *leveraged loans*. All'allentamento del monitoraggio del rischio di credito all'origine non è corrisposto un rafforzamento dello stesso controllo negli stadi successivi della catena distributiva, date anche la complessità e l'opacità dei prodotti strutturati. Si è inoltre rivelata inadeguata, da parte dei detentori finali, la gestione dei rischi di mercato e di liquidità incorporati da tali strumenti, anche per la diffusa convinzione, nel caso dei mutui *subprime*, che l'aumento dei prezzi delle abitazioni sarebbe proseguito; ciò ha indotto molti detentori a operare in condizioni di elevata leva finanziaria e bassa diversificazione e a finanziare la propria esposizione emettendo strumenti a breve termine, sottostimando il rischio di un calo della liquidità dei prodotti detenuti in portafoglio. Infine, le procedure che hanno condotto all'assegnazione di *rating* elevati a molti prodotti strutturati hanno mostrato carenze connesse, in parte, con l'esistenza di conflitti di interesse e con la scarsa disponibilità di dati storici”. Si aggiunga che, mentre nella fase di espansione del mercato immobiliare lo stabilizzarsi delle aspettative di rialzo dei prezzi aveva reso l'insolvenza del debitore (con conseguente ricorso all'escussione della garanzia) una eventualità poco temuta dal creditore (scarsamente motivato, quindi, a valutare con rigore il merito di credito), nella successiva fase di contrazione le progressive revisioni al rialzo delle perdite potenziali indotte dall'andamento negativo del mercato hanno invece determinato, e indotto a prevedere, crescenti svalutazioni e perdite su crediti, iscritte o da iscrivere a bilancio degli intermediari finanziari<sup>12</sup>.

Una precisazione sembra infine opportuna. Si sottolinea generalmente che solo una quota relativamente contenuta - per quanto rilevante in valore assoluto e crescente quanto a peso relativo - dell'ammontare dei mutui ipotecari poteva essere considerata a rischio di insolvenza del debitore famiglie. A tale proposito le informazioni contenute nella Fig.1 evidenziano, in primo luogo, il forte incremento dell'ammontare dei mutui ipotecari complessivi verificatosi fra il 2001 (quando era ormai esplosa la “bolla” dei titoli tecnologici) e il 2003 (prima dell'avvio della fase di restrizione monetaria, che ebbe luogo a partire dal giugno 2004): in tale periodo i mutui ipotecari passarono infatti da 2.215 a 3.945 miliardi di dollari: “all'interno” di tale ammontare, il peso relativo dei mutui a basso merito di credito rimase complessivamente stabile, fra l'8% e l'8,6%. Alla rilevante contrazione dei mutui complessivi, successiva all'aumento dei tassi di interesse, ha invece corrisposto un forte incremento - in termini sia assoluti sia relativi - dei mutui *subprime*, passati da 335 miliardi di dollari (pari all'8,5% del totale) nel 2003 a 600 miliardi (pari al 20,1%) nel 2006. Lungo l'intero sessennio 2001-6 si registra inoltre un aumento pressoché continuo della quota di mutui *subprime* cartolarizzati sul totale (degli stessi *subprime*): i primi passano infatti dal 50,4%

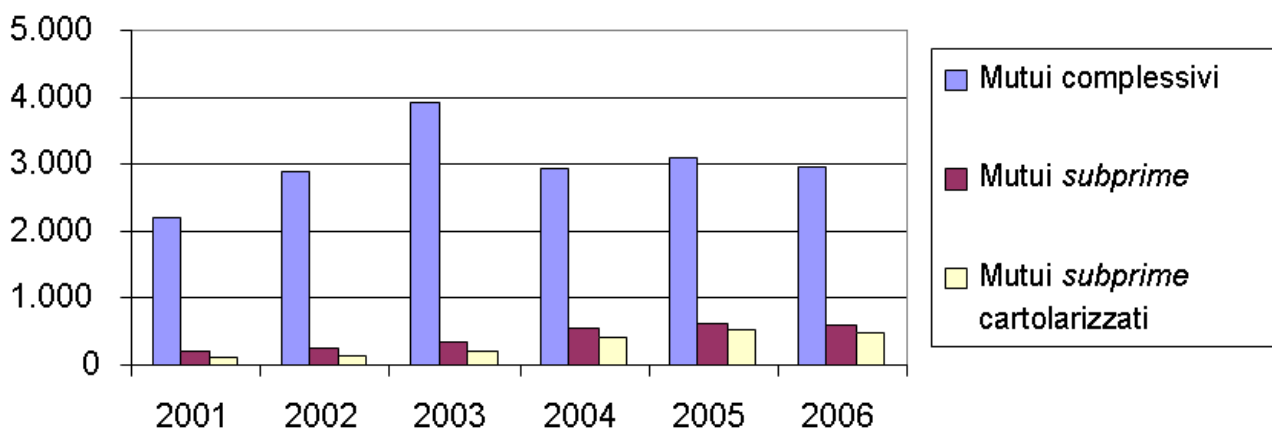
---

con attenzione l'evoluzione del fenomeno anche nelle sedi della cooperazione internazionale”. Per una sintetica rassegna critica in tema di “preveggenza” delle autorità di vigilanza a ogni livello cfr. M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, Editori Laterza, 2009 (in particolare pagine 151-4).

<sup>12</sup> A tutto il mese di maggio 2008, tali svalutazioni e perdite erano già stimate in 340 miliardi di dollari: salivano a settembre a 600 miliardi e manifestavano la tendenza alla propagazione sistemica.

all'80,5% (e da 95 a 483 miliardi di dollari). Se le dimensioni del fenomeno *subprime* (sebbene *relativamente* crescenti) si mantennero complessivamente contenute, la successione delle cessioni dei crediti da parte dei soggetti mutuanti, combinandosi con un effetto leva elevato, ha tuttavia esaltato l'inadeguatezza della loro capitalizzazione, propagando con rapidità crescente nel sistema (partendo dal progressivo peggioramento del mercato delle abitazioni per passare successivamente a quello dei conti delle società-veicolo create per promuovere la cartolarizzazione dei mutui) le conseguenze cumulate: 1) del contrarsi del grado di liquidità dei mercati e 2) dell'aumento dei tassi di interesse. A tali conseguenze si è accompagnata l'inversione delle aspettative derivante dal repentino accentuarsi della percezione del rischio<sup>13</sup>.

Fig. 1 Mutui complessivi, mutui *subprime* e mutui *subprime* cartolarizzati (mld di dollari)



Fonte: INSIDE MORTGAGE FINANCE, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*.

4 - Entrambe le fonti ufficiali richiamate a titolo di esempio, Banca dei Regolamenti Internazionali e Banca d'Italia, introducono quindi - e con rilievo - nella discussione sull' "innesco" della crisi,

<sup>13</sup> Una efficace quantificazione della "catena di crisi" e delle relative proporzioni è fornita da Olivier Blanchard (*The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/09/80, aprile 2009, 3-4) il quale mette a confronto la stima delle perdite in conto mutui *subprime* all'ottobre 2007 (250 miliardi di dollari) con quella in termini di produzione mondiale al novembre 2008 e fino al 2015 (4.700 miliardi di dollari, con un "moltiplicatore" prossimo a 20), con quella infine in termini di capitalizzazione di Borsa (di tutte le Borse) fra il luglio 2007 e il novembre 2008 (26.400 miliardi di dollari, con un "moltiplicatore" di oltre 100).

Un "predecessore" della società-veicolo (e dell'operare dell'effetto-leva) può essere considerato l'*investment trust* nell'esperienza "realizzata" da Goldman Sachs & C. a pochi mesi dalla crisi di Borsa del 1929. La fondazione (dicembre 1928) della *Goldman Sachs Trading Corporation*, il successivo lancio prima (luglio 1929) della *Shenandoah Corporation* e poi (agosto) della *Blue Ridge Corporation* in un clima di euforia contrassegnato da gigantesche operazioni di *buy back*, da acquisti in successione di altri *investment trust* e di banche commerciali su decisione di consigli di amministrazione ristretti e in larga misura coincidenti (si segnalava in particolare la presenza plurima del futuro Segretario di Stato John Foster Dulles) sono raccontati da J.K. Galbraith in *The Great Crash*, Boston, Houghton Mifflin Company, 1955 (trad.it. *Il grande crollo*, Milano, Edizioni di Comunità, 1962; cfr. in particolare pagine 86-91 della trad.it.); come risulterà dalla testimonianza resa anni dopo da Mr. Sachs davanti a un comitato senatoriale (*ibidem*, pagine 90-1), le azioni della *Goldman Sachs Trading Corporation*, vendute al pubblico a 104 dollari, finiranno con il valere 1 ¼ dollari. La vicenda è dettagliatamente descritta in C.D. Ellis, *The Partnership. A History of Goldman Sachs*, London, Allen Lane, 2008 (cfr. in particolare il cap. 2, *Disaster. Goldman Sachs Trading Corporation*, 17-29). Vi si racconta, fra l'altro, di quanto il fallimento della *Goldman Sachs Trading Corporation* avesse inferto un duro colpo all'orgoglio dei Sachs anche sotto forma di umiliazione pubblica, solo che si pensi (traduco da *ibidem*, 28-9) che "Nel 1932 il popolare attore Eddie Cantor, uno dei quarantaduemila azionisti individuali [...] intentò causa alla Goldman Sachs per cento milioni di dollari, oltre a includere nel proprio spettacolo battute taglienti sulla società del tipo: 'Mi avevano detto di comperare quelle azioni per quando fossi diventato vecchio, e ha funzionato *perfettamente*: nel giro di sei mesi mi sono sentito davvero *molto* vecchio'".

oltreché sui meccanismi della sua propagazione, l'argomento dei mutui *subprime*<sup>14</sup>: il che rimanda, a sua volta, a una delle "messe in guardia" formulate con tempestività da personalità autorevoli (ma inascoltate). Mi riferisco specialmente a Robert J. Shiller, autore del saggio *The Subprime Solution*<sup>15</sup> e noto in particolare per le analisi condotte in materia di "euforia irrazionale". Shiller (anche a lui si devono gli *S&P/Case-Shiller Home Price Indices*, sui quali si fondano i mercati *future* delle case unifamiliari promossi dalla Borsa Merci di Chicago) descrive il processo di formazione della "bolla" immobiliare, rievocandone altresì gli antecedenti con riferimento prevalente agli Usa e prestando particolare attenzione all'ultima rilevante crisi di mercato del settore, quella che aveva colpito il paese negli anni 1925-33 determinando, fra l'altro, il sorgere di istituzioni "dedicate", quale il sistema della *Federal Home Loan Bank* (dodici banche regionali finalizzate all'erogazione di mutui ipotecari, in analogia con la struttura del *Federal Reserve System*) molte delle quali sono tuttora operative, come altre che trovano la propria origine nell'ingegneria istituzionale di quel tempo, prima fra tutte la *Securities and Exchange Commission* istituita nel 1934. Fino al settembre 2008 era attiva altresì la *Federal National Mortgage Association*, meglio conosciuta con il nome di *Fannie Mae*, fondata nel 1938 per rendere liquidi i mutui ipotecari emettendo e garantendo titoli risultanti dalla cartolarizzazione dei mutui stessi. Unitamente alla *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (più nota come *Freddie Mac*) e come questa una GSE (*Government Sponsored Enterprise*), *Fannie Mae* provvedeva - con la garanzia

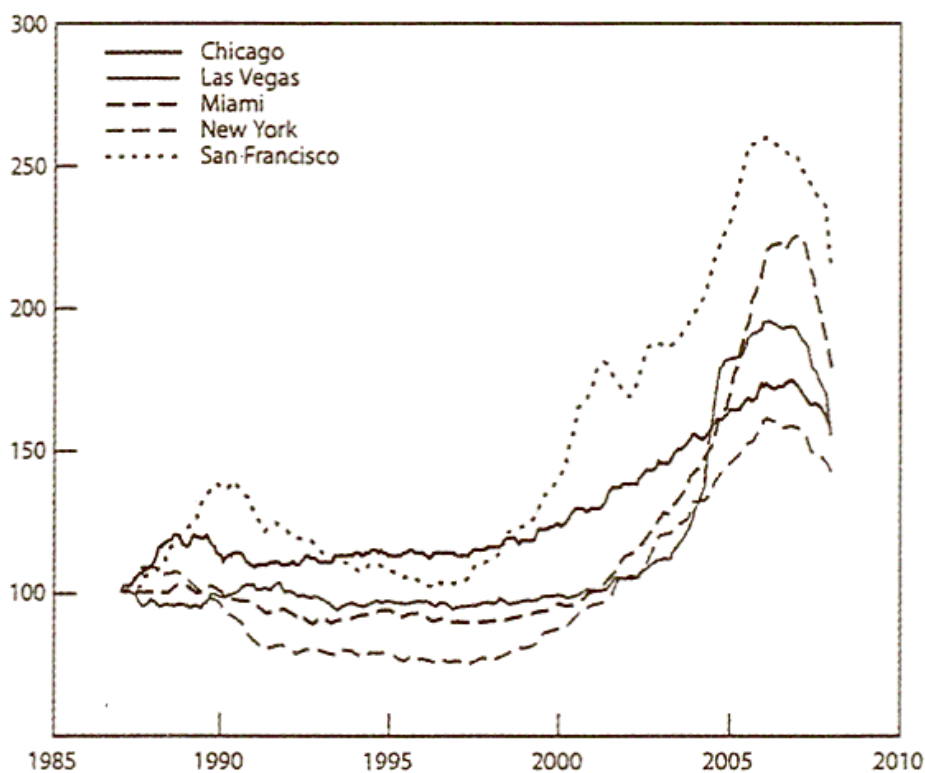
---

<sup>14</sup> "I problemi sorgono quando il rapporto tra il debito scritto nella cambiale e la ricchezza del debitore sfugge di mano, come può accadere in periodi di euforia", scriveva Kindleberger riferendosi alle crisi britanniche della prima metà dell'Ottocento e ai dibattiti che queste avevano suscitato: tale affermazione (cfr. C. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, op.cit., 61-2 della trad. it.) appare agevolmente riferibile proprio al caso dei mutui *subprime*.

<sup>15</sup> R.J. Shiller, *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it*, Princeton, Princeton University Press, 2008 (trad.it. *Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Milano, Egea, 2008; sul tema generale delle(a) crisi cfr. anche, dello stesso Schiller e di G.A. Akerlof, *Animal Spirits*, Princeton, Princeton University Press, 2009 - trad.it. *Spiriti animali*, Milano, Rizzoli, 2009). Sono comunque assai numerose le "messe in guardia" formulate da commentatori competenti: cfr., ad esempio, di J.R. Talbott (già di Goldman Sachs) alcuni *pamphlet*, quali *The Coming Crash in the Housing Market* (2003), *Where America Went Wrong* (2004) e *Sell Now: The End of the Housing Bubble* (2006). Pressoché in contemporanea con i primi avvertimenti, il Presidente Bush - dal canto suo - firmava, il 16 dicembre 2003, lo *American Dream Downpayment Assistance Act*, che stanziava fino a 200 milioni di dollari per ciascuno dei quattro anni successivi (2004-7) con l'obiettivo di promuovere la proprietà dell'abitazione, particolarmente a vantaggio di cittadini a basso reddito e appartenenti a minoranze etniche. Tornando ai documenti ufficiali, già nella sua prima Relazione Annuale lo stesso Governatore della Banca d'Italia Draghi rilevava (31 maggio 2006, pagina 7) con "[...] preoccupazione l'alto livello dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti, dove le famiglie sono molto indebitate, e in alcuni paesi dell'area dell'euro. Una decelerazione troppo rapida dei valori immobiliari potrebbe avere ripercussioni sui consumi". Nella Relazione Annuale successiva (31 maggio 2007) l'analisi del mercato Usa delle abitazioni, e delle potenziali ripercussioni delle sue vicende, si fa più circostanziata. Vi si ribadisce da una parte (pagina 9) che il "[...] forte incremento dei prezzi delle abitazioni nell'ultimo decennio (60 per cento in termini reali) alimenta l'ipotesi che tali valori siano sopravvalutati rispetto alle loro determinanti di fondo e che sia pertanto aumentato il rischio di repentine flessioni dei prezzi, con potenziali ripercussioni sull'attività economica" e tuttavia si sostiene (*ibidem*) che "Confronti fra diverse fasi temporali e fra paesi inducono [...] a ritenere che questo rischio sia contenuto". D'altra parte (pagine 8-9) in Francia, Spagna e Regno Unito l'incremento delle quotazioni - depurato delle variazioni dei prezzi al consumo - registrato nel 2006 era stato superiore o uguale (rispettivamente 10% , 7% e 6%) a quello (6%, ma in progressivo rallentamento nel corso dell'anno) degli Usa. Comunque si sottolinea (pagina 10) che "Negli ultimi anni è aumentata in misura significativa la quota di mutui concessi a famiglie con basso merito di credito [...] salita dal 5 per cento del totale nel 2001 al 14 per cento nel 2006; per i due terzi si tratta di mutui a tasso variabile. In questo segmento del mercato i finanziamenti concessi sono di importo elevato rispetto al valore dell'immobile a garanzia e utilizzano formule di ammortamento differito nel tempo, secondo le quali le famiglie iniziano a rimborsare capitale e interessi a distanza di mesi o anni dall'accensione del mutuo. La restrizione monetaria attuata fino al giugno 2006 e l'andamento negativo dell'occupazione in alcuni Stati hanno determinato dalla fine dello scorso anno un aumento delle sofferenze: la quota di debitori *subprime* classificati come inadempienti è cresciuta al 13,3 per cento del totale di questa categoria".

implicita del Tesoro - ad assicurare il funzionamento del mercato secondario dei mutui. Nel complesso, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* garantivano circa la metà dei mutui ipotecari Usa<sup>16</sup>. E' all'effetto combinato di comportamenti "aggressivi" nell'erogazione di mutui immobiliari e della conseguente progressiva sollecitazione della domanda di abitazioni (i prezzi reali di queste sono aumentati, negli Usa, dell'85% fra il 1997 e il 2006, quando hanno cominciato a flettere<sup>17</sup>: cfr. a questo proposito, con riferimento ad alcune grandi città Usa, gli andamenti dei prezzi reali evidenziati nella Fig. 2) accompagnata dal sistematico inserimento di crediti ipotecari in prodotti finanziari trasferiti in successione (circostanza che ha a sua volta incentivato la "disattenzione" del prestatore in fase di valutazione del merito di credito), che Shiller attribuisce il formarsi e l'ampliarsi della "bolla" immobiliare, in un contesto di liquidità abbondante disponibile a tassi decrescenti.

Fig. 2 Indice dei prezzi reali delle abitazioni in un campione di città degli Stati Uniti, gennaio 1983-gennaio 2008



Fonte: R.J. Shiller, *Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea, 2008 (trad. it. di Id. *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it*), Princeton, Princeton University Press, 2008.

<sup>16</sup> È da sottolineare la circostanza per cui, al momento della "nazionalizzazione" delle due istituzioni (settembre 2008), i titoli delle medesime in possesso di detentori esteri ammontavano a 1.300 miliardi di dollari, dei quali quasi 400 detenuti dalla Cina.

<sup>17</sup> Seppure in progressivo rallentamento nel corso dell'anno, i valori immobiliari, al netto delle variazioni dei prezzi al consumo, aumentarono ancora, negli Usa, del 6% nel 2006. Per altro, nello stesso periodo, gli aumenti furono del 10% in Francia, del 7% in Spagna e del 6% nel Regno Unito: anche in Giappone, dopo una flessione durata un decennio, si registrò un aumento del 2,5%. In corrispondenza del "picco" immobiliare del 2006, il *debito* complessivo dell'economia Usa era pari al 350% del Pil: tale valore era in prevalenza attribuibile - 290% - al settore privato, e nella misura del 100% (140% del reddito disponibile) alle famiglie. Altri paesi registravano tuttavia valori superiori. Nel Regno Unito il rapporto debito complessivo/Pil superava nello stesso periodo il 450% e quello debito delle famiglie/reddito disponibile il 170%. Valori molto elevati si registravano, ad esempio, anche in Irlanda e in Spagna; in passato - negli anni '80 - si erano registrati in Giappone.

Shiller riconduce tuttavia le conseguenze “catastrofiche” della sequenza sopra descritta al peso delle *asimmetrie informative*: quindi a una “democrazia finanziaria” del tutto inadeguata alle dimensioni raggiunte dal mercato delle abitazioni. A partire dalla prima metà del 2006 i mercati a termine di queste ultime presso la Borsa di Chicago avevano infatti anticipato diminuzioni significative nei prezzi: tuttavia né la struttura di questi mercati era abbastanza consolidata e sviluppata, né i loro meccanismi di funzionamento abbastanza conosciuti - oltretutto praticati da un numero adeguato di operatori - perché una situazione di correzione del mercato *tramite il mercato stesso* potesse realizzarsi<sup>18</sup>. Anche in ragione di tali circostanze, quindi, il *bailout* - il salvataggio - viene considerato da Shiller un rimedio indispensabile: certo di breve andare e “costoso”, e non soltanto in termini monetari, ma necessario in quanto idoneo a evitare che, come ai tempi della Grande Depressione, la crisi logori in profondità non solo il capitale fisico della collettività, ma altresì il suo “capitale sociale” - tanto nell’accezione di propensione alla cooperazione e alla pratica della *fiducia* (à la Putnam) quanto in quella di *rete di relazioni fra soggetti* (à la Coleman) - e, al limite, le stesse *istituzioni* intese (à la North) come “regole del gioco” o come vincoli stabiliti per disciplinare i rapporti fra soggetti.

Nell’ampia *Postfazione* alla traduzione italiana del saggio di Shiller, Franco Bruni<sup>19</sup>, pure apprezzandone l’analisi e condividendone le proposte, ne valuta criticamente la tendenziale unidirezionalità, individuando a sua volta nell’ “indisciplina” delle politiche monetarie (particolarmente di quelle statunitensi), nel prevalere di giochi non cooperativi nella conduzione delle medesime a livello internazionale nonché nelle errate o insufficienti politiche di vigilanza e di regolamentazione (ancora una volta soprattutto negli Usa) ulteriori, e strategiche, determinanti della crisi. Questa sarebbe quindi non soltanto crisi di comportamenti (singoli e collettivi) ma altresì crisi “di regole”. Fra i primi e le seconde, per altro, si dà un evidente rapporto di complementarità: le regole, infatti, né vengono rispettate né - al limite - introdotte in un ambiente che sia loro, *lato sensu* culturalmente, ostile. Ecco perché è fondato il timore che la cattiva reputazione che i meccanismi finanziari vanno accumulando nell’opinione pubblica non solo non favorisca l’introduzione di regole nuove e più efficaci, ma addirittura ne allontani - quando non ne impedisca - l’adozione, aprendo la strada non alla “politica” - come taluno vorrebbe - quanto a una discrezionalità incompetente e capricciosa, come se della “buona” politica le buone regole non fossero invece il risultato<sup>20</sup>, come della “cattiva” politica lo sono quelle “cattive”.

---

<sup>18</sup> Del tutto simmetricamente, Shiller constata l’insufficienza, se non l’inesistenza, di mercati finalizzati alla gestione dei rischi di reddito a lungo termine, individuali e non, identificando nella creazione (e/o nel potenziamento) di tali mercati, accompagnata da una capillare informazione circa il loro funzionamento, lo strumento - di “democrazia finanziaria” appunto - funzionale alla prevenzione delle crisi sistemiche. Per un punto di vista italiano in argomento cfr. N. Linciano, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, Consob, Quaderni di Finanza n. 62, settembre 2008: i fattori di criticità vi vengono identificati nella propensione a comportamenti di deresponsabilizzazione e di *short termism* da parte degli operatori, nella crescente incertezza informativa, nelle negative prestazioni delle agenzie di *rating* in sede di valutazione dei prodotti strutturati (queste ultime non hanno verificato - si sottolinea a pagina 24 - “la qualità dei dati forniti dagli *originator* e non hanno comunque interesse alla raccolta e alla divulgazione dell’informazione necessaria per una compiuta valutazione dei prodotti che esse stesse contribuiscono a configurare”), infine nell’incertezza circa la distribuzione del rischio tra gli operatori finanziari; quanto ai correttivi ipotizzati, si va dal “minimalismo” dell’autoregolamentazione all’intervento pubblico di entità e pervasività crescenti, basato su tipologie di meccanismi correttivi (vigilanza e regolamentazione) entrambe *esogene* al sistema.

<sup>19</sup> F. Bruni, *Contro la crisi: cultura e regole*, Postfazione a R.J. Shiller, *The Subprime Solution. How Today’s Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it*, trad.it., 121-58.

<sup>20</sup> A questo proposito Bruni formula considerazioni che conviene riportare per esteso. Egli sottolinea in particolare (*op.cit.*, 156-7) che “[...] la crisi alimenta la critica qualunquista e incompetente dei mercati finanziari, il catastrofismo populista e la caccia alle streghe. Le streghe della finanza appaiono tanto più terribili quanto meno le si conosce, e nessuno vuol conoscere meglio una strega terribile [...] Anziché esercitare davvero il “primato della politica” del quale i demagoghi confusamente presumono e piangono con rumore il sacrificio [...] il primato viene contrapposto polemicamente alle tecniche, diventa propaganda che spinge la gente a praticarle meno anziché meglio. E dalle

5 - Veniamo ora, per concludere questa sintetica rassegna di fonti, alla pubblicistica economica periodica. Nel fascicolo *The World in 2008* edito alla fine del 2007, "The Economist" dedicava un articolo (collocato, per la verità, in posizione non eminente, cioè alla pagina 141) a invocare il (traduco) *Ritorno ai fondamentali*, con il significativo sottotitolo *E' tempo che il sistema bancario impari di nuovo a fare il proprio mestiere*. C'è molto, in quel breve testo, di quello che sarebbe accaduto di lì a poco. Innanzitutto l'apertura, che recita: "I banchieri del mondo entrano nel 2008 con inquietudine. Nel corso degli ultimi dodici mesi hanno visto sbriciolarsi i profitti [...] e le traversie di quelli che un tempo erano i protagonisti dell'industria dei mutui ipotecari minacciano la solidità del sistema finanziario". Con ancora maggiore incisività si rileva poi che "Il vortice che ha caratterizzato i mercati del credito nel 2007 ha portato alla luce i difetti del modo di fare banca che ha trasformato l'industria creditizia: cioè la possibilità, per le banche, di vendere i crediti che non desideravano trattenerne a investitori in cerca di rendimenti elevati [...] Si riteneva che la capacità delle banche americane di 'impacchettare', tramite gli alchimisti di Wall Street, i propri crediti in obbligazioni ad alto rendimento per poi cederli agli investitori le avesse messe in grado di diversificare la propria esposizione al rischio di credito"; d'altra parte "I fallimenti bancari erano stati trascurabili per anni, perfino durante le crisi del debito asiatiche e russe del 1997-1998 e l'esplosione della bolla dei titoli tecnologici. Per il fatto di mantenere meno crediti nei propri bilanci, le banche hanno ricavato dalle proprie attività rendimenti più elevati, riuscendo a produrre utili sbalorditivi". A rendere inoltre ancora più oscuri contesto e prospettive sembra "[...] che alcuni prestatori abbiano imbrogliato prenditori ingenui accollando loro mutui ipotecari che questi non avrebbero potuto sostenere, e questo perché sapevano di potere collocare sul mercato crediti inesigibili senza che nessuno facesse loro troppe domande. Altri si sono resi vulnerabili concedendo prestiti a lungo termine ma approvvigionandosi sui mercati del denaro a breve, invece di attingere ai depositi o emettere obbligazioni. Per questa ragione sono entrati in crisi quando i mercati monetari

---

prospettive di catastrofe che poi non si avverano, ancorché non per suo merito, il politico che le addita e le grida, cercando di suscitare 'paura' per meglio vendere 'speranza', trae soddisfazione, potere e consenso di breve periodo". In occasione di una conferenza tenuta alcuni anni or sono presso la Banca d'Italia, Edmond Malinvaud (cfr. E. Malinvaud, *Che cosa si deve intendere per finanza giusta?* Banca d'Italia, Roma 22 marzo 2002) rivendicava la positività delle trasformazioni che i mercati finanziari mondiali avevano conosciuto nei decenni precedenti e, pur riconoscendo che "[...] questo sviluppo [...] comporta un costo in termini di crisi finanziarie e [...] pone una sfida a chi ha il compito di vigilare sul buon ordine dell'economia mondiale", rivendicava comunque agli economisti il merito di disporre "[...] di un quadro concettuale sufficientemente elaborato e di metodologie precise per poter affrontare molte questioni" attinenti ai problemi del rischio e dell'incertezza, precisando che "Disponiamo di modelli, di cui conosciamo i limiti, per studiare i comportamenti a fronte dei rischi, per gestire gli strumenti finanziari su attivi rischiosi e lo scambio di questi strumenti". Con riferimento poi alla relazione fra tecnicismi finanziari e valutazioni etiche occorre perciò riconoscere che "Una valutazione etica non può prescindere da tutto questo sottofondo di nozioni pratiche e analitiche. Ignorarlo, porterebbe spesso a diagnosi e a raccomandazioni inadeguate. *Troppa enfasi verrebbe data alle posizioni estreme, che sfociano a volte in esecrazioni dell'intero sistema finanziario, altre volte in elogi incondizionati alle istituzioni esistenti. Il mondo della finanza è oggi troppo utile, complesso e ambiguo, perché l'immagine a scartamento ridotto fornita da uno stereotipo qualunque possa costituire una base solida per l'analisi*" (corsivo non nel testo; le citazioni sono da E. Malinvaud, *ibidem*, 30-1). Un sentimento per altro, quello dell'ostilità nei confronti della finanza e dei suoi protagonisti - i banchieri - non certo nuovo, se è vero quello che si racconta di Schopenhauer il quale, visitando la galleria nella quale erano esposti i ritratti dei Fugger [banchieri tedeschi fra il 14° e il 17° secolo, finanziatori degli Asburgo, *n.d.r.*], avrebbe esclamato (lo racconta Guido Carli in *Perché le banche sono impopolari*, "Bancaria", 1976 n.11 ristampato nel volume collettaneo *Economia & Banca tra cronaca e storia*, Roma, Bancaria Editrice, 2008, 395-408): "Quando guardo i vostri volti, mi accorgo che Dio non è con voi". Se diverso era il contesto, analoghi dovevano tuttavia essere i sentimenti che animarono l'anarchico italiano Mario Buda - amico di Sacco e Vanzetti e seguace di Luigi Galleani, direttore di "Cronaca Sovversiva" - quando, il 16 settembre 1920, fece esplodere un carro trainato da un cavallo e imbottito di pezzi di ferro e di esplosivo nelle immediate vicinanze della sede della J.P. Morgan & Company a Wall Street mentre vi si teneva una importante riunione, provocando quaranta morti e duecento feriti (*soltanto* trenta morti e un centinaio di feriti nel breve cenno che, dell'episodio, fa J. K. Galbraith in *The Great Crash*, op. cit.). L'episodio, il primo nella storia degli attentati realizzati con la tecnica dell'autobomba, è rievocato in M. Davis, *Buda's Wagon. A Brief History of the Car Bomb*, London-New York, Verso 2007 (trad.it. *Breve storia dell'autobomba. Dal 1920 all'Iraq di oggi. Un secolo di esplosioni*, Torino, Einaudi, 2007, 3-6).



si sono bloccati”. Sono quattro, di conseguenza e in sintesi, le vie di uscita raccomandate e/o previste. Innanzitutto “[...] le banche dovranno corteggiare i depositanti e non i mercati dei capitali. E quando concederanno prestiti dovranno mantenerli nei propri portafogli, monitorarli e curarne il rimborso, non passarli ad altri come se fossero patate bollenti”. Dal canto loro “[...] i banchieri centrali americani ed europei forniranno ben volentieri liquidità al sistema finanziario per evitare il panico”. In terzo luogo si assisterà a una trasformazione dei sistemi bancari, con grandi banche ben capitalizzate che - negli Usa e in Europa - si accolleranno l’onere di assorbire i concorrenti in situazione di *default*<sup>21</sup>. Ultima risorsa saranno, e comunque si spera che siano, “[...] i ricchi governi della Cina e del Medio Oriente, desiderosi di investire parte delle proprie ricchezze nelle attività e nel patrimonio di esperienza delle banche occidentali”: queste ultime, a loro volta, troveranno conveniente consolidare, anche per questa via, la propria presenza nei mercati emergenti: anche se, e questo è il *caveat* conclusivo, si deve tenere ben presente che: “[...] la proprietà pubblica delle banche è sempre cosa delicata. E questo non deve essere dimenticato per il solo fatto che un’ iniezione di yuan, di rubli o di petrodollari può rappresentare una via rapida e semplice per tenere in vita artificialmente banche decotte”<sup>22</sup>.

6 - Abbiamo sottolineato come gli interventi di *bailout* siano di norma considerati (quelli di Shiller e di “The Economist” sono solo due fra i numerosissimi esempi in argomento) indispensabili per interrompere la propagazione di una crisi prendendo - “acquistando” - tempo e, di conseguenza, contenendo - della crisi stessa - i costi anche sociali. Va subito precisato, tuttavia, che i salvataggi sono, altrettanto di norma, oggetto di valutazione critica (non sono mancate, su questo punto, accese polemiche proprio in occasione delle tante discussioni in materia di *bailout* sia bancari che assicurativi e industriali in sede di Congresso degli Stati Uniti) per gli effetti di *moral hazard* che tenderebbero a determinare sui comportamenti degli operatori. Il problema, d’altra parte, non riguarda certamente solo i sistemi finanziari contemporanei. Ancora in *Manias, Panics, and Crashes*, ad esempio, Kindleberger ricorda il caso della crisi Baring nell’Inghilterra di fine ‘800, quando Lord Lidderdale, Governatore della Banca d’Inghilterra, rifiutò la “lettera di indennità” offertagli dal Cancelliere dello Scacchiere Lord Goschen, preferendovi la garanzia dei debiti, sostenendo che “l’affidamento su tali lettere induceva molte banche inglesi a comportarsi

---

<sup>21</sup> Tale previsione si è successivamente realizzata. Tuttavia la sistemicità della crisi ha fatto sì che, data la natura delle risorse mobilitate (nonché quella del “decisore” delle strategie di intervento) il fenomeno abbia assunto caratteristiche accentuatamente “pubblicistiche”. E che abbia inoltre incrementato notevolmente - in contrasto con la vigente normativa *antitrust* - il grado di oligopolio del sistema bancario Usa. Alcuni esempi. Nel 2009, dopo avere acquisito Wachovia, Wells Fargo (la più grande banca della costa occidentale) contava per l’11% dei depositi totali degli Stati Uniti contro il 4,4% del 2007; J.P. Morgan Chase, dopo avere acquisito Bear Sterns e Washington Mutual, contava per il 10% contro il 7% di due anni prima; infine Bank of America, dopo l’acquisizione di Countrywide e di Merrill Lynch, passava dal 9,6% nel 2007 al 12,9% nel 2009. Le quattro banche maggiori (le tre citate più Citycorp) controllavano - al marzo 2009 - il 44% dei depositi, le prime dieci il 48,2%, le prime venti il 77%.

<sup>22</sup> Traduco da H. Tricks, *Back to basics* in “The Economist”, *The World in 2008*, London, 2007, 141. A distanza di un anno, nel fascicolo *The World in 2009* (London, 2008), “The Economist” riprenderà e confermerà previsioni, auspici e recriminazioni di un anno prima (cfr. ad esempio - rispettivamente alle pagine 20, 141 e 144 - gli interventi di E. Carr, *Come to order*, ancora di H. Tricks, *Dirty words. Derivatives, defaults, disaster* [...], e di L. Barber, *The return of the gentleman banker*). Quanto ai fallimenti bancari, giudicati numericamente “trascurabili” da “The Economist” con riferimento agli anni recenti, occorre tuttavia ricordare almeno i due casi (pure del tutto eterogenei) della United States Bank of San Diego (l’ottantaseiesima degli Usa per dimensioni, il più grave dissesto bancario dalla Grande Crisi) nel 1973 e della Franklin National Bank of New York (la ventesima degli Usa) nel 1974. Negli anni successivi destinatarie dei primi interventi di *bailout* (in applicazione del principio *Too Big To Fail*) furono invece la First Pennsylvania Bank nel 1980 (dichiarata “*essential to provide adequate banking service to the community*” dalla *Federal Deposit Insurance Corporation*) e la Continental Illinois National Bank and Trust Company of Chicago (la sesta degli Usa) nel 1984: l’espressione *Too Big To Fail* è attribuita al deputato Stewart McKinney, che la utilizzò nel corso di un’audizione parlamentare dedicata, appunto, al caso Continental Illinois.

scorrettamente”<sup>23</sup>. Commentando con preoccupazione il salvataggio della banca di investimento Bear Stearns (la quinta per dimensioni negli Usa) acquistata da J.P. Morgan Chase nel marzo 2008 grazie a un intervento della Riserva Federale (questa aveva assistito la banca acquirente con una *non recourse facility* di 30 miliardi di dollari a copertura di eventuali perdite sui titoli esistenti nel portafoglio della banca acquisita, la quale - proprio in quanto banca di investimento - non era autorizzata ad accedere allo “sportello” della Banca centrale), “The Economist” del 28 di quel mese tornerà a sua volta sul tema dell’ “azzardo morale” parlando di “messaggi destabilizzanti” inviati al mercato attraverso quella operazione, comunque considerata inevitabile. Non sembra d’altra parte avere soddisfatto pienamente le aspettative, nonostante il rigore che ne ispirava gli obiettivi, nemmeno il *Sarbanes-Oxley Act (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)* del luglio 2002, che si era proposto di rafforzare la normativa sui controlli societari e sulle connesse responsabilità dopo gli scandali Enron, Tyco International, WorldCom e altri ancora, imponendo nuove e più severe regole alle società quotate in Borsa e al loro *management* anche mediante l’introduzione di norme penali, oltrech  rafforzando i poteri della SEC e rendendo pi  rigidi i controlli in materia contabile<sup>24</sup>.

Questo ultimo rimando normativo consente di ricondurre un’altra volta l’ “epicentro” della crisi al suo sistema di riferimento prevalente, gli Usa, ripercorrendone gli sviluppi a partire dall’accelerazione che in quel paese hanno fatto registrare fenomeni imponenti quanto eterogenei - bench  correlati - quali i progressi delle tecnologie informatiche e le ristrutturazioni aziendali (che hanno mobilitato imponenti risorse finanziarie) ma - particolarmente - proprio lo straordinario sviluppo (*quantitativo* e *qualitativo*) dei mercati finanziari prodottosi a partire dagli anni ’80<sup>25</sup> e la

---

<sup>23</sup> C.P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, op.cit., trad. it., 154. Nel saggio introduttivo (richiamato nella nota 7) alla riedizione del 2008 del saggio di Minsky *Stabilizing an Unstable Economy*, Papadimitriou e Wray sottolineano a questo proposito il merito dell’economista americano per avere evidenziato la relazione cumulativa - un vero e proprio “circolo vizioso” - che tenderebbe a determinarsi tra fragilit  sistemica del capitalismo finanziario e, appunto, conseguenze perverse in termini di *moral hazard* delle stesse politiche poste in essere per fronteggiare le crisi: sarebbe proprio il *successo* di queste ultime, infatti, a “convalidare i comportamenti rischiosi” (*op.cit.*, XI).

<sup>24</sup> Il Presidente Bush si era spinto ad affermare, al riguardo, che si trattava “della pi  avanzata riforma che fosse stata introdotta nel mondo degli affari americano dai tempi di Franklin D. Roosevelt”. Un modello per l’analisi degli effetti dell’aggravamento dei regimi sanzionatori nei confronti dei comportamenti fraudolenti, con riferimento anche al *Sarbanes-Oxley Act* del 2002,   esposto in D. Besancenot - R. Vranceanu, *Strategic managerial dishonesty and financial distress*, “Research in Economics - Ricerche Economiche”, marzo 2009, 11-21. Il pericolo di *comportamenti opportunistici*   stato ad esempio segnalato, con riferimento al sistema finanziario internazionale e alle relative proposte di riforma dopo la “crisi asiatica” del 1997-8, in B. Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture*, Washington DC, Institute for International Economics, 1999 (trad.it. *Riformare la finanza internazionale*, Milano, Universit  Bocconi Editore, 2001: cfr. in particolare trad.it., 3-4 e 163-93). Un’analisi delle determinanti delle “crisi asiatiche” e della letteratura in argomento, con una valutazione delle conseguenze degli interventi effettuati in termini, appunto, di comportamenti opportunistici,   contenuta nel recente saggio di B.H. Kim - H.G. Min - Y.S. Hwang - J.A. McDonald, *Are Asian countries’ current accounts sustainable? Deficits, even when associated with high investment, are not costless*, “Journal of Policy Modeling”, marzo-aprile 2009, 163-79 (cfr. in particolare le conclusioni, 176-7).

<sup>25</sup> Quanto alle *quantit *, sono sufficienti poche cifre a dare conto della crescente *finanziarizzazione* del sistema economico Usa: la quota dei profitti del settore finanziario sul totale dei profitti delle imprese   passata dal 10% all’inizio degli anni ’80 al 40% nel 2007 e i profitti stessi sono saliti, nello stesso periodo, dal 6% al 19% della capitalizzazione complessiva di Borsa, bench  tale settore contribuisca per appena il 15% al valore aggiunto del sistema e rappresenti solo il 5% degli occupati nel settore privato. A livello mondiale - e in termini di interdipendenza planetaria *comparata* -   inoltre significativo il fatto che, a fronte di un aumento di circa *due* volte del rapporto fra import-export di beni e servizi e Pil (attestatosi al 60% nel 2006), il rapporto fra attivit  finanziarie lorde e Pil mondiale sia aumentato di circa *otto* volte (attestandosi al 130%). Per una recente valutazione critica del fenomeno su scala mondiale cfr. R. Dore, *La finanziarizzazione dell’economia globale*, “Stato e mercato”, dicembre 2008, 373-94 e i successivi commenti di G. Barba Navaretti (*ibidem*, 395-401) e S. Bragantini (*ibidem*, 403-10) nonch , dello stesso autore, *Finanza pigliatutto. Attendendo la rivincita dell’economia reale*, Bologna, il Mulino, 2009. Quanto poi alla *qualit *,   opportuno sottolineare come un obiettivo di fondo dell’ “innovazione” in campo finanziario sia consistito nella costruzione di portafogli caratterizzati da un’ “esposizione al rischio” aggregata *inferiore* a quella delle singole componenti, e questo in ragione di fattori quali la diversificazione dei titoli in portafoglio, la contenuta correlazione dei rischi rispettivi e una differenziazione per scadenze idonea a distribuire opportunamente nel tempo i flussi di cassa. La fiducia nell’

discesa dei tassi di interesse che l'ha accompagnato e favorito<sup>26</sup>. Nella Fig. 3 vengono inoltre evidenziati (anche mediante raffronto con quello di variabili comparabili di altri paesi e aree monetarie) sia l'andamento recente del tasso obiettivo sui *federal funds*, sia l'inversione di tendenza attuata dalla Fed a partire dalla metà del 2004 quando il *Federal Open Market Committee* prese a innalzare gradualmente il tasso di riferimento (dando quindi avvio a un' "azione di rimozione dello stimolo monetario"<sup>27</sup>) portandolo dal livello dell'1% a cui si trovava dal giugno 2003 (il valore più basso dalla seconda guerra mondiale, negativo per circa un punto percentuale in termini reali) al 5,25% nel giugno 2006: invariato per oltre un anno (con l'obiettivo di contrastare l'inasprimento delle condizioni di accesso al mercato del credito) il tasso di riferimento è stato di nuovo gradualmente ridotto e riportato al 2% nel corso del 2008.

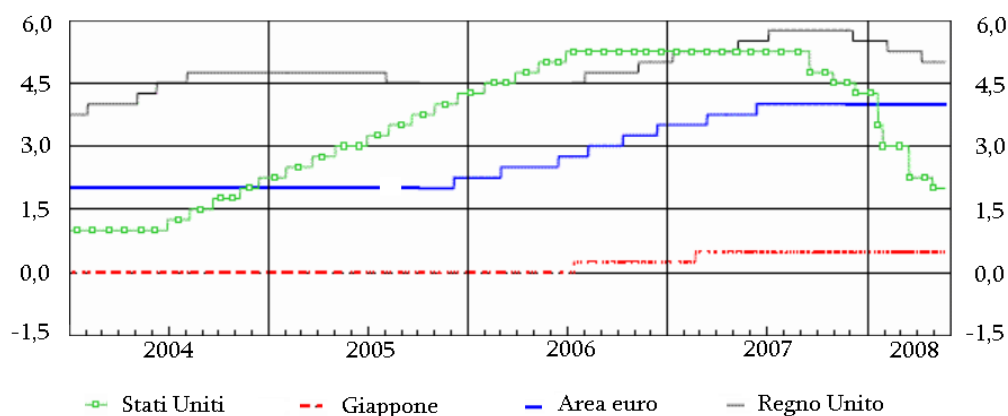
---

"immunità relativa" di tali prodotti in termini di rischio ne ha reso appetibile l'acquisto da parte degli operatori - in particolare delle banche - che si proponevano di massimizzare il rendimento del capitale proprio, per altro progressivamente sempre più inadeguato: all'accentuarsi di tale fenomeno non è stato estraneo l'obiettivo di valorizzare i corsi azionari, particolarmente in coincidenza con l'esercizio delle *stock option* da parte dei manager. Una efficace sintesi del fenomeno "finanziarizzazione", espressa in termini di "protagonisti" del mercato, è contenuta in J. Attali, *La crise, et après?*, op. cit., dove si precisa (traduco dalle pagine 159-61) che: "Si può [...] dare una spiegazione dell'origine della crisi attuale [...] Coloro che ne dispongono [il riferimento è all'informazione, *n.d.r.*] inventano senza sosta strumenti finanziari nuovi per accedervi e farne l'uso più conveniente per loro. Tale asimmetria nell'accesso all'informazione comporta - all'inizio - un eccesso di offerta, compensato da un indebitamento dei "non iniziati" garantito dal valore dei loro patrimoni. Questo determinerà un aumento dei consumi e, successivamente, dell'economia e del valore dei patrimoni stessi, che darà luogo a sua volta a un indebitamento ulteriore, superiore a quello finanziabile tramite la creazione di ricchezza reale. Gli "iniziati" sono i principali beneficiari di tale meccanismo, dal momento che sono essi a costruire gli strumenti finanziari che consentono loro di sedurre, contemporaneamente, i più poveri fra i mutuatari e i più ricchi fra i prestatori. I primi ignorano che, alla fine, dovranno pagare tassi di interesse molto elevati. I secondi ignorano che i loro risparmi sono collocati in prodotti ad alto rischio. Quanto agli "iniziati", questi non pensano che ai loro "dividendi" annuali. I più lucidi fra loro sanno che tutto questo non durerà e che a un certo momento, per altro ignoto, gli uni o gli altri, e probabilmente entrambi, ne faranno le spese: si adoperano quindi perché i meccanismi [...] siano il più complicati possibile, così da meglio proteggere i propri interessi. Comprendendo d'altra parte che questo non può durare, si approprieranno di una quota crescente del reddito nazionale a danno dei redditi da lavoro, e tale quota sarà tanto maggiore quanto più elevato sarà il rischio e la crisi sarà vicina. Il compenso degli "iniziati" cresce quindi all'avvicinarsi della crisi, non il contrario. Questo è esattamente ciò che è accaduto". Sul tema dei costi e dei benefici della finanza, con alcuni riferimenti storici, cfr. anche M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, op.cit., 25-31.

<sup>26</sup> I tassi Usa sono stati manovrati al ribasso, con obiettivi di stimolo del sistema economico, in risposta sia alla crisi dei titoli tecnologici del 2000 sia alle conseguenze degli atti terroristici dell'11 settembre 2001; ma altresì (è la tesi, fra gli altri, di Krugman e di Rodrik) a compensazione di una distribuzione sia personale sia funzionale dei redditi che, in particolare negli anni fra il 1979 e il 2004, ha privilegiato le classi di reddito più elevate e gli "altri redditi" rispetto a quelli di lavoro. È proprio Krugman a sottolineare, ad esempio, come fra il 1980 e il 2007 il reddito reale dello 0,01% più ricco sia aumentato di sette volte, a fronte di un incremento del 22% di quello della famiglia americana mediana. Prima del 2000 politiche monetarie espansive erano state promosse dal neo-presidente della Fed Greenspan per fronteggiare la crisi di Borsa dell'autunno 1987 ed erano state confermate in più occasioni successive: la crisi messicana del 1994, quelle asiatiche del 1997-8 e quella del *Long-Term Capital Management* del 1998. D'altronde già Robbins nel 1934, in *The Great Depression*, ricordava che "Il gran collasso ebbe luogo in America, ed occorre rivolgersi verso l'America e verso i centri più strettamente legati all'America per scoprire i precedenti della depressione" (op.cit., trad.it., 64) mentre, con riferimento alle condizioni del credito (e alla connessa propensione a intraprendere operazioni spericolate), ricordava (*ibidem*, 82) che: "Non è quando il denaro è caro, quando la gente guarda due volte un soldo prima di spenderlo, che i Kreuger e gli Hatry [protagonisti, ai tempi della Grande Crisi, di due clamorosi dissesti finanziari, rispettivamente in Svezia e in Gran Bretagna, *n.d.r.*] possono sperperarlo: ma quando il denaro è a buon mercato, quando i profitti sembrano lì per chi li vuole e ognuno si preoccupa soltanto di arrivar prima degli altri".

<sup>27</sup> Tale singolare espressione sarà successivamente utilizzata in Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 31 maggio 2006, 12. In Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 31 maggio 2005, 18 si sottolineava per altro che "L'inversione di tendenza della politica monetaria [...] non ha avuto ripercussioni sui mercati finanziari. Contrariamente a quanto avvenuto in occasione dell'inversione nel febbraio del 1994, i rendimenti sulle scadenze più lunghe sono diminuiti".

Fig. 3 Tassi di interesse ufficiali (1) (dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE e statistiche nazionali in Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, 31 maggio 2008.

(1) Dati giornalieri. Per gli Stati Uniti: tasso obiettivo sui *federal funds*; per il Giappone: tasso obiettivo sull'*overnight* sul mercato monetario; per l'area dell'Euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra, prima del 18 maggio 2006 tasso pronti contro termine.

L'“assuefazione” ai profitti elevati, accompagnata dal permanere del basso costo dell'indebitamento, ha condotto (e non soltanto negli Usa) le banche di investimento ad assumere rischi sempre più rilevanti utilizzando in misura crescente lo strumento dei derivati, che andava nel frattempo sviluppandosi secondo modalità a loro volta sempre più complesse: alcuni di questi titoli erano “basati” su mutui ipotecari e finivano con lo scontare un incremento duraturo nel prezzo delle abitazioni. La sequenza debito-derivati-debito ha trovato inoltre “rifugio” in gestioni fuori bilancio promosse da banche *sottocapitalizzate*, e questo si è verificato nella generale inerzia delle Banche centrali, impegnate a perseguire l'obiettivo prevalente (quando non esclusivo) della stabilità monetaria e perciò disattente alle “bolle” che andavano succedendosi, e talvolta cumulandosi. Cresceva contestualmente il valore dell'*effetto leva*, cioè del rapporto fra posizione netta attiva in prestiti o titoli e patrimonio delle banche: alla scarsità relativa di risorse proprie si tentava di porre rimedio intensificando la ricerca di impieghi ad alto rendimento (e ad alto rischio). Se la centralità dell'economia statunitense esalta sistematicamente le conseguenze delle vicende e dei comportamenti delle banche di quel sistema, dai dati esemplificativi - relativi al 2007 - contenuti nella Tab. 1 si rileva tuttavia che, se la leva attivata dalle banche di investimento Usa era pari a quella data - in media - a 30 (quindi molto elevata in assoluto e molto superiore a quella - pari a 14 - della media delle rimanenti banche Usa), essa era comunque inferiore alla leva - pari a 33 - attivata mediamente dalle banche UE. Proprio alcune delle grandi banche europee *cross-border*, in particolare, erano caratterizzate, a quella data, da una leva particolarmente elevata: specialmente UBS (52) e Deutsche Bank (53).

Tab. 1 Effetto leva al 2007\*

Banca		Banca	
Bank of America	12	Merrill Lynch	32
Barclays	38	Morgan Stanley	33
Bear Stearns	34	Royal Bank of Scotland	21
BNP Paribas	29	Société Générale	34
Citigroup	19	UBS	52
Credit Suisse	24		
Deutsche Bank	53	media banche UE	33
Goldman Sachs	22	media banche USA	14
HSBC	17	(ecluse banche di investimento)	
JP Morgan Chase	13	media banche di investimento USA	30

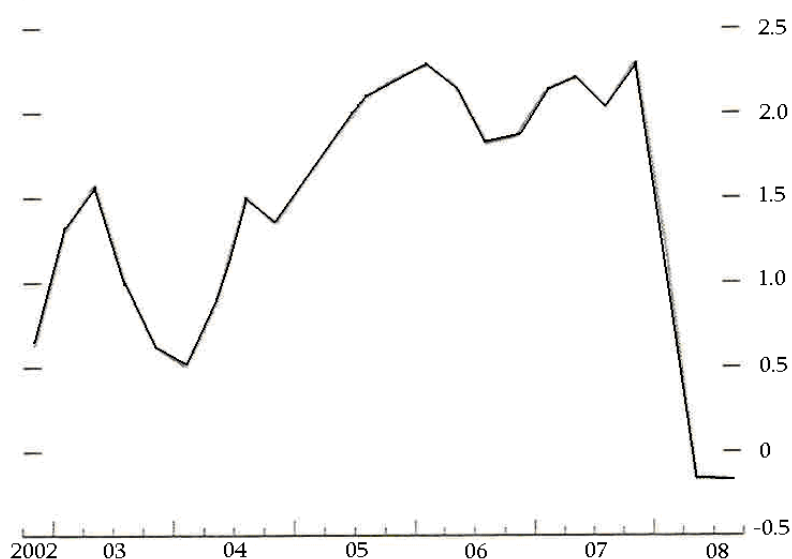
\* Rapporto fra posizione netta attiva in prestiti o titoli e patrimonio.

Fonte: Bankscope 2008 in C. Di Noia - S. Micossi (con J. Carmassi e F. Peirce),

Keep it simple. Policy Responses to the Financial Crisis, Rome – Brussels, Assonime – CEPS, 2009 (traduzione mia).

Sarà d'altra parte proprio l'espansione degli *asset cross-border* complessivi a subire un drastico ridimensionamento in coincidenza con l'aggravarsi della crisi, come si rileva dalla Fig. 4.

Fig. 4 Attività *cross-border* rilevate dalla BRI, 2002-2008  
(in % delle attività complessive; variazioni % annue)



Fonte: IMF, *Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, Washington DC, International Monetary Fund, aprile 2009 (traduzione mia).

Ma l'osservatore viene necessariamente sollecitato a considerare, accanto al *modus operandi* delle istituzioni bancarie, i comportamenti, compresi quelli *omissivi*, del "regolatore", cioè delle autorità di vigilanza del sistema finanziario, il che accentua ulteriormente (nella misura in cui tale circostanza conserva rilevanza in un contesto internazionale che tende a esaltare tutte le

interdipendenze e tutte le connessioni<sup>28</sup>) il ruolo dello spazio originario della crisi, gli Usa, e della normativa in campo bancario e finanziario quale è andata evolvendosi in quel sistema. Sembra significativo, su questo punto, riportare per esteso un passaggio tratto dalla *Presentazione* premissa da Giangiacomo Nardozzi a un saggio del 1995 sul sistema finanziario statunitense e sulla sua evoluzione nello scorcio del secolo scorso: “Gli Stati Uniti - vi si sottolinea - non sono solo la maggiore economia del mondo; rappresentano anche [...] il laboratorio nel quale il capitalismo, nella sua forma più pura, mostra al meglio i suoi splendori e le sue miserie, in una continua sperimentazione delle potenzialità del mercato come della regolamentazione per affermarlo e per contenerne gli eccessi. In questa sperimentazione si liberano forze di cambiamento che si propagano nel mondo, segnandone la storia economica. Soprattutto nel campo della finanza, è dai fatti americani che occorre partire per comprendere la logica che sta muovendo rapidamente la storia”.<sup>29</sup> Caposaldo della politica economica rooseveltiana in materia di banche e di finanza era stato il *Banking Act of 1933*<sup>30</sup>, meglio noto come *Glass-Steagall Act* dal nome, rispettivamente, del

---

<sup>28</sup> È quindi proprio alla “narrazione” dell’attuale contesto di crisi che è appropriata l’accezione di “globalizzazione” come compendio di *interdipendenza* e di *compressione spazio-temporale* determinata dalle tecnologie globali. Al tema dedica un’ampia analisi Giacomo Marramao in *Passaggio a Occidente. Filosofia e globalizzazione*, Torino, Bollati Boringhieri, 2009 (2° ed.). Cfr. *ivi* specialmente il Cap. 1, *Nostalgia del presente*, 19-91, e in particolare: pagina 9 per il richiamo a un’illuminante intuizione di Paul Valéry del 1928 sull’emergere di uno “stato di dipendenza reciproca” fra le popolazioni del globo; pagina 21 per la tesi (*à la Sen*) che vede nella globalizzazione dei giorni nostri solo il più recente - seppure rilevantissimo e peculiare - capitolo di una sequenza di globalizzazioni che hanno caratterizzato il processo di civilizzazione, in contrapposizione a quella (*à la Albrow*) che vi scorge invece caratteristiche di radicale discontinuità; infine pagina 44 per il richiamo a un “campo globale” come “realtà multidimensionale scaturita dalla ‘compressione di culture connesse a civiltà’ ” in contrapposizione all’approccio economicistico *à la Wallerstein*.

Una recente rassegna critica, fra le innumerevoli a disposizione, in tema di costi e benefici della globalizzazione *economica*, con estesi riferimenti ai dati di esperienza e agli approcci dottrinari rilevanti (nonché all’operare di taluni elementi che la caratterizzano, quali *Transnational Corporations* e *Internet*) si trova in M.N. Jovanović, *Does globalisation make sense?*, “Economia Internazionale”, febbraio 2008, 47-80. Cfr. altresì le analisi svolte (e le bibliografie fornite) da M. Syrquin in *Globalization: Too Much or is it too Little?* e da N. De Liso - C. Casilli in *La globalizzazione in una prospettiva tecnologico-istituzionale*, entrambe in “Economia politica”, 1/2005 (rispettivamente 25-42 e 43-68). Una riflessione organizzata su questi temi, sviluppata in termini di geopolitica economica anche in collegamento con significativi appuntamenti internazionali, è esposta da Paolo Savona in *Il governo dell’economia mondiale. Dalle politiche nazionali alla geopolitica: un manuale per il G8*, Venezia, Marsilio, 2009. È poi interessante ricordare come sia stato un glottologo, Giancarlo Bolognesi, a individuare di recente nella *psicopedagogia* la disciplina che ha “ospitato” per prima il termine *globalisation* (con riferimento, appunto, al “metodo globale”, secondo il quale “si insegna all’allunno a riconoscere la parola nella sua globalità, prima delle singole lettere di cui la parola è formata”) e nello psicopedagoga belga Ovide Decroly colui che per primo - sembra nel 1925 - avrebbe fatto ricorso a tale termine: cfr. a questo proposito G. Bolognesi, *Sulle più antiche attestazioni scritte dei vocaboli “globalizzazione”, “globalismo”, “globalità”*, Milano, “Rendiconti” dell’Istituto Lombardo - Accademia di Scienze e Lettere, Vol. 137 (2003), Fasc. 1, 61-70 (la citazione è a pagina 62). Nei medesimi “Rendiconti” (Vol. 138 - 2004 - Fasc. 1 e 2, 79-89) cfr. inoltre P. Nicola, *Interdipendenza e incompletezza dei mercati: verso la globalizzazione dell’economia*.

<sup>29</sup> Cfr. G. Nardozzi, *Presentazione* ad A. Roselli, *La finanza americana tra gli anni Ottanta e Novanta. Instabilità e riforme*, Roma-Bari, Editori Laterza, 1995, VII. Nel saggio introduttivo si sintetizza l’alternativa/integrazione fra sistema “tedesco” tendenzialmente *bancocentrico* e sistema “anglosassone” tendenzialmente *orientato al mercato* (con il connesso problema della *separazione* fra attività di banca commerciale e attività di intermediazione mobiliare), ripercorrendone gli sviluppi attraverso le vicende recenti del sistema statunitense anche in quanto sistema *centrale*; vi si contesta altresì la tesi di una evoluzione *progressiva* e *necessaria* dei sistemi finanziari (quindi anche di quello statunitense) verso strutture *orientate al mercato*, sulla scorta della interpretazione marxiana-schumpeteriana-keynesiana circa la natura essenzialmente *monetaria* dei sistemi capitalistici, tema che rimanda a quello della intrinseca *instabilità* di questi.

<sup>30</sup> Immediatamente successivi all’insediamento della nuova Amministrazione erano stati tuttavia altri due provvedimenti, precisamente l’*Emergency Banking Relief Act* (9 marzo 1933) e il *Securities Act (Truth in Securities Act)*, 27 maggio 1933). Con il primo venivano ratificate le decisioni di emergenza (in particolare la chiusura delle banche per quattro giorni, il *Bank Holiday*) assunte da Roosevelt all’atto dell’insediamento (contestualmente la Fed si impegnava a rifornire le banche di moneta per ammontari illimitati) e, fra l’altro, investiva il Presidente di poteri eccezionali in tali materie. Con il secondo veniva regolamentata con severità l’*informazione* al pubblico in materia di titoli. A tutto il giugno 1929 le banche commerciali erano, negli Usa, 24.504 con 49 miliardi di dollari di depositi; alla riapertura degli sportelli, dopo il *Bank Holiday* deciso da Roosevelt, erano ridotte a 14.440 con 33 miliardi di dollari di depositi.

senatore Carter Glass - già Segretario al Tesoro con Woodrow Wilson - e del deputato Henry B. Steagall, Presidente del *Committee on Banking and Currency* della Camera dei Rappresentanti<sup>31</sup>. Emanato il 16 giugno 1933<sup>32</sup> a pochi mesi dall'insediamento della nuova Amministrazione democratica con l'obiettivo di finalizzare la regolamentazione dell'intermediazione bancaria alla tutela dell'interesse pubblico mediante la salvaguardia della *stabilità* degli intermediari, il provvedimento sanciva la separazione fra attività bancaria *commerciale*, esercitata attraverso la raccolta di depositi presso la clientela e l'erogazione di credito commerciale e industriale, e attività bancaria *di investimento*, esercitata - fra l'altro - intermediando titoli di credito e di partecipazione sia sul mercato primario sia su quello secondario (e inoltre sia come *dealer*, cioè per conto proprio, che come *broker*, cioè per conto terzi) oltre che, ad esempio, assumendo partecipazioni azionarie in imprese non finanziarie; istituiva inoltre la *Federal Deposit Insurance Corporation*<sup>33</sup> e, con la *Regulation Q*, fissava un limite massimo all'interesse da corrispondere sui depositi a risparmio: era fatto divieto di corrispondere interessi sui depositi a vista<sup>34</sup>. Nel separare l'attività bancaria commerciale da quella di investimento, la nuova normativa si proponeva altresì di prevenire i "conflitti di interesse" fra le diverse categorie di prestatori, all'estendersi a all'accentuarsi dei quali veniva fatta risalire una responsabilità di primo piano nel sorgere e nell'aggravarsi della crisi "di sistema". Molti anni dopo, ma perseguendo obiettivi coerenti con la legislazione degli anni '30, il *Bank Holding Company Act* del 1956 sancirà il regime di *separatezza* fra "banca" e "industria", cioè fra "impresa bancaria" e ogni altro tipo di impresa, vietando a una *bank holding company* (cioè a una società che controllasse una banca) di possedere o controllare - direttamente o indirettamente - società diverse da banche, e quindi di esercitare attività diverse da quella bancaria: l'intendimento della normativa del 1956 era quello di evitare tanto i conflitti di interesse quanto le eccessive concentrazioni di potere, con gli ostacoli alla concorrenza che ne sarebbero derivati.

Il quarto di secolo successivo al *Bank Holding Company Act* vede l'estendersi e l'intensificarsi di tendenze di fondo che, con il passare del tempo, concorrono a determinare anche negli Usa la progressiva attenuazione degli orientamenti "vincolistici" che erano andati affermandosi a far tempo dagli anni '30. Queste tendenze consistono, in sintesi: 1) nella crescente integrazione finanziaria internazionale<sup>35</sup>, e quindi nella crescente compresenza/concorrenza di sistemi finanziari

---

<sup>31</sup> Al febbraio 1932, quindi ancora all'Amministrazione Hoover, risale tuttavia un precedente *Glass - Steagall Act* che, già in funzione anti-crisi, aveva ampliato le attività finanziarie ammissibili al risconto presso la Fed e aveva permesso a questa di emettere moneta contro titoli pubblici, e non soltanto contro oro.

<sup>32</sup> Si tratta del più rilevante intervento legislativo in materia dopo il *Federal Reserve Act*, emanato il 23 dicembre 1913, con cui era stato istituito il *Federal Reserve System*. Anche nell'*iter* di questo provvedimento aveva avuto un ruolo di rilievo l'allora deputato Carter Glass, unitamente al senatore Robert L. Owen (presidenti dei due *Committee on Banking and Currency*, rispettivamente di Camera dei Rappresentanti e Senato). Era stata la crisi bancaria del 1907 (cfr. su quegli eventi R.F. Bruner - S.D. Carr, *The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, Hoboken, New Jersey, Wiley, 2007) a determinare l'insediamento (con lo *Aldrich - Vreeland Act* del 1908) della *National Monetary Commission* le cui proposte, note come "Piano Aldrich" dal nome del suo presidente, furono rassegnate al Congresso nel gennaio 1912. Più "pubblicistico" rispetto alle proposte dalla Commissione Aldrich, il *Federal Reserve System* veniva definito dalla norma che lo istituiva "*not a private, profit-making institution*", ma "*an independent entity within the government, having both public purposes and private aspects*". Alcuni critici fanno risalire proprio all'istituzione del *Federal Reserve System* (e alla progressiva estensione dei suoi compiti) l'origine degli interventi di *bailout*, cioè di "salvataggio" in situazioni di crisi: in questo senso cfr. B. Ritholtz (con A. Task), *Bailout Nation*, Hoboken, New Jersey, Wiley, 2009, che condivide (pagina 4) l'opinione di Allan Meltzer secondo il quale "*Capitalism without failure is like religion without sin - it just doesn't work*".

<sup>33</sup> La cui stessa esistenza può a sua volta, per definizione, essere considerata "produttrice" di *moral hazard*.

<sup>34</sup> Il *Glass - Steagall Act* del 1933 confermerà inoltre le limitazioni all'espansione interstatale delle *national banks* - che venivano quindi poste in condizioni di parità concorrenziale rispetto alle *state-chartered banks* - operata mediante l'apertura di filiali, restrizioni per altro già in vigore a seguito dell'emanazione del *McFadden Branch Banking Act* del 25 febbraio 1927. Due anni dopo, il *Banking Act of 1935* istituirà il *Board of Governors* del *Federal Reserve System* rafforzandone i poteri e potenziando altresì il ruolo della *Federal Deposit Insurance Corporation*, che diventerà un'agenzia permanente del Governo federale.

<sup>35</sup> Sulle accezioni del concetto, su alcuni indirizzi di ricerca e per un'ampia bibliografia una guida utile è tuttora il saggio di A. D'Ercole, *Il concetto di integrazione finanziaria internazionale. Problemi e prospettive*, Quaderni del Dipartimento di Economia politica dell'Università di Siena n. 113, ottobre 1990.

che si differenziano *anche* quanto a propensione vincolistica, 2) nella rapida evoluzione delle tecnologie della comunicazione, 3) nel progredire dell'innovazione finanziaria, 4) nel crescente ricorso dei prenditori di fondi al mercato dei capitali, cui si accompagna la diminuita "dipendenza" dal credito bancario, tendenza che spinge le banche *disintermediate* a ricercare impieghi alternativi, e potenzialmente più rischiosi, 5) nell' accresciuta difficoltà di rendere compatibili i "tetti" sugli interessi passivi corrisposti e le convenienze della clientela nella gestione delle proprie attività, 6) nelle interrelazioni fra tali tendenze. La letteratura economica accompagna e convalida tale evoluzione<sup>36</sup>.

È significativa, nel contesto di (e in connessione con) tali sviluppi, l'evoluzione legislativa che contraddistingue il periodo conclusivo della Presidenza Carter. Fu infatti nel 1980 - precisamente il 31 marzo - che fu emanato il *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, il più rilevante provvedimento in campo bancario a far tempo dagli anni '30, nonché il primo di una serie di interventi che segnarono una inversione di tendenza rispetto all'orientamento "regolativo" da allora dominante. Articolata in due sezioni (*Monetary Control Act* e *Depository Institutions Deregulation Act*), la nuova normativa finiva con l'attenuare la distinzione fra banche propriamente dette e "altre istituzioni finanziarie": a tutte veniva esteso l'obbligo di riserva e i "tetti" imposti ai tassi di interesse dalla *Regulation Q* venivano gradualmente eliminati per lasciare spazio a valori "di mercato". Il provvedimento liberalizzava inoltre i tassi di interesse che le banche potevano praticare sui prestiti ipotecari, incentivando in tal modo le stesse ad ampliare la propria clientela anche a detrimento del merito di credito dei prenditori<sup>37</sup>.

È nel secondo anno della sua prima presidenza, il 15 ottobre 1982, che Reagan emana il *Garn-StGermain Depository Institutions Act*, con l'obiettivo - come recita l'intitolazione formale della legge - "*To revitalize the housing industry by strengthening the financial stability of home mortgage lending institutions and ensuring the availability of home mortgage loans*". La legge, che aveva riscosso un largo consenso parlamentare, venne presentata dallo stesso Reagan come "una riforma storica" (oltre che come "la prima tappa del vasto programma di *deregulation* finanziaria che questa amministrazione si è impegnata ad attuare") con le seguenti parole: "Questo è il più importante atto legislativo in campo finanziario degli ultimi cinquanta anni. Questa legge fornisce una soluzione di lungo periodo alle difficoltà delle nostre casse di risparmio: è una legge a favore dei consumatori, che garantisce ai piccoli risparmiatori un più agevole accesso al credito e rendimenti più elevati per i loro risparmi. E se consideriamo la recente forte diminuzione dei tassi di interesse, tutto ciò significa più risorse per costruire abitazioni, più lavoro e una rinnovata crescita dell'economia. Tutto sommato, penso che abbiamo fatto centro"<sup>38</sup>. In sintesi, la legge si proponeva di affrontare le difficoltà *strutturali* di un fondamentale settore del credito (le *banks and savings institutions*) utilizzando tre principali categorie di strumenti, e in particolare: 1) autorizzando le banche destinatarie ad aprire conti di deposito a vista senza limite di interesse, il che avrebbe consentito loro di "stare sul mercato", 2) autorizzandole a effettuare *anche* operazioni di credito commerciale e a incrementare quelle di credito al consumo, 3) prevedendo la possibilità che venissero autorizzate operazioni di acquisizione "da stato a stato" per obiettivi di "salvataggio" bancario<sup>39</sup>. È opinione

---

<sup>36</sup> Per un approccio "non vincolistico" alla relazione fra regolamentazione e crisi bancarie cfr., fra i tanti, G. Selgin, *Bank Deregulation and Monetary Order*, London and New York, Routledge, 1996.

<sup>37</sup> Riferendosi a questa ultima previsione dell'Act del 1980, la giurista Patricia McCoy (citata in J. Binger, *How Congress helped create the subprime mess*, CNNMoney.com, 31 gennaio 2008, traduzione mia) affermava che "Se è vero che il Congresso non ama che gli si addossino colpe, non vi è dubbio che, in questo caso, su di esso gravino delle responsabilità" per il fatto di discutere nel 2008 di quelle regole più severe che si sarebbe potuto e dovuto introdurre dieci o venti anni prima. All'Act del 1980 fece invece seguito, due anni dopo, l'*Alternative Mortgage Transactions Parity Act*, che *ampliava* la tipologia dei prestiti ipotecari che le banche erano autorizzate a concedere.

<sup>38</sup> Traduco da *Remarks on Signing the Garn-StGermain Depository Institutions Act of 1982* (<http://www.reagan.utexas.edu/archives/speeches/1982/101582b.htm>).

<sup>39</sup> Così un esperto inquadrava la legge in questione (traduco da F.J. Wells, P.L. 97-320, *Garn-StGermain Depository Institutions Act of 1982: A Brief Explanation*, CRS, Congressional Research Service, The Library of Congress, November 1, 1982): "A partire dall'inizio del 1981 la concorrenza fra istituzioni finanziarie è andata intensificandosi in ragione, soprattutto, degli elevati tassi di interesse e della loro crescente incidenza. Il pubblico ha continuato ad



consolidata che tali innovazioni normative, finalizzate a individuare nuovi spazi operativi a vantaggio di questa categoria di banche liberandole da un eccesso di vincoli, abbiano in definitiva contribuito ad aggravare la crisi. Questa si concluse con l'adozione del *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* emanato il 9 agosto 1989 “*To reform, recapitalize, and consolidate the Federal deposit insurance system, to enhance the regulatory and enforcement powers of Federal financial institutions regulatory agencies [...]*”.

Sarà durante il primo mandato di Clinton, nel 1994, che il *Riegle-Neal Interstate and Branching Efficiency Act* (emendando - fra gli altri - il *Bank Holding Company Act* del 1956) consentirà - a determinate condizioni e previa autorizzazione del *Board* della Riserva Federale - l'effettuazione di acquisizioni bancarie *interstatali*. Sarà tuttavia il *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* del 1999<sup>40</sup>, emanato da Clinton verso la fine del suo secondo mandato, a determinare il superamento anche formale di alcune delle disposizioni fondamentali del *Glass-Steagall Act*, aprendo alla “banca universale” e consentendo quindi, seppure a certe condizioni e con talune esclusioni, la fusione fra banche commerciali e banche di investimento, con il risultato di sanare per tale via anche alcuni “fatti compiuti”, in particolare l'unione di *Citibank* e *Travelers Group*, che aveva dato origine al conglomerato bancario-assicurativo *Citigroup*: tale innovazione soddisfaceva l'esigenza delle banche principali di potere gestire *ciascuna al proprio interno* passività con caratteristiche, scadenze e motivazioni diverse - e variabili - anche in relazione alle vicende congiunturali. Un ulteriore passo nella medesima direzione fu compiuto poco dopo, e sempre sotto l'impulso dei congressisti Gramm, Leach e Bliley e degli ambienti finanziari, con il *Commodity Futures Modernization Act* (di seguito *CFM Act*), emanato a fine dicembre 2000 nella transizione fra il secondo mandato di Clinton e il primo di Bush jr., a ridosso della sospensione natalizia dei lavori del Congresso e in assenza di discussione parlamentare, ma nel contesto di un più ampio provvedimento di bilancio (il “*2000 omnibus budget bill*”): a tale intervento legislativo viene attribuita una responsabilità significativa nel creare le premesse del successivo fallimento Enron, e anche delle ulteriori sequenze di crisi. Il *CFM Act* abrogava infatti il cosiddetto *Shad-Johnson Jurisdictional Accord* del 1981 (divenuto legge nel 1983) stipulato fra la *Securities and Exchange Commission* (SEC) e la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) per definire le competenze rispettive proprio in materia di derivati e che già aveva registrato nel corso del tempo, in materia di controlli, alleggerimenti progressivi a seguito di pronunce giurisprudenziali. A questo proposito si rivela di particolare interesse (e per alcuni versi premonitore) un rapporto, preliminare al *CFM Act*, redatto a cura dello *United States General Accounting Office* con il titolo *Issues Related to the Shad-Johnson Jurisdictional Accord*. In sede di valutazione preventiva dei costi e dei benefici dell'abrogazione dell'accordo e di esposizione delle differenti tesi formulate al riguardo dalle istituzioni e dagli uffici consultati, vi si sottolinea una pluralità di timori: quello - avanzato

---

aggiustare la composizione delle proprie attività finanziarie mentre famiglie e imprese si proponevano di massimizzarne il rendimento. Le istituzioni finanziarie, a loro volta, si sono adeguate alla situazione offrendo nuovi servizi e “confezionando” quelli offerti con modalità nuove. L'incidenza differenziata delle normative sulle diverse categorie di servizi finanziari ha inoltre contribuito ad aumentare la pressione concorrenziale”.

<sup>40</sup> Sull'intenso impegno legislativo del senatore Phil Gramm (repubblicano del Texas) finalizzato a promuovere gli interessi della comunità finanziaria si sofferma - nella pubblicistica italiana recente - Luciano Gallino in *Con i soldi degli altri. Il capitalismo per procura contro l'economia*, Torino, Einaudi, 2009 (cfr. in particolare 146-50) nel contesto di argomentazioni volte a evidenziare “L'intreccio tra denaro, corporation, banche, politica, uffici legali, pubblicità, mass media, ‘pensatoi’ ” (*ibidem*, 142-3) che è all'origine della crisi. Attenzione particolare viene inoltre dedicata, nelle stesse pagine, all'attività della moglie del senatore Gramm, l'economista Wendy L. Gramm (*Distinguished Senior Scholar* del *Mercatus Center*, *think tank* iperliberista presso la *George Mason University* di Arlington, la “Margaret Thatcher della *regulation* finanziaria” secondo il “*Wall Street Journal*” del 12 novembre 1999) la quale, nella sua qualità di presidente della *Commodity Futures Trading Commission* fra il 1988 e il 1993 (con Reagan e Bush sr.) promosse, nel 1992, l'esenzione dei *futures* “energetici” dal controllo della stessa Commissione. Proprio Enron, del cui *Board of Directors* la stessa Gramm entrerà a fare parte nel 1993 dopo le dimissioni dalla Commissione, trarrà cospicui vantaggi da tale decisione, come dalle successive iniziative legislative del senatore Gramm (fra l'altro presidente della *Commission on Banking, Housing and Urban Affairs* del Senato degli Stati Uniti dal 1995 al 2000) il cui percorso politico la stessa Enron avrebbe sistematicamente e generosamente agevolato.

dalla SEC - che l'operare dell'effetto leva potesse determinare perdite rilevanti in situazioni di elevata volatilità dei mercati; l'ulteriore timore che un significativo effetto leva potesse incoraggiare la manipolazione delle quotazioni dei titoli, grazie alla possibilità di lucrare - tramite l'assunzione di posizioni *future* caratterizzate da una leva rilevante - profitti più elevati anche in presenza di modeste variazioni nelle quotazioni delle attività sottostanti; inoltre - ultimo ma non da ultimo - il timore di chi riteneva che "...in periodi di volatilità molto elevata dei mercati l' utilizzo eccessivo della leva [potesse] compromettere in misura significativa la solidità del mercato dei titoli, esponendolo a rischi di crisi sistemica". La formulazione di timori così circostanziati e autorevoli non aveva tuttavia impedito che l'opinione degli estensori del rapporto, così come la conclusione dell'*iter* normativo (insolitamente frettoloso), andasse nella direzione opposta alle preoccupazioni che pure erano state manifestate, determinando quindi l'abrogazione dell'accordo del 1981, e quindi il superamento delle restrizioni e dei controlli che questo prevedeva<sup>41</sup>.

---

<sup>41</sup> A conclusione del testo si dà per altro dettagliatamente conto delle obiezioni raccolte, precisando che "La SEC, il *New York Stock Exchange*, la *Securities Markets Association* e la *Securities Markets Coalition* hanno fatto rilevare che la nostra bozza di rapporto non affronta tutti i problemi e non dà risposta a tutte le preoccupazioni che riguardano le contrattazioni in *futures* [e che inoltre] semplifica eccessivamente le complesse soluzioni dei problemi posti dalla necessità di colmare le differenze esistenti fra la regolamentazione dei titoli e quella dei *futures*". La struttura "balcanizzata" (l'espressione è del Segretario al Tesoro Paulson) del sistema di vigilanza vigente negli Usa, cioè la pluralità problematica delle istituzioni sulle quali lo stesso si fonda, è sinteticamente richiamata, ad esempio, nella *Introduzione* di Luigi Spaventa al saggio di C.R. Morris, *The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*, Public Affairs, The Perseus Books Group, 2008 (trad. it., *Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro*, Roma, Elliot Edizioni, 2008). L' inefficienza "strutturale" che ne consegue si manifesta precisamente (cfr. l'*Introduzione* citata, XVII) attraverso la seguente attribuzione di competenze: "[...] tre autorità che concorrono al controllo della moneta e delle banche commerciali; il controllo delle banche d'affari (che non raccolgono depositi) sottratto alla banca centrale e affidato alla commissione per la regolazione dei mercati (SEC); la competenza sui derivati assegnata a un regolatore separato; supervisione statale frammentata, e non federale, delle imprese di assicurazione e degli istituti di credito fondiario": a ciò si aggiungano i "supervisor catturati dai soggetti regolati per promuoverne gli interessi". Un quadro sintetico della strutturazione/frammentazione del sistema bancario statunitense, con particolare riguardo ai livelli statale/federale e alle rispettive origini storiche, è contenuto in A. Roselli, *La finanza americana tra gli anni Ottanta e Novanta. Instabilità e riforme*, op.cit. (cfr. in particolare il Cap. 2, *La ristrutturazione del sistema bancario: i problemi di fondo e la deregolamentazione in via amministrativa*, 21-36). Una periodizzazione dei "regimi" che si sono succeduti negli Usa in materia di vigilanza bancaria a partire dal *National Currency Act* del 1863 e dal *National Banking Act* dell'anno successivo è contenuta nel saggio di E.N. White, *Lessons From the History of Bank Examination and Supervision in the United States, 1863-2008* presentato al *workshop* su *Financial Market Regulation After Financial Crisis: The Historical Experience* svoltosi a Roma, presso la Banca d'Italia, il 16-17 aprile 2009 (di prossima pubblicazione in BANCA D'ITALIA, *Workshops and Conferences*). Una dettagliata schematizzazione delle competenze in materia di "gestione" delle crisi bancarie in sedici paesi europei era già contenuta in P. Cozzoli - B. Marchitto, *A Data Base on Financial Regulation and Crises Management: Working Notes and Tables*, Centro di Economia monetaria e finanziaria "Paolo Baffi" n. 97, Università Bocconi, ottobre 1995. Un'immagine allarmante del malfunzionamento dei controlli in materia finanziaria negli Usa emerge infine dalla lettura della deposizione resa da Harry Markopolos, *Chartered Financial Analyst* e *Certified Fraud Examiner* (cfr. <http://www.docstoc.com/docs/3989691/Markopolos-Testimony>) di fronte al *Committee on Financial Services* della Camera dei Rappresentanti il 4 febbraio 2009 nell'ambito dell' indagine sul *Madoff Ponzi Scheme* e sull'attività del finanziere Bernard Madoff, "la cui presunta truffa (traduco da pagina 1, *n.d.r.*) getta una luce impietosa sulla incapacità delle nostre strutture, procedure e istituzioni di controllo di prevenire tali crimini". Nel caso specifico, sotto accusa finiscono in particolare (cfr. ancora pagina 1 del documento), gli organi della SEC (che Markopolos dimostra di avere tenuto informati fin dal 2000) i quali nulla avevano fatto "per interrompere [pagina 24, *n.d.r.*] quella che sapevamo essere la più complicata e sinistra truffa della storia americana". Non sfuggono tuttavia a un giudizio pesantemente negativo neppure Fed e Tesoro, colpevoli di avere "[...] ripetutamente detto agli investitori che le cose andavano bene, quando al contrario non facevano che peggiorare" (pagina 28). Anzi "[...] se paragonata alla Fed, che ha precipitato questo paese nell'abisso della bancarotta nazionale per essersi rifiutata di controllare le banche - o per non averlo saputo fare - la SEC sembra quasi un organismo competente. E' quindi grazie all'inettitudine di chi avrebbe dovuto regolare la finanza che la Wall Street che conoscevamo non esiste più, e che tante fra le maggiori banche di questo paese si reggono oggi sul sostegno pubblico" (pagina 29). Quanto alla SEC, l'imbarazzo del suo Presidente Christopher Cox [il cui atteggiamento di favore nei confronti della *deregulation* e di condiscendenza verso il mondo degli affari hanno fatto di lui, secondo il "Los Angeles Times" del 30 gennaio 2009, "il presidente sbagliato nel momento sbagliato"] emerge con tutta evidenza dal comunicato ufficiale emesso fin dal 16 dicembre 2008 e del quale si riporta di seguito un brano nel testo originale. Dichiarava fra l'altro Cox: "*Since Commissioners were first informed of the Madoff investigation*

7 - Il ruolo svolto dalla Fed nell'espletamento delle funzioni di vigilanza che le sono proprie (prescindendo dall'evoluzione che queste hanno subito e dalle opinioni in merito) è stato ed è, a sua volta, oggetto di valutazione critica. Lo stesso dicasi delle posizioni assunte dal suo attuale Presidente. È significativo a questo proposito un intervento di "USA Today" del 21 agosto 2008, giorno di apertura del congresso annuale della Fed. Vi si osserva in primo luogo che Ben Bernanke, in occasione dello stesso incontro dell'anno precedente, aveva dichiarato non essere compito dell'istituzione da lui presieduta quello di andare in soccorso di prestatori e di investitori responsabili di decisioni errate, e che d'altra parte tale intervento non sarebbe stato "appropriato". Nel corso dei dodici mesi successivi, tuttavia, si sono succeduti, come sottolinea lo stesso "USA Today", gli eventi che seguono: il riconoscimento da parte della Fed (agosto 2007) di un fabbisogno di fondi di entità straordinaria che le banche si trovavano a dovere fronteggiare a motivo della difficile situazione del mercato; la dichiarazione (nello stesso mese) della necessità di intervenire per contrastare le ripercussioni di tali difficoltà sull'economia; l'assicurazione (26 novembre) dell'intenzione di somministrare liquidità in misura superiore rispetto alle abituali necessità di fine anno, oltre che del proposito di innalzare i limiti di indebitamento delle singole banche nei confronti della stessa Fed; il varo (12 dicembre) di un nuovo programma di interventi finanziari per assicurare risorse a un numero maggiore di banche (e per periodi più lunghi) per fare fronte a esigenze temporanee di liquidità; la decisione (7 marzo 2008) di finanziare con 100 miliardi di dollari due nuovi programmi di sostegno in favore di istituzioni finanziarie; la decisione (11 marzo) di ammettere una più ampia tipologia di obbligazioni "collaterali", incluse quelle "basate" su crediti ipotecari, come contropartita di nuovi programmi di sostegno finanziario; la decisione (ancora l'11 marzo) di fare credito fino a 200 miliardi di dollari e con scadenza fino a 28 giorni alle banche di investimento, e inoltre di accettare come "collaterali" obbligazioni garantite da crediti ipotecari, purché dotate di un *rating* elevato; la decisione (14 marzo), della quale non si davano precedenti dai tempi della Grande Depressione, di ammettere allo sconto JP Morgan "per conto" di Bear Stearns e quella successiva (16 marzo) di erogare un finanziamento speciale alla stessa JP Morgan per consentire a questa ultima di acquisire la medesima Bear Stearns; la riduzione (16 marzo) del tasso di sconto sui finanziamenti diretti alle banche e l'annuncio di un nuovo programma di misure finanziarie di sostegno a favore di altri primari operatori di Wall Street; la richiesta (13 maggio) avanzata al Congresso di autorizzare la corresponsione di interessi sulle riserve detenute dalle banche presso la Fed; infine la decisione (13 luglio) di ammettere allo sconto *Fannie Mae* e *Freddie Mac*.

Dalla sequenza degli interventi effettuati (che vedrà - il 23 novembre 2008 - il *bailout* di Citigroup, al cui sostegno concorreranno, in ragione delle dimensioni dell'operazione - circa 306 miliardi di dollari - Tesoro, Fed e *Federal Deposit Insurance Corporation*)<sup>42</sup> emerge con chiarezza una

---

*last week, the Commission has met multiple times on an emergency basis to seek answers to the question of how Mr. Madoff's vast scheme remained undetected by regulators and law enforcement for so long. Our initial findings have been deeply troubling. The Commission has learned that credible and specific allegations regarding Mr. Madoff's financial wrongdoing, going back to at least 1999, were repeatedly brought to the attention of SEC staff, but were never recommended to the Commission for action. I am gravely concerned by the apparent multiple failures over at least a decade to thoroughly investigate these allegations or at any point to seek formal authority to pursue them. Moreover, a consequence of the failure to seek a formal order of investigation from the Commission is that subpoena power was not used to obtain information, but rather the staff relied upon information voluntarily produced by Mr. Madoff and his firm. In response, after consultation with the Commission, I have directed a full and immediate review of the past allegations regarding Mr. Madoff and his firm and the reasons they were not found credible, to be led by the SEC's Inspector General"* (<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-297.htm>).

<sup>42</sup> Una dettagliata esposizione degli interventi effettuati dalla Fed per fronteggiare la crisi è contenuta nel *Monetary Policy Report to the Congress* a cura del Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC, 24 febbraio 2009 (in particolare pagine 9-11, 33-6 e 47-51). Per una dettagliata cronologia degli accadimenti più significativi a far tempo dal luglio 2007 e fino al 15 marzo 2009, cfr. inoltre C. Di Noia - S. Micossi (con J. Carmassi e F. Peirce), *Keep it simple. Policy Responses to the Financial Crisis*, Rome-Brussels, Assonime-CEPS, 2009, 82-7. Negli Stati Uniti, oltre agli interventi richiamati nel testo, emergono per rilevanza - e per clamore di ripercussioni -

trasformazione radicale del ruolo stesso della Fed nei confronti sia del sistema degli intermediari sia dei mercati finanziari, il che solleva: a) interrogativi in ordine al fatto che il regolatore decide di approvvigionare di risorse le banche regolate *in assenza*, anche se eventualmente *in attesa*, di nuove e più efficaci regole, a) ulteriori preoccupazioni in ordine alla propensione all' "azzardo morale" che iniziative di questa natura possono ingenerare nel sistema, propensione che verrebbe a sua volta "rilanciata" da tassi di interesse manovrati al ribasso. A tale secondo aspetto della questione si è già fatto riferimento. Quanto al primo, la Fed (con decisione eminentemente *politica*, il che suscita interrogativi ulteriori, precisamente sulle prospettive della sua "indipendenza" rispetto all' Esecutivo<sup>43</sup>) ha affiancato alle tradizionali funzioni di controllo del cambio e di governo dei tassi di interesse sia quella 1) di far fronte, in funzione di *supplenza*, alla situazione di paralisi del mercato interbancario intermediando flussi di credito *fra* le banche e agendo quindi da "banca delle banche" (al limite, allo scopo di scongiurare l'eventualità di un *credit crunch* generalizzato, da prestatore "di sola istanza"), sia quella 2) di salvataggio di posizioni pericolanti, il che la porta ad assumere *in proprio*, con rilevanti conseguenze sul *proprio* bilancio, posizioni di rischio della cui permanenza nei conti non è dato prevedere né la durata né le modalità di dismissione: circostanza, questa ultima, che ha indotto alcuni analisti ad affermare che gli interventi effettuati (sia quelli di finanziamento diretto come Bear Stearns e AIG, sia quelli a garanzia come Citygroup) "hanno fatto perdere alla Federal Reserve la propria indipendenza, trasformandola in un'agenzia del Governo"<sup>44</sup>. Come conseguenza di tali sviluppi, le "dimensioni" del bilancio della Fed sono ben più che raddoppiate

---

l'istanza di ammissione al *Chapter 11* da parte di Lehman Brothers con le conseguenze che ne sono derivate (la bancarotta di maggiori dimensioni nella storia degli Usa), l'acquisizione - lo stesso 15 settembre 2008 - di Merrill Lynch da parte di Bank of America, il *bailout* di AIG realizzato attraverso una complessa sequenza di interventi successivi, la trasformazione in banche di credito ordinario chiesta e ottenuta da Goldman Sachs e da Morgan Stanley. Anche in Europa si registra, nello stesso periodo, una numerosa sequenza di interventi: dalla "nazionalizzazione" seppure temporanea di Northern Rock (una banca specializzata in mutui immobiliari, le cui vicende avevano dato luogo al primo *bank run* verificatosi nel Regno Unito dal 1866) al passaggio sotto il controllo pubblico diretto di Commerzbank e indiretto di una quota rilevante di Deutsche Bank; dal *bailout* della Roskilde Bank da parte della Banca centrale danese e della Fortis da parte delle autorità di Belgio, Olanda e Lussemburgo, agli interventi di salvataggio operati in Islanda (Glitnir, Landsbanki, Kaupthing Singer e Friedlander -Ksf), Svizzera (UBS), Svezia (Carnegie), Lettonia (Parex Banka), Irlanda (Anglo Irish Bank). Si ritiene che l'acquisizione del controllo pubblico di Northern Rock (settembre 2007) e il salvataggio di Bear Stearns (marzo 2008) rappresentino, sulle sponde opposte dell'Atlantico, un primo significativo indicatore della risposta dei rispettivi governi alla crisi e che, d'altra parte, un punto di svolta cruciale negli sviluppi di questa sia costituito proprio dalla conclusione, il 15 settembre 2008, della vicenda di Lehman Brothers. Una vivace ricostruzione degli avvenimenti, con particolare riguardo a quelli bancari e finanziari, è contenuta in P. Mason, *Meltdown. The End of the Age of Greed*, New York, Verso, 2009 (trad.it., *La fine dell'età dell'ingordigia. Notizie sul crollo finanziario globale*, Milano, Bruno Mondadori, 2009).

<sup>43</sup> Sulla (perdurante) rilevanza di tale concetto, come di quelli complementari di *transparency* e di *accountability*, cfr. il saggio di apertura di J. de Haan - D.Masciandaro - M.Quintyn, *Does central bank independence still matter?*, "European Journal of Political Economy", dicembre 2008, 717-21 (e i saggi contenuti nel fascicolo), così come, di parecchi anni addietro, i saggi (di Franco Bruni, Sir Brian Corby, Torsten Persson e Guido Tabellini, Jürgen von Hagen e Ralph Süppel, Riccardo Rovelli, Geoffrey E. Wood, Eduard Hochreiter) contenuti in F. Bruni (a cura di), *Central Bank Independence and Accountability. Open Issues and Institutional Reforms*, Proceedings of a Conference held on March 4<sup>th</sup>, 1994 at Bocconi University, Centro di Economia monetaria e finanziaria "Paolo Baffi", Milano, Università Bocconi, luglio 1994, oltre al lavoro di A. Alesina - L.H. Summers, *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, "Journal of Money, Credit and Banking", maggio 1993, 151-62. Per un inquadramento del tema in un'ampia prospettiva storica cfr. C. Goodhart - F. Capie - N. Schnadt, *The development of central banking* in F. Capie - C. Goodhart - S. Fisher - N. Schnadt, *The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge, UK, Cambridge University Press, 1994 (pagine 1-231, in particolare 48-63). Per un inquadramento del tema in un contesto di economia politica delle istituzioni europee in prospettiva comparata cfr. A. Alesina - V. Grilli, *The European Central Bank: reshaping monetary politics in Europe* in M.B. Canzoneri - V. Grilli - P.R. Masson, *Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 1992 (pagine 49-85, in particolare 54-8) e altresì D. Masciandaro, *Indipendenza della Banca centrale e vigilanza bancaria: teoria, istituzioni e riflessi per la Banca centrale europea*, Ricerca di base su "Gli intermediari finanziari nelle prospettive dell'economia aziendale e dell'economia politica: verso un'integrazione" n.7, Milano, Università Bocconi, marzo 1993.

<sup>44</sup> Cfr. C. Di Noia - S. Micossi (con J. Carmassi e F. Peirce), *Keep it simple. Policy Responses to the Financial Crisis*, op.cit., 30.

nel corso dei ventuno mesi all'aprile 2009, registrando un incremento di oltre 1.300 miliardi di dollari (destinato per altro a crescere a seguito delle ulteriori operazioni decise e/o annunciate) e attestandosi in prossimità dei 2.200 miliardi, contro gli 870 circa all'agosto 2007: a fronte stanno mezzi propri per 46 miliardi, con un "effetto leva" pari a circa 50, un valore quasi doppio rispetto al periodo di riferimento. Un meccanismo del tutto simmetrico a quello sperimentato in misura crescente proprio, sebbene non soltanto, dal sistema bancario Usa.

La sintetica esposizione di alcune significative modificazioni che hanno caratterizzato il sistema finanziario Usa (anche in quanto sistema del paese-centro) e dei criteri che ne hanno, nel tempo, regolato il funzionamento, sembra in conclusione fornire qualche robusto argomento alla tesi, sostenuta fra gli altri da Alesina e Giavazzi<sup>45</sup>, secondo cui all'origine dell'attuale crisi sistemica non è il "mercato" astrattamente considerato (al quale non è comunque giustificabile - sebbene siano numerosi gli economisti che hanno avuto tendenza a farlo - attribuire obiettivi e richiedere prestazioni non compatibili con le ipotesi, per definizione semplificatrici quando non "eroiche", di volta in volta assunte) e non è neppure la "speculazione" in quanto tale (comunque connaturata ai mercati) ma è precisamente la "cattiva politica": è la cattiva politica, infatti, che ha accettato di idealizzare impropriamente il primo (il "mercato") favorendo, fra le altre conseguenze, lo svilupparsi abnorme (si potrebbe dire *over the counter*, quindi al di fuori di ogni regola e/o controllo) in un vero e proprio mercato finanziario parallelo<sup>46</sup> - della seconda (la "speculazione").

8 - Premesse, sviluppi e prospettive della crisi sono inoltre a maggior ragione riconducibili al sistema di origine quando si presti attenzione al dato *strutturale* rappresentato dal comportamento tendenziale di consumo delle famiglie statunitensi e dal rapporto fra questo e l'andamento delle attività complessive dell'economia. Come in altri paesi ma negli Stati Uniti in misura più elevata,

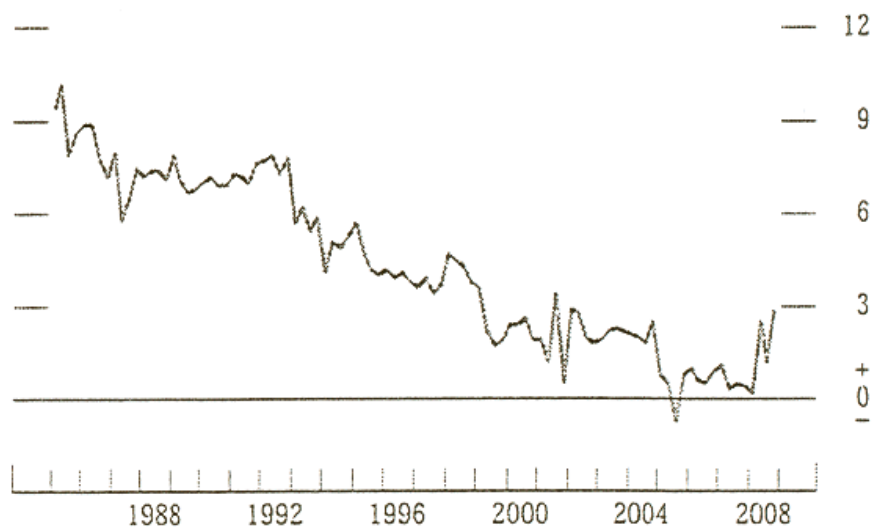
---

<sup>45</sup> A. Alesina - F. Giavazzi, *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, Milano, il Saggiatore, 2008. Vi si legge infatti a questo proposito (pagine 34-6) che proprio negli Usa "[...] le regole, anziché essere studiate per rendere più stabili i mercati, a un certo punto sono passate in mano a politici finanziati, e quindi influenzati, dalla lobby dell'industria finanziaria. E la SEC [...] l'agenzia alla quale il Congresso aveva assegnato la responsabilità di vigilare sul mercato [...] non vigilò [...] Da sei, sette anni a questa parte, il Comitato di Basilea e il Financial Stability Forum ripetono che le banche di investimento sono fragili perché hanno troppo poco capitale in rapporto ai rischi cui si sono esposte. Ma questi allarmi sono caduti nel vuoto o sono stati ignorati di proposito". Sul peso dei gruppi di pressione nel determinare gli interventi (e le omissioni di intervento) letteratura, documentazione e prese di posizione sono, ovviamente, sterminate. Proprio con riferimento ai provvedimenti anti-crisi della nuova Amministrazione Usa si domanda ad esempio J. R. Talbott: "Il senatore Charles Schumer, membro della commissione bancaria [...] ha accettato più di tre milioni di dollari in donazioni per le sue campagne, elargiti proprio dalle industrie che dovrebbe regolare. I suoi dieci maggiori finanziatori sono tutte banche commerciali o d'investimento. Quali interessi pensate che Schumer tutelerà quando scriverà la legislazione per affrontare la crisi?" (cfr. J.R. Talbott, *Obamanomics. How Bottom-Up Economic Prosperity Will Replace Trickle-Down Economics*, New York, A Seven Stories Press First Edition 2008; trad.it., *Obamanomics. Dalla crisi dell'alta finanza all'economia dal basso*, Milano, UBE Paperback, 2009, 83). Sulla stessa linea, e più diffusamente, cfr. R.G. Rajan - L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists*, Princeton, Princeton University Press, 2003 (trad.it. *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Torino, Einaudi, 2008). Nella prefazione (*ibidem*, XI) gli autori, con riferimento alle reazioni successive alla crisi di liquidità conseguente alle insolvenze nel settore dei mutui ipotecari, sottolineano che: "Di fronte a simili tensioni [...] da un lato ci sono quelli che, di fronte alle inefficienze del mercato, non vogliono migliorarlo, ma soffocarlo; dall'altro, coloro che difendono il dogma di un mercato libero da ogni regolamentazione, senza alcuna preoccupazione per le inefficienze e le sofferenze provocate da questa mancanza di normative" e aggiungono, respingendo entrambe le posizioni estreme richiamate, di ritenere "[...] che il mercato operi efficientemente solo all'interno di regole ben precise. Il problema è che è difficile stabilirle in maniera equa e non partigiana". Analoga posizione è sostenuta da Tommaso Padoa-Schioppa nell'intervista rilasciata a Massimo Giannini dal titolo *Crisi grave, ma io difendo il libero mercato*, "la Repubblica", 6 ottobre 2008.

<sup>46</sup> Uno schema illustrativo dei due sistemi (quello tradizionale e quello *shadow*) nonché della loro *coesistenza* e dei loro *collegamenti* si trova in M. Zandi, *Financial Shock*, Upper Saddle River, New Jersey, FT Press, 2008, 121. Vi si precisa (traduco da pagina 120) che "Alla fine del secondo trimestre del 2007, appena prima dello scoppio della crisi, il sistema bancario "ombra" aveva fornito credito per la sbalorditiva cifra di 6 trilioni di dollari, avvicinandosi rapidamente alla cifra erogata dalle banche tradizionali". Sul punto cfr. anche P. Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, op. cit., trad.it., 173-84.

infatti, il comportamento delle famiglie ha fatto sì che, in quel sistema, il consumo aggregato arrivasse a superare il reddito disponibile, anche in ragione del positivo andamento dei prezzi (che a sua volta ha mantenuto elevato il valore delle garanzie reali prestate dai debitori), del progredire dell'innovazione finanziaria e dell'attenuarsi della percezione degli oneri futuri dell'indebitamento, percezione conseguente anche alle aspettative favorevoli circa il livello futuro dei tassi di interesse. Il 60% del maggior valore delle attività complessive risulta d'altro canto attribuibile all'andamento di quelle finanziarie, a sua volta positivamente influenzato dagli sviluppi borsistici<sup>47</sup>. L'espansione stessa dei mutui ipotecari, a tassi progressivamente più convenienti per i debitori, risulta anch'essa funzione delle medesime determinanti, oltre che dell'accresciuta concorrenza di mercato, della già richiamata aspettativa dei creditori di potere "traslare" in avanti i propri crediti, dell'attenzione decrescente al merito di credito nonché delle interrelazioni fra tali elementi. Si può quindi sostenere, in via generale, che negli Usa sia andato progressivamente attenuandosi, grazie anche alle opportunità offerte dal sistema finanziario, il vincolo al consumo rappresentato dal reddito disponibile. La Fig. 4 evidenzia il comportamento di consumo delle famiglie Usa rappresentando, simmetricamente, il trend *decescente* della loro propensione al risparmio a partire dalla metà degli anni '80<sup>48</sup>.

Fig. 5 Saggio di risparmio delle famiglie Usa (in % del reddito disponibile)



Fonte: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis in BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Monetary Policy Report to the Congress*, febbraio 2009 (traduzione mia).

9 - Ulteriori considerazioni riconducono infine alla quarta delle opzioni delineate da "The Economist" nel fascicolo del 2007 citato, quella cioè che, ai fini del superamento della crisi (di quella degli Usa in particolare e *di conseguenza* anche del sistema mondiale) affida un ruolo

<sup>47</sup> Si noti per altro che il saggio di risparmio Usa, che era diminuito di due punti percentuali in rapporto al reddito reale disponibile nel quadriennio 2003-6, è rimasto praticamente invariato nel corso del 2007, in parallelo con la contrazione - pure essa riferita al reddito disponibile - della ricchezza netta delle famiglie conseguente alla flessione del valore della ricchezza immobiliare: il loro indebitamento complessivo si è quindi stabilizzato dopo un'ascesa protrattasi per circa un quindicennio.

<sup>48</sup> L'andamento tendenzialmente decrescente (fino a toccare valori nell'intorno dello zero nel 2005-6) del rapporto fra risparmio personale e reddito disponibile negli Usa è significativamente indicato come una delle determinanti macroeconomiche della crisi anche nel documento noto come "Rapporto de Larosière" (cfr. THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, Chaired by Jacques de Larosière, *Report*, Brussels, 25 febbraio 2009, 7; cfr. anche la nota 73 di seguito).

strategico agli interventi posti in essere (tramite i *Sovereign Wealth Funds*, i “fondi sovrani”) dalle economie “emergenti”, e in primo luogo dalla Cina, il cui *surplus* di risparmio - intermediato dalle istituzioni finanziarie - ha controbilanciato, contribuendo a finanziarlo, lo squilibrio speculare degli Usa, determinando per tale via un accreditamento della prima nei confronti dei secondi del tutto simmetrico a quello registrato, sempre rispetto agli Usa, da Giappone e Germania alcuni decenni prima<sup>49</sup>: perdura per altro, come si evince dai dati della Tab. 2, la posizione creditoria del Giappone nei confronti degli Usa, sebbene per ammontari significativamente decrescenti. La Tab. 2 riporta i valori di una categoria fondamentale di *asset* (precisamente gli *U.S. Treasury Bonds*) tramite la sottoscrizione dei quali i paesi eccedentari elencati si sono accreditati, nel corso degli ultimi otto anni, nei confronti degli Usa, finanziandone il disavanzo<sup>50</sup>.

Tab. 2 Detentori esteri di U.S. Treasury Bonds  
(miliardi di dollari)

Paese	Gen. 2008	Dic. 2006	Dic. 2004	Dic. 2000
Giappone	587	623	690	318
Repubblica Popolare Cinese	493	397	223	60
Regno Unito	160	92	96	50
Brasile	142	52	15	-
Paesi esportatori di petrolio	141	110	62	48
Caraibi (centri finanziari)	108	72	51	37
Lussemburgo	68	60	41	-
Hong Kong	55	54	45	39
Germania	43	46	50	49
Corea del Sud	42	67	55	30
Svizzera	39	34	42	16
Taiwan	39	59	68	33
Singapore	38	31	30	28
Messico	36	35	33	15
Russia	35	-	-	-
Norvegia	34	32	-	-
Thailandia	29	17	13	14
Turchia	28	23	12	-
Canada	24	27	33	14
Paesi Bassi	16	21	16	11
<b>Totale</b>	<b>2.403</b>	<b>2.115</b>	<b>1.814</b>	<b>1.021</b>

Fonte: U.S. Treasury Department.

<sup>49</sup> Significativo, proprio con riferimento ai rapporti Usa-Cina, è l'impiego del termine “Chimerica” da parte di Niall Ferguson in *The Ascent of Money*, New York, The Penguin Press, 2008, dove per altro (precisamente nel capitolo *From Empire to Chimerica*, 283-340) si sottolinea, richiamando gli antecedenti di tale analogia, che “Un centinaio di anni fa, ai tempi della prima globalizzazione, molti investitori ritennero che un’ analogia relazione simbiotica si fosse istituita fra il centro finanziario del mondo - la Gran Bretagna - e il sistema industriale europeo più dinamico, cioè la Germania. E, come oggi, anche allora era sottile la linea di demarcazione fra simbiosi e antagonismo” (traduco da pagina 339).

<sup>50</sup> Il collegamento fra domanda interna, conti con l'estero, cambio e *asset* in dollari di pertinenza dei paesi creditori con riferimento agli Usa emerge, ad esempio, in Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 31 maggio 2005, dove si legge (pagine 18-9): “ Il permanere di un divario di crescita della domanda interna rispetto a quella prevalente nelle altre principali aree industriali ha determinato un ulteriore peggioramento del profondo squilibrio dei conti con l'estero degli Stati Uniti: in rapporto al prodotto, il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è aumentato dal 4,8 per cento nel 2003 al 5,7 per cento nel 2004. L'indebolimento del dollaro è stato insufficiente a invertire la tendenza all'aumento del deficit commerciale [...] Circa un quarto degli afflussi netti di fondi dall'estero è derivato dall'acquisizione di attività denominate nella valuta statunitense, principalmente titoli obbligazionari pubblici, effettuata da parte delle autorità di altri paesi, in particolare quelle della Cina e del Giappone”.

Il tema dei “fondi sovrani” deve pertanto essere inquadrato in quello dei *global imbalances* che caratterizzano l’economia mondiale, con particolare riguardo proprio agli Usa. A questo proposito occorre sottolineare preliminarmente come sia proprio la specificità - cioè la *asimmetria*, e perciò la natura *egemonica* - del sistema monetario internazionale, a base-dollaro in quanto moneta del paese-centro, a sostenere *strutturalmente* la possibilità, per gli Usa, di mantenere nel tempo situazioni di disavanzo (in particolare di parte corrente<sup>51</sup>) senza dovere corrispondere premi (adeguati) in conto rischio-paese<sup>52</sup>: tale caratteristica “sistemica” (combinandosi con la politica di sottovalutazione del cambio di norma perseguita dalle autorità cinesi<sup>53</sup>) ha alimentato a sua volta - favorendone la persistenza, a guisa di *moral hazard* transnazionale - gli squilibri fondamentali sottostanti determinando quindi 1) a favore dei sistemi eccedentari il formarsi di disponibilità crescenti di mezzi internazionali di pagamento, e nel contempo 2) *non* incentivando l’aggiustamento da parte di quelli deficitari, soprattutto del principale fra questi - gli Usa - dove, al contrario, il mercato dei *tradable goods* risultava *calmierato* proprio ad opera del flusso netto di

---

<sup>51</sup> Fra il 1997 e il 2006 il disavanzo Usa di parte corrente è passato da 140 miliardi di dollari - pari all’1,7% del prodotto Usa - a 840 miliardi, pari all’1,7% del prodotto *mondiale* (cfr. *Editors’ Introduction* al fascicolo di “Economic Policy”, n. 51, luglio 2007, 431). A fine 2006 le passività estere (lorde) degli Usa ammontavano a 16,3 mila miliardi di dollari, facendo degli Usa il maggior debitore del mondo. Per una recente disamina critica degli approcci alle determinanti dei *global imbalances* (e per alcuni modelli di sistema monetario internazionale alternativi al *dollar standard*) cfr. R. Fiorentini - G. Montani, *Global imbalances and the transition to a symmetric world monetary system*, di prossima pubblicazione in “Perspectives on Federalism”. Vi si mettono in particolare a confronto l’ipotesi esplicativa che va sotto il nome di *Global Saving Glut* (secondo cui l’eccesso di risparmio a livello mondiale, per il fatto di indirizzarsi verso il mercato finanziario statunitense, determinerebbe negli Usa eccesso di consumo ed eccesso di domanda di credito, e quindi disavanzo di parte corrente *via* i bassi tassi di interesse) e l’ipotesi denominata *Bretton Woods II* (secondo cui è l’“accordo implicito” fra Usa e paesi asiatici emergenti a mantenere in equilibrio i rispettivi - e simmetrici - squilibri, consentendo ai paesi eccedentari di assicurarsi - obiettivo particolarmente problematico dopo la “crisi asiatica” degli ultimi anni ’90 - investimenti diretti esteri in ammontare adeguato alle proprie esigenze di sviluppo, “garantendoli” con le attività in dollari accumulate mediante successive, crescenti eccedenze di parte corrente). Resta comunque centrale la caratteristica di *asimmetria* del sistema di *dollar standard* (di per sé *built-in destabilizer* à la Triffin), in virtù della quale gli Usa si sottraggono al vincolo esterno grazie al fatto che la moneta che essi stessi emettono è domandata all’estero per il motivo delle transazioni e per quello precauzionale, e che quindi essi godono del privilegio di potersi indebitare emettendo titoli denominati in tale moneta. Per un’approfondita ricostruzione della “crisi asiatica” del 1997-8 alla quale fa riferimento l’ipotesi *Bretton Woods II* (nonché del ruolo dell’area asiatica nelle vicende successive) cfr. ad esempio A. Sheng, *From Asian to Global Financial Crisis. An Asian Regulator’s View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, New York, Cambridge University Press, 2009.

<sup>52</sup> Per un’analisi delle prospettive del dollaro cfr., ad esempio, P. Krugman, *Will there be a dollar crisis?* “Economic Policy”, n. 51, luglio 2007, 437-55 (con commenti di K. O’Rourke e G. Corsetti) nel contesto di un’analisi dei *global imbalances* promossa nel febbraio 2007 dalla Federal Reserve Bank of New York. L’analisi di Krugman avvalorava la previsione di una futura brusca caduta del dollaro conseguente al verificarsi di quello che egli individua come il *Wile E. Coyote moment*, cioè il momento in cui i detentori esteri di dollari, rivelatisi in passato affetti da *miopia*, diventeranno consapevoli del fatto che il valore corrente del dollaro non è compatibile con l’esigenza di ridurre il disavanzo Usa di parte corrente e di stabilizzare il debito estero su livelli più accettabili. In M. Flandreau - C. Jobst, *The Empirics of International Currencies: Network Externalities, History and Persistence*, “The Economic Journal”, aprile 2009, 643-64 viene poi sviluppata una verifica econometrica delle *determinanti* dello *status* internazionale di una moneta: le vicende della sterlina sembrano confermare l’opinione di Kindleberger, il quale già nel 1967 individuava nel “fattore dimensione” la determinante della *leadership* internazionale di una moneta. Analisi di questo tipo sono altresì utili per meglio valutare, sotto il profilo dell’evoluzione del sistema monetario internazionale, proprio le prospettive di *traslazione a Oriente* di cui spesso si discute (vedi anche le note 61 e 62 di seguito).

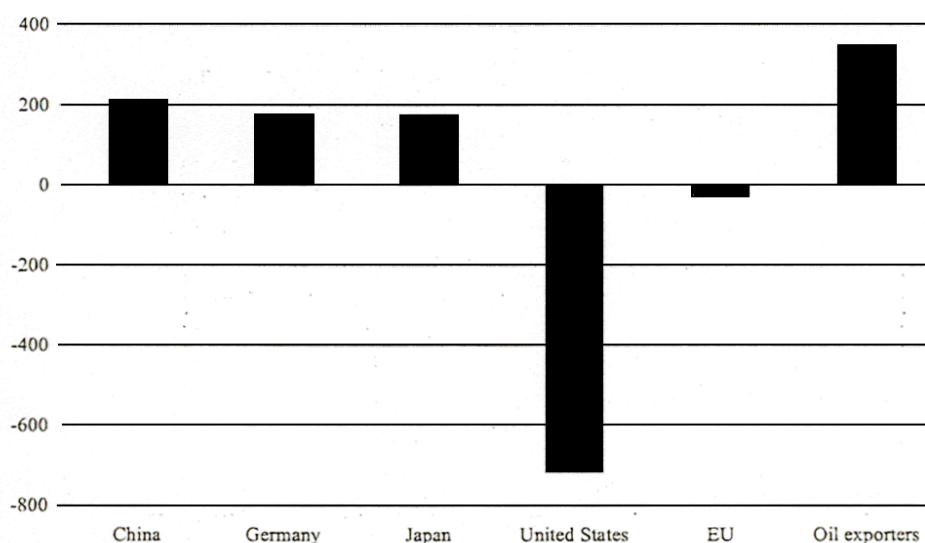
<sup>53</sup> Nello stesso fascicolo di “Economic Policy” (pagine 577-614) cfr. su questo punto J.A. Frankel - S.J. Wei, *Assessing China’s exchange rate regime* (con commento di L. Goldberg) dove viene proposta una verifica econometrica della politica del cambio seguita dalla Cina sia alla luce delle regole statutarie del Fondo Monetario Internazionale in materia di comportamenti “manipolativi”, sia con riferimento al preannuncio da parte cinese, nel 2005, di una politica del cambio più flessibile, oltretutto riferita a un *paniere* di monete e non solo al dollaro Usa: tale politica risulta tuttavia essere stata perseguita in misura pressoché trascurabile sotto entrambi i punti di vista.



beni a basso costo provenienti dai paesi eccedentari: ne derivavano effetti di sostegno dei salari reali<sup>54</sup> che determinavano, a loro volta, un vero e proprio *disincentivo* all'aggiustamento<sup>55</sup>.

Le Figg. 6 e 7 riportate di seguito forniscono un sintetico quadro dei *global imbalances* rilevanti. La Fig. 6 evidenzia *specularmente*, con riferimento al quadriennio 2004-7, il disavanzo Usa di parte corrente, unitamente alle posizioni eccedentarie che gli sono complementari, sia quelle di sistemi avanzati caratterizzati da una forte propensione all'esportazione ma da un basso tasso di sviluppo della domanda interna (Giappone e Germania) sia quelle di altri sistemi (la Cina in particolare) che hanno *strategicamente* sviluppato la propria capacità di esportazione di beni a basso costo, ma nei quali la capacità di assorbimento del mercato interno permane limitata<sup>56</sup>.

Fig. 6 Squilibri mondiali dei pagamenti (valori medi 2004-2007 in miliardi di dollari)



Fonte: IMF, 2008 e World Economic Outlook database, 2009 in C. Di Noia - S. Micossi (con J. Carmassi e F. Peirce), *Keep it simple. Policy Responses to the Financial Crisis*, Rome – Brussels, Assonime – CEPS, 2009.

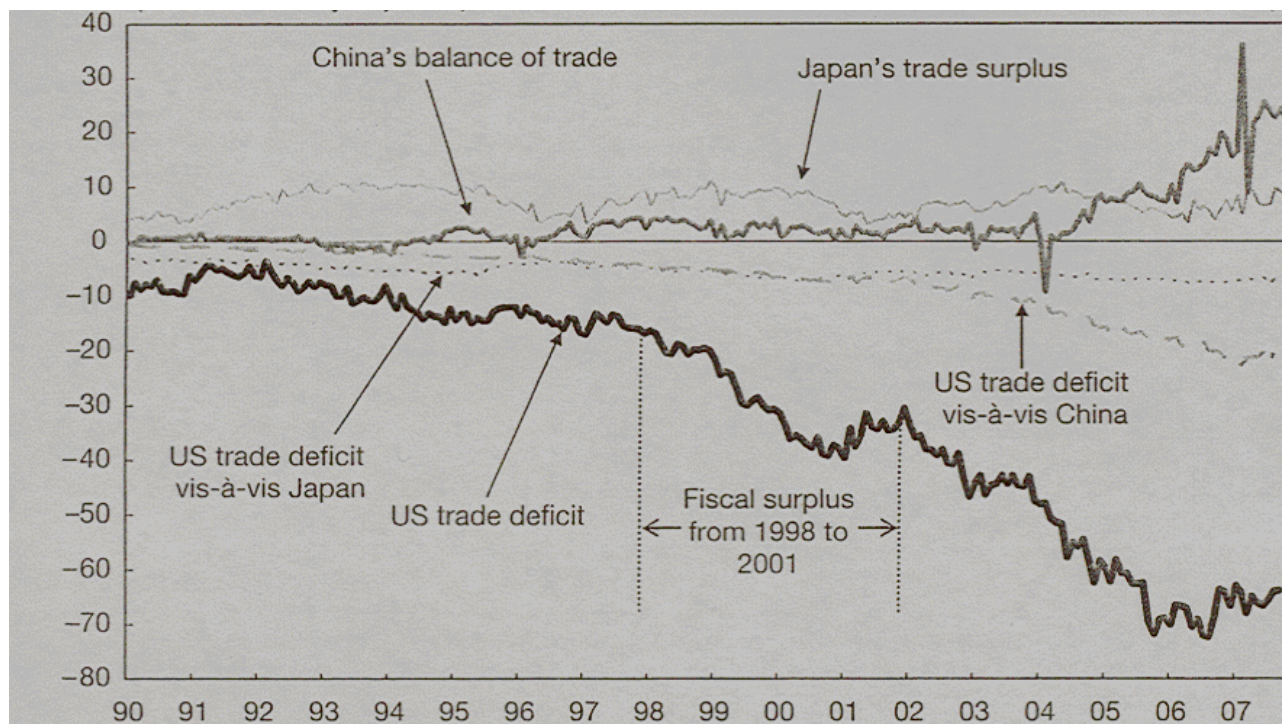
<sup>54</sup> Nel saggio-conversazione con Beda Romano dal titolo *La veduta corta* (il Mulino, 2009, 37) Tommaso Padoa-Schioppa fa ricorso a una metafora, affermando che “[...] l’allarme delle pressioni inflazionistiche non ha suonato; mentre i ladri entravano in casa, alla centrale di polizia tutto taceva”, a segnalare il fatto che l’effetto calmieratore del disavanzo commerciale *strutturale* Usa sul livello dei prezzi dei beni *tradable* ha deviato verso altri *asset*, particolarmente quelli immobiliari, gli effetti inflazionistici delle politiche monetarie espansive le quali quindi, anche in ragione di ciò, hanno potuto proseguire indisturbate.

<sup>55</sup> Se il sistema monetario internazionale tende, per ragioni strutturali, a promuovere *moral hazard*, la letteratura e l’esperienza storica conoscono situazioni nelle quali è stata invece una riforma del sistema monetario *interno* (in particolare la sua *dollarizzazione*, intesa come adozione da parte di un paese della moneta di un altro come mezzo di pagamento e come unità di conto) a modificare la propensione stessa di una Banca centrale a effettuare, in situazioni di crisi, interventi di *bailout*. L’ “ottima politica” in materia appare infatti, in assenza di “dollarizzazione”, caratterizzata (è il caso di numerosi sistemi emergenti afflitti da instabilità, e quindi da *short termism* delle autorità monetarie) da *incoerenza temporale*: la valutazione *ex ante* raccomanderebbe di evitare tale tipo di intervento per non incorrere in costi in termini di *moral hazard*, mentre l’analisi *ex post* potrebbe indurre a farvi ricorso per ricavarne benefici in termini di mancata interruzione di progetti imprenditoriali. La “dollarizzazione”, che comporta a sua volta costi e benefici da bilanciare, può invece, sotto determinate condizioni, recare vantaggi in termini di *stabilità* del sistema bancario. Su questo argomento cfr. D. Gale - X. Vives, *Dollarization, Bailouts, and the Stability of the Banking System*, “The Quarterly Journal of Economics”, maggio 2002, 467- 502 e altresì A.M. Gulde - D. Hoelscher - A. Ize - D. Marston - G. De Nicolò, *Financial Stability in Dollarized Countries*, Washington DC, International Monetary Fund, 2004.

<sup>56</sup> Per un commento dei dati della Fig. 5 in termini di *sottosistemi* (Usa e paesi asiatici eccedentari da una parte, area euro dall’altra) cfr. C. Di Noia - S. Micossi (con J. Carmassi e F. Peirce), *Keep it simple. Policy Responses to the Financial Crisis*, op. cit., 70.

La Fig. 7 evidenzia a sua volta, con riferimento agli anni 1990-2008, l'andamento, tendenzialmente *crecente*, del disavanzo Usa, ma altresì i valori assunti dai disavanzi *specifici* degli Usa nei confronti sia della Cina sia del Giappone, unitamente a quelli delle *eccedenze* complessive di questi ultimi due paesi<sup>57</sup>.

Fig. 7 Disavanzi commerciali Usa ed eccedenze di Giappone e Cina (miliardi di dollari\*)



\* Dati destagionalizzati.

Fonte: Giappone, Ministero delle Finanze; Cina, dati doganali; Usa, U.S. Department of Commerce in R. C. Koo, *The Holy Graal of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, Hoboken, New Jersey, Wiley, 2008.

Riprendendo il tema dei *Sovereign Wealth Funds*, i fondi di investimento governativi alimentati da riserve ufficiali in valuta ma caratterizzati da gestioni distinte da quelle statali, questi costituiscono, come è noto, uno strumento di intervento utilizzato in misura crescente dai paesi strutturalmente eccedentari (e fra questi dai produttori di materie prime) per raggiungere, mediante interventi sui mercati degli *asset*, i propri obiettivi, che vanno dal finanziamento delle infrastrutture o addirittura (come nel caso della Norvegia) dello stato sociale, alla diversificazione di portafoglio a fini di bilanciamento del rischio: numerose istituzioni finanziarie anglo-statunitensi hanno registrato anche in tempi recentissimi (e già di crisi conclamata) l'assunzione di partecipazioni di rilievo da parte di tali fondi<sup>58</sup>. Alcuni governi, fra i quali quello della Germania Federale, non hanno mancato di

<sup>57</sup> Si noti come l'evidenza degli anni 1998-2001 (caratterizzati da bilanci pubblici in attivo) *non* confermi l'ipotesi di una relazione *causale* fra disavanzo pubblico e disavanzo commerciale Usa.

<sup>58</sup> Per un'analisi puntuale della natura e delle operazioni dei fondi sovrani cfr. A. Achour - H. Cometto - S. Descamps - C. Hammond - A. Lacoye-Mateus, *Les fonds souverains. Conquête de la politique par la finance*, École de guerre économique, dicembre 2007. Per un esame delle caratteristiche tipologiche rispettive dei fondi sovrani, di quelle dimensionali (in comparazione con altri "protagonisti" della finanza mondiale) e di provenienza geografica, nonché delle loro acquisizioni più recenti e delle connesse prospettive di crescita cfr. inoltre A. Quadrio Curzio, *Economia dei fondi sovrani: problemi e prospettive*, (Roma, Accademia Nazionale dei Lincei, 9 gennaio 2009). Sull'efficacia dei fondi sovrani come stabilizzatori in occasione di crisi finanziarie e, per converso, sui possibili effetti di *crowding-out*,

esprimere, a tale proposito, preoccupazione in ordine alla natura (strategica o non) dei settori di destinazione degli interventi dei fondi sovrani e alle motivazioni (meramente finanziarie o non) che li determinano o potrebbero determinarli in futuro<sup>59</sup>. L'aggravarsi della crisi, e il manifestarsi delle sue già significative ripercussioni sui valori delle variabili reali rilevanti, sembrano tuttavia: 1) avere attenuato (il brano di "The Economist" citato lo dimostra) i timori (e/o accentuato le speranze) dei paesi destinatari di "risorse sovrane", 2) avere aumentato, per converso, la cautela dei paesi di provenienza, impegnati a definire - prioritariamente - le rispettive modalità di intervento *all'interno* dei propri sistemi. Emerge a questo proposito, per rilevanza di dimensioni e per composizione, proprio il complesso delle misure adottate dal governo cinese nel novembre 2008, per un ammontare di circa 600 miliardi di dollari, finalizzato "a migliorare le condizioni di vita della popolazione perché possa aumentare i consumi" tramite investimenti pubblici, sgravi fiscali e una politica monetaria espansiva<sup>60</sup>. L'eterogeneità delle situazioni specifiche dei paesi ai quali i fondi sovrani fanno capo, combinandosi con la numerosità delle strategie alternative di intervento ipotizzabili in corrispondenza delle circostanze prevedibili e rilevanti, rendono tuttavia, quasi per definizione, indeterminato nei risultati ogni tentativo di prefigurare a medio termine strutture alternative degli assetti mondiali, per quanto se ne possano supporre invariate (e già questa appare un'ipotesi gravemente restrittiva) alcune caratteristiche distintive, ad esempio in tema di movimenti internazionali dei capitali, di politiche commerciali e di regimi di cambio. Se tuttavia estendiamo ulteriormente l'orizzonte alle ipotesi circa l'evoluzione prevedibile di alcune variabili "reali" di fondo, ad esempio di quelle demografiche (e ai relativi differenziali, attuali e prevedibili), possiamo individuare almeno due ulteriori ambiti di riflessione, che fino da ora ci consentono:

1) di confermarci nel convincimento che sia fondata la prospettiva di una *traslazione planetaria* del potere dai paesi "sviluppati" a quelli cosiddetti "emergenti", o quanto meno di un significativo *riequilibrio* delle forze in atto: tale traslazione, mettendo a confronto in particolare il modello *individualistico-competitivo* nordamericano e quello *comunitario-produttivistico* cinese, ricaratterizzerebbe inoltre il mondo globale, che verrebbe a trovarsi in bilico sull'asse conflittuale-cooperativo fra Usa e Cina<sup>61</sup>. Un significativo riconoscimento di tale prospettiva, con particolare

---

cfr. P. Armeni, *The Sovereign Wealth Funds* in R. Maserà (a cura di), *The Great Financial Crisis. Economics, Regulation and Risks*, Roma, Bancaria Editrice, 2009, 155-85.

<sup>59</sup> Anche a seguito di tali prese di posizione, nel settembre 2008 è stata raggiunta a Santiago del Cile, in sede di Fondo Monetario Internazionale e con l'adesione di 26 grandi fondi, un'intesa - da attuarsi per altro su base volontaristica - su di un codice di comportamento sintetizzato in 24 principi guida (*Generally Accepted Principles and Practices*) ai quali i fondi stessi dovrebbero conformarsi.

<sup>60</sup> Per un'analisi delle dimensioni comparate e della "geografia" delle misure di stimolo decise per fare fronte alla crisi cfr. D. Saha - J. von Weizsäcker, *Estimating the size of the European stimulus packages for 2009*, Bruegel, 20 febbraio 2009. Sebbene di larga massima (viene definita dagli stessi autori "un tentativo eroico") e per giunta limitata al capitolo *tax cuts and extra spending*, la comparazione fra le misure di stimolo per grandi aree (con riferimento al solo 2009) contenuta nel rapporto fornisce risultati impressionanti: 155,3 miliardi di dollari (lo 0,9% del Pil) per l'Unione Europea, 219,8 miliardi (il 2,0%) per gli Usa e 233,1 miliardi (il 7,1%) per la Cina: questo ultimo dato viene spiegato anche con la elevata "capacità" di *deficit spending* della Cina, reso possibile dal livello contenuto del suo *stock* di debito pubblico. Per un'analisi comparata delle misure di stimolo, che congloba anche gli effetti della diversa incidenza degli "stabilizzatori automatici", cfr. il rapporto *The Size of the Fiscal Expansion: An Analysis for the Largest Countries* (a cura di M. Horton e A. Ivanova), Washington DC, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, febbraio 2009. Le dimensioni sia assolute sia relative delle misure di stimolo introdotte in Cina non debbono tuttavia sminuire la rilevanza di altri interventi, prospettici ma radicali, e di natura *reale*, come la decisione assunta dal governo cinese nell'ottobre 2008 (alla definizione delle cui modalità di attuazione autorità e studiosi stanno lavorando) intesa a rendere *trasferibile* il diritto all'utilizzo dei terreni agricoli per la costruzione di abitazioni. Debbo informazioni e approfondimenti sulle implicazioni di tale decisione al professor Lihong Zhang, che ha trattato l'argomento in occasione della "Bonacossa Lecture 2009" su *La nuova legislazione del diritto di proprietà in Cina e il relativo dibattito sul sistema politico*, tenuta presso la Facoltà di Scienze politiche dell'Università di Pavia il 7 maggio 2009: per un inquadramento del tema cfr. anche Lihong Zhang, *The Latest Developments in the Codification of Chinese Civil Law*, "Tulane Law Review", Vol. 83:999, 999-1039 (in particolare 1021-2).

<sup>61</sup> Tale prospettiva è richiamata e confermata in G. Marramao, *Passaggio a Occidente. Filosofia e globalizzazione*, op.cit., 11 e collocata nel contesto del mondo post-hobbesiano che vede, con il "tramonto del Leviatano", il

riguardo proprio alle posizioni rispettive di Usa e Cina, è contenuto in un recente saggio di Roger C. Altman, già Sottosegretario al Tesoro Usa, nel quale si conclude che “Gli Stati Uniti resteranno ancora per un po’ di tempo la nazione più potente della terra: la loro potenza militare è sufficiente a consentirlo. Ma la crisi del 2008 ha inflitto danni profondi al loro sistema finanziario, alla loro economia, al loro ruolo nel mondo [...] E questo è dovuto, almeno in parte, al fatto che la crisi ha coinciso con l’operare di forze di lungo periodo che già andavano spostando il centro del pianeta, allontanandolo dagli Stati Uniti. Nel medio periodo questi saranno quindi costretti a ridimensionare il proprio ruolo internazionale; altri invece, e particolarmente la Cina, avranno l’opportunità di crescere più velocemente”<sup>62</sup>. Il “ribilanciamento” fra Usa e Cina, e la conseguente tendenza

---

superamento dell’ “ordine di Westfalia”, cioè del sistema di relazioni internazionali fondato sulla centralità dello Stato-nazione (sovrano e territorialmente chiuso) caratterizzato da un *dentro* (lo spazio europeo “civile”) e da un *fuori* (lo spazio extraeuropeo privo di regole). È inoltre nella prospettiva che conduce alla “repubblica cosmopolitica”, quindi alla “globalizzazione alternativa” e all’ “universale” da ascrivere (*ibidem*, 255) “al regime del multiplo e della differenza”, che trovano spazio (in alternativa all’antitesi Oriente-Occidente della lettura weberiana) approcci, come quello di Sen e di Habermas, in grado di dare davvero conto degli straordinari successi - attuali e prospettici - del mondo asiatico, e della Cina in particolare: verrebbero superati, per tale via, tanto gli stereotipi dell’*Orientalismo* nel senso di Edward Said quanto il ricorso “ritorsivo” e polemico agli *Asian values*, quanto infine (seguendo Hannah Arendt) le simmetriche semplificazioni dell’*Occidentalismo*. Di “[...] divisione, spesso artificiale, sempre metaforica e tuttavia ancora immensamente forte” parla Anthony Pagden in apertura del saggio *Worlds at War. The 2.500-Year Struggle between East and West*, New York, Oxford University Press, 2008 (trad. it. *Mondi in guerra. 2500 anni di conflitto tra Oriente e Occidente*, Roma-Bari, Editori Laterza, 2009, trad. it., X).

<sup>62</sup> Cfr. R.C. Altman, *The Great Crash, 2008. A Geopolitical Setback for the West*, “Foreign Affairs”, gennaio-febbraio 2009, 2-14 (il brano citato - traduzione mia - si trova a pagina 14). La medesima linea di ragionamento viene seguita, nello stesso fascicolo di “Foreign Affairs” (pagine 162-8), da Harold James in *The Making of a Mess. Who Broke Global Finance, and Who Should Pay for It?*, saggio-recensione del volume di Martin Wolf, *Fixing Global Finance*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 2008. Quello che viene prospettato è un vero e proprio “modello cinese” di capitalismo finanziario (e delle relazioni internazionali che vi corrispondono) fondato sul *Beijing Consensus*, uno “schema” di rapporti internazionali alternativo al *Washington Consensus* successivo alle crisi asiatiche del 1997-8 e che si proponeva di evitare conseguenze dirompenti - a carico dell’ ordine mondiale - analoghe a quelle provocate dalla Grande Depressione. Sia per Altman sia per James (e per Wolf) un ruolo più incisivo, e decisivo, dovrebbe essere svolto in futuro da un Fondo Monetario Internazionale profondamente rinnovato (e adeguato) nella struttura di governo, nelle finalità e nelle modalità operative. In favore della prospettiva di un *Beijing Consensus* si pronunciava già, a conclusione dello svolgimento di una complessa riflessione sistematica, Giovanni Arrighi in *Adam Smith in Beijing. Lineages of the Twenty-First Century*, London-New York, Verso 2007 (trad.it. *Adam Smith a Pechino. Genealogie del ventunesimo secolo*, Milano, Feltrinelli, 2007). Fondato su una rinnovata riconciliazione fra “localizzazione” e “multilateralismo”, il nuovo ordine geopolitico darebbe sbocco, secondo la tesi di Arrighi, alla “deriva dell’epicentro dell’economia politica globale dall’America del Nord all’Oriente asiatico” (trad.it., 9). Già parecchi anni prima per altro, a conclusione di un’ampia rassegna del succedersi delle *supremazie* negli ultimi cinque secoli (dalle città-Stato italiane agli Stati Uniti passando per Portogallo, Spagna, Paesi Bassi, Francia, Gran Bretagna e Germania), Charles Kindleberger (in *World Economic Primacy: 1500 to 1990*, New York, Oxford University Press, 1996; trad.it. *I primi del mondo*, Roma, Donzelli Editore, 1997) si era mostrato cautamente pessimista circa il perdurare del “primato” americano, ma altrettanto restio a prefigurare una “successione” (allora) giapponese, per concludere che in futuro “Talvolta conflitti irresolubili perderanno gradualmente importanza. Ci saranno regionalismi e in qualche caso cooperazione tra le grandi potenze, così come persisteranno conflitti minori. Ma nel complesso c’è da prevedere disordine. Col tempo un paese emergerà rispetto agli altri per assumere il primato economico globale”; e su questo punto, dubitativamente ma significativamente, aggiunge e conclude: “Saranno ancora una volta gli Stati Uniti o il Giappone, o la Germania? O la Comunità europea nel suo insieme? O forse addirittura l’Australia o il Brasile, o la Cina? *Qualcuno lo sa? Io no*” (*ibidem*, trad.it., 304, corsivo non nel testo). Qualche anno dopo Warren I. Cohen, nel raccogliere in volume le *Reischauer Lectures* tenute ad Harvard nel 2000 (cfr. W.I. Cohen, *The Asian American Century*, Cambridge MA, Harvard University Press, 2002; trad.it. *Il secolo del Pacifico. Asia e America al centro del mondo*, Roma, Donzelli Editore, 2002), dopo essersi soffermato sulle vicende della progressiva “ibridazione” fra mondo asiatico e mondo americano (“L’americanizzazione dell’Asia” e “L’asiatizzazione dell’America” sono i titoli di due dei tre capitoli del volume) candiderà proprio il Pacifico al ruolo di “Oceano della centralità” del nuovo secolo. Ancora a Giovanni Arrighi, e con riferimento a un mondo *pre-crisi finanziaria* ma *post-11 settembre*, si deve un’analisi del declino dell’egemonia americana e delle sue prospettive (che orienterebbero il nuovo equilibrio planetario in direzione del *China Circle*, il complesso costituito da Cina continentale, Singapore, Hong Kong e Taiwan), analisi formulata utilizzando lo strumentario concettuale della teoria delle transizioni egemoniche, ed esemplificata mediante l’avvicinarsi delle “egemonie” che (attraverso operazioni successive di “internalizzazione” dei costi di protezione, di produzione e di transazione) si sono succedute in Europa e nel mondo dalla Repubblica di Genova alle Province Unite

all'affermarsi di una struttura non polarizzata - e non *Usa-centrica* - del mondo, verrebbe accelerato, nell'analisi di Altman, dagli effetti comparati sui due sistemi sia della crisi in atto (effetti meno importanti in una Cina dal sistema finanziario meno coinvolto negli sviluppi della crisi stessa, anche in quanto strutturalmente meno "invasivo" nei confronti del sistema economico a paragone di quello Usa), sia delle ripercussioni degli stessi provvedimenti di stimolo (in ragione del prevedibile aggravarsi - come conseguenza di questi - proprio della situazione deficitaria dei conti pubblici Usa). Ulteriormente marginalizzati risulterebbero i paesi europei nell'emisfero occidentale<sup>63</sup>, e l'India in quello orientale: più incerte le prospettive della Russia, in bilico fra difficoltà economiche (il riferimento è all'andamento non favorevole dei prezzi delle materie prime) e persistenti ambizioni geopolitiche. Fra le determinanti di lungo periodo destinate a incidere significativamente sulle posizioni relative dei sistemi a livello mondiale, emergono, in particolare, quelle *demografiche*. In una nota recente, l'editorialista che scrive sotto lo pseudonimo di "Spengler", dopo avere messo in relazione la numerosa e variegata gamma di operazioni e di strumenti

---

olandesi, all'Inghilterra e poi agli Stati Uniti, nelle dimensioni prima della città-Stato, poi dello Stato-nazione e infine dello Stato-mondo: il saggio di Arrighi, dal titolo *Global governance and hegemony in the modern world system* (in A.D. Ba - M.J. Hoffmann, *Contending Perspectives on Global Governance. Coherence, contestation and world order*, London and New York, Routledge, 2005) trae origine da una serie di iniziative sui temi della *Global Governance* realizzate fra il 2001 e il 2003 presso l'Università del Delaware of Minnesota 1999. Il tema delle transizioni egemoniche, e degli esempi storici al riguardo, era già trattato in G. Arrighi - B.J. Silver, *Chaos and Governance in the Modern World System*, Minneapolis, the Regents of the University of Minnesota, 1999 (trad.it. *Caos e governo del mondo*, Milano, Bruno Mondadori 2003, in particolare nel saggio ivi contenuto - pagine 43-112 - di G. Arrighi - P. Hui - K. Ray - T.E. Reifer, *Geopolitica e alta finanza*). Una rassegna di interpretazioni della geopolitica del mondo post-bipolare *pre-crisi finanziaria*, con particolare riferimento alle sorti dell' "impero" americano, alle tesi dei *declinisti* come a quelle dei loro avversari, è contenuta in F. Tuccari, *L'impero americano nell'era globale. Problemi e interpretazioni* in AA.VV., *Imperi e imperialismo. Modelli e realtà imperiali nel mondo occidentale*, Atti del Convegno internazionale 26-28 settembre 2007 (a cura di Gian Mario Bravo), Roma, Edizioni di Storia e Letteratura, 2009, 337-50. Scenari alternativi per il "dopo America" (dal "caos globale" all'ordine multipolare fondato su Stati nazionali, al primato cinese, a una nuova centralità delle città-Stato, e infine al governo mondiale) sono stati di recente delineati in P. Starobin, *After America. Narratives for the Next Global Age*, New York, Viking, 2009. In particolare nel Cap. 9 (*Chinese Century*, 187-214) si prefigura (traduco da pagina 214) un trasferimento del "fardello del primato" alla Cina, "che imparerà di nuovo l'eterna lezione di quanto sia freddo e solitario lo stare in vetta". È lo stesso concetto sviluppato da François Jullien a conclusione del saggio *Conférence sur l'efficacité*, Paris, Presses Universitaires de France, 2005 (trad. it. *Pensare l'efficacia in Cina e in Occidente*, Roma-Bari, Editori Laterza, 2008) dove egli afferma: "[...] nel momento in cui tutti celebrano [...] il trionfo annunciato del potenziale cinese [...] io continuo a interrogarmi. Non che metta in dubbio la crescita di potenza della Cina nei prossimi decenni, o che il paese sia destinato a svolgere un ruolo di primo piano sulla scena mondiale [...] Ma tutto è facile quando si è secondi, e si può contare sulla scia del primo; le cose cambiano tragicamente nel momento in cui si è condannati a prendere l'iniziativa e a propria volta costretti a portare la fiaccola [...] La Cina [...] aprendosi al commercio internazionale, che comprende anche la circolazione delle idee, non potrà continuare a tenersi al largo dal pensiero della finalità [...] non potrà continuare a sottrarsi alle 'questioni del senso', che non mancheranno di scuoterla, forse addirittura di sconvolgerla, quando, come gli dei sanguinari della mitologia, faranno crudelmente irruzione reclamando quanto loro dovuto" (trad. it., 84). Una sintetica ma significativa esemplificazione del mutamento dei rapporti di forza già *intervenuto* a livello planetario sia negli indicatori "reali" (utilizzatori di Internet, lingua utilizzata nella "grande rete", telecomunicazioni personali, produzioni *high tech*, acquisizioni di imprese) sia in quelli "finanziari" (peso relativo delle piazze finanziarie misurato in termini di valore di mercato delle azioni quotate) è infine fornita in M. Deaglio, *Un <<mondo capovolto>>: crisi finanziaria e redistribuzione del potere economico mondiale*, Bologna, il Mulino, 6/2008, 1066-74.

<sup>63</sup> Nell'interpretazione di Marramao (cfr. *Passaggio a Occidente. Filosofia e globalizzazione*, op. cit., 11) l'Europa, "stretta" fra individualismo competitivo e comunitarismo produttivistico, "potrebbe giocare un ruolo politico ed economico autonomo solo a condizione di valorizzare e ridefinire gli aspetti più vitali della propria tradizione culturale: proponendo una visione non solo competitiva delle singolarità e una visione non gerarchico-paternalistica della comunità". Un rinnovato ruolo per l'Europa è prefigurato anche da François Jullien (*Conférence sur l'efficacité*, op. cit., trad. it., 84-5) dove si prevede che "[...] l'Europa potrà ritrovare la sua importanza, anche se da una posizione subalterna dal punto di vista della produzione. Ciò potrà avvenire [...] se l'Europa avrà saputo costruire se stessa, senza accontentarsi della sola destrutturazione delle nazioni che la compongono; se, anziché compiacersi di un consenso piatto, spento e deleterio, autoincensandosi per avere fatto crollare le proprie frontiere interne, sarà in grado di percorrere nuove vie [...] L'Europa, infatti, a partire dalla sua antica tradizione escatologica e dalla sua passione ermeneutica [...] ha acquisito una certa esperienza nelle questioni riguardanti il senso. Direi addirittura una certa saggezza".

finanziari utilizzati negli ultimi decenni (*stock options, home mortgages, junk bonds, leveraged buyouts*) con le esigenze di una società - quella statunitense - in cui prevalevano classi di età caratterizzate da una prospettiva *lunga* (e da comportamenti conformi, anche in termini di domanda di beni di importazione), affida le speranze di ripresa soprattutto ai mercati “giovani”, molto più che non alla domanda interna espressa da una popolazione come quella statunitense (nel frattempo) invecchiata e per di più costretta, dalle vicende stesse della crisi, a contenere i propri consumi per ricostituire risorse finanziarie adeguate e accantonarle per il futuro. “Sono stati i giovani americani - dice “Spengler” - a sostenere l’economia del mondo negli anni ’80 e ’90, ma oggi essi sono invecchiati e si trovano a dovere lottare per rimborsare ipoteche che potrebbero valere più delle case in cui abitano e per accantonare qualcosa per gli anni della pensione [...] Il mondo ha bisogno di più giovani per ripristinare gli ‘spiriti animali’ del mercato, e l’America non ne ha più a sufficienza. È questa la ragione per cui i mercati emergenti debbono diventare qualcosa più di un emporio in cui trasferire produzioni a basso costo o in cui rifornirsi di materie prime. Trarre vantaggio dal potenziale di produttività dei giovani del mondo rappresenta la sfida del futuro. Senza di loro l’America avrà di fronte un decennio di stagnazione più pesante di quello che il Giappone ha sperimentato negli anni ‘90”<sup>64</sup>;

2) di confermarci inoltre - anche al livello del “sistema” economico internazionale e dei suoi equilibri/squilibri - nel convincimento della rilevanza delle relazioni di corrispondenza *biunivoca* che intercorrono fra variabili *finanziarie* e variabili *reali*: non soltanto, quindi, delle relazioni che procedono *dalle* prime *alle* seconde e delle quali di norma - in particolare nelle situazioni di crisi come l’attuale - si temono comprensibilmente gli effetti (che si tenta di contrastare), ma altresì di quelle che si muovono *dalle* seconde *alle* prime (nel caso dei fondi sovrani, in ragione della natura *reale* degli squilibri da cui traggono origine le stesse risorse *finanziarie* di cui questi dispongono) e nelle quali accade invece che, proprio per il fatto di affidare le prospettive di ripresa *anche* all’“attivismo” di questi nuovi protagonisti della finanza mondiale, molti siano oggi indotti a riporre le proprie speranze.

10. Se risposte troppo ambiziose alle domande formulate in apertura (“Perché quello che è accaduto non era stato previsto?”, “Perché non siamo stati avvertiti tempestivamente?”, ma soprattutto “Cosa è accaduto in realtà e chi e dove ha sbagliato?”) vanno oltre gli intendimenti di questo lavoro, ci si augura tuttavia che il complesso degli argomenti sviluppati, degli accadimenti richiamati e dei rimandi alla letteratura segnalati contribuisca, quanto meno, a sollevare qualche dubbio supplementare sulla robustezza di almeno tre delle tesi che sembrano invece trovare ascolto oggi. E queste sono precisamente:

- 1) la tesi secondo cui l’analisi economica (quasi che questa costituisca un *corpus* omogeneo e dai contenuti non controversi) non avrebbe fornito contributi adeguati all’approfondimento delle tematiche “di crisi”: sarebbe invece più significativo interrogarsi sui motivi per i quali alcuni approcci hanno riscosso un consenso pressoché esclusivo e comunque preponderante<sup>65</sup>, mentre altri - ben più utili a quel fine - sono stati trascurati; e identificare

---

<sup>64</sup> Traduco da “Spengler”, *Waking from Lever-Lever Land*, “Asia Times Online”, 25 dicembre 2008.

<sup>65</sup> Il riferimento è al ben noto “paradigma dominante” in tema di equilibrio dei mercati, al quale un protagonista di questi ultimi, George Soros (nel saggio *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, George Soros; trad.it., *Cattiva finanza. Come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Fazi Editore, 2008) ha di recente contrapposto il principio di *riflessività* come sequenza di interazioni reciproche (in un mondo di imperfetta comprensione dei fenomeni) fra realtà sociale e aspettative per il futuro, a cui dà luogo l’operare *congiunto* della funzione *cognitiva*, in cui è lo stato delle cose a determinare le opinioni degli operatori, e di quella *manipolativa*, in cui la relazione procede nella direzione opposta: il principio di riflessività sarebbe inoltre alla base di una *superbolla* che starebbe alla bolla immobiliare come il tutto alla parte.

quindi, riprendendo le parole collocate in apertura del recente “Rapporto Turner”<sup>66</sup>, “*what went wrong, and the extent to which the crisis challenges past intellectual assumptions about the self-correcting nature of financial markets*”<sup>67</sup>;

- 2) la tesi secondo cui fra dimensione monetaria-finanziaria e dimensione “reale” dei fenomeni economici sarebbe analiticamente fondato tracciare una linea di demarcazione significativa - affermare cioè l’esistenza di una *dicotomia* - pure se sotto il vincolo della preminenza da attribuire alle variabili abitualmente qualificate come reali in quanto variabili-obiettivo nei termini delle quali esprimere le finalità di *policy*, e quindi identificare (mutuando il titolo di una raccolta di saggi curata nel lontano 1971 da Bruno de Finetti) i “requisiti per un sistema economico accettabile in relazione alle esigenze della collettività”; storia delle idee<sup>68</sup> e

---

<sup>66</sup> FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, London, marzo 2009. Il Rapporto prende il nome da Lord Adair Turner, presidente della britannica *Financial Services Authority*.

<sup>67</sup> A tale riguardo, una vivace ricostruzione autobiografica (ma dalle rilevanti implicazioni epistemologiche) del lavoro e dell’ambiente degli *ingegneri della finanza* (e della *finanza quantitativa* che vi si praticava ad opera di *rocket scientists*, altrimenti detti *quants*) è contenuta nel volume di Emanuel Derman dal titolo *My Life as a Quant. Reflections on Physics and Finance*, Hoboken, New Jersey, Wiley, 2004. La finanza quantitativa viene definita (traduco da *ibidem*, 3) come “una combinazione interdisciplinare di modelli ispirati alla fisica, di tecniche matematiche e di informatica, il tutto finalizzato a dare un valore ai titoli obbligazionari”, ma si aggiunge significativamente che “se la finanza quantitativa migliore si propone di fare luce sul rapporto fra valore e incertezza [...] quella peggiore è invece un guazzabuglio pseudoscientifico di matematica complicata utilizzata per finalità misteriose”. È anche a seguito della tras migrazione di fisici (i cosiddetti *POWs*, *physicists on Wall Street*) verso il mondo della finanza che, soprattutto a partire dagli anni ’80, si andrà elaborando una modellistica finalizzata alle esigenze conoscitive e *pratiche* degli operatori. Un esempio dei risultati di tale collaborazione è il modello *Black-Derman-Toy* (economista il primo, fisici gli altri) sviluppato presso il *Goldman’s Quantitative Strategies Group* della Goldman Sachs, gruppo del quale era a capo lo stesso Black. L’algoritmo più noto in questo campo (il modello di *Black-Scholes-Merton*) reca appunto il nome di Fischer Black e degli economisti Myron Scholes e Robert Merton: agli ultimi due - il primo era scomparso due anni prima, mentre Scholes e Merton erano stati fra i fondatori dell’ *hedge fund* denominato *Long Term Capital Management*, che sarà oggetto di un colossale *bailout* nel 1998 - venne conferito nel 1997 il Premio della Banca di Svezia per le scienze economiche in memoria di Alfred Nobel per avere elaborato “un nuovo metodo per determinare il valore di strumenti derivati”. La conclusione della *Nobel Lecture* di Scholes è un esempio eloquente di fiducia nel progresso e nella linearità del suo sviluppo, e conviene pertanto riprodurla nel testo originale: “*We started in the Past, the age of innocence, and we progressed to the Present, the age of understanding, growth, and maturation. The growth has not been without pains. A considerable amount of additional understanding and development awaits the users of the derivative technology in the Future - the age of excitement*” (Myron S. Scholes, *Derivatives in a Dynamic Environment*, “Nobel Lecture”, 9 dicembre 1997, [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1997/scholes-lecture.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1997/scholes-lecture.pdf)). Sarà il fisico Derman, come appare dalla frase riprodotta in epigrafe, a ridimensionare, e *prima della crisi*, tale entusiastico ottimismo.

<sup>68</sup> Quanto alle idee, il tema ha risalenza e rilievo tali da rendere superflue ulteriori precisazioni, specie alla luce dell’adesione di massima alle tesi di Minsky esplicitata al paragrafo 2. Sul tema due utili guide di inquadramento rimangono comunque la *Prefazione* di Mario Monti all’antologia (a cura dello stesso Monti) *Problemi di economia monetaria*, Milano, Etas Kompass, 1969, IX-XXXI e l’*Introduzione* di Giovanni Bellone all’antologia (a cura dello stesso Bellone) *Il dibattito sulla moneta*, Bologna, il Mulino, 1972, 7-19. Nel dibattito italiano, ma in un’ampia prospettiva di storia dell’analisi economica, si segnalano poi i lavori di Augusto Graziani, autore dell’*Introduzione* al volume di Minsky del 1982 (cfr. par. 2). Di particolare interesse anche ai fini di queste pagine (in quanto direttamente attinente ai rapporti fra dimensione reale e dimensione finanziaria dell’economia, e alla loro natura *non dicotomica*) è il saggio su *Il circuito monetario* che Graziani premette al volume antologico su *Moneta e produzione* a cura di Marcello Messori (Torino, Giulio Einaudi, 1988, XI-XLIII). Obiettivo dei *circuitistes* (ne tratta estesamente lo stesso Graziani nella monografia *La teoria monetaria della produzione*, Arezzo, Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio/Studi e Ricerche, 1994) è “[...] di mostrare come, in un’economia monetaria, l’assetto reale dell’economia, e quindi l’accumulazione del capitale e la distribuzione del reddito, sia governato in misura decisiva da meccanismi monetari, e precisamente dai fattori che fissano *il modo in cui la moneta viene creata e immessa nel mercato*” (cfr. A. Graziani, *Il circuito monetario*, op.cit., XI), nel solco di una tradizione analitica che risale a Stuart Mill (moneta come “biglietto di ingresso nel mercato”), passa per Wicksell, Fisher, Schumpeter (moneta come “attestato di partecipazione alla produzione”; cfr. su questo punto N. De Vecchi, *Schumpeter viennese. Imprenditori, istituzioni e riproduzione del capitale*, Torino, Bollati Boringhieri, 1993, in particolare 40-56 e 75-7), Robertson e il Keynes di *A Treatise on Money*. Il concetto di offerta di moneta come grandezza *endogena*, centrale nell’approccio dei *circuitistes*, istituisce inoltre un collegamento significativo fra questi ultimi e i post-keynesiani di pure differenti orientamenti: fra gli altri Kaldor,

storia dei fatti<sup>69</sup> dell'economia forniscono ampia testimonianza dell'*inconsistenza* di tale tesi, e quindi della *arbitrarietà* di tale demarcazione;

- 3) la tesi, infine, secondo cui fra dimensione "economica" e dimensione "politica" (e quindi fra gli assetti organizzativi corrispondenti, tipicamente "Mercato" e "Stato") sarebbe individuabile una relazione di antagonismo, e quindi di predominio dell'una sull'altra a fasi alterne, quasi in una successione pendolare. Attualmente questa tesi - vero e proprio atteggiamento culturale - viene accreditata da chi si propone di sostituire al

---

Davidson e Weintraub oltre, appunto, allo stesso Minsky. Sulle possibili interpretazioni (rispettivamente macro e microsociale) della nozione di "circuito monetario" in un contesto di contrapposizione alla teoria dell'equilibrio economico generale (e alla sua struttura *dicotomica*) si sofferma, nell'antologia a cura di Marcello Messori richiamata, Michel De Vroey nel saggio *Il circuito della moneta: due interpretazioni* (*ibidem*, 215-45). Nelle proprie conclusioni De Vroey ricollega l'approccio del circuito (nella variante microsociale alla quale aderisce) alle "intuizioni che si trovano, senza però esservi sviluppate, in vari lavori keynesiani, come ad esempio quello di Minsky" (*ibidem*, 243); e il riferimento è, in particolare, al *John Maynard Keynes* di Minsky del 1975, richiamato nella nota 7.

<sup>69</sup> Quanto ai fatti, una esperienza storica di intreccio "di crisi" fra variabili finanziarie e variabili reali, assai significativa della difficoltà di istituire tale demarcazione, è ricostruita da Carlo M. Cipolla (cfr. C.M. Cipolla, *Il fiorino e il quattrino. La politica monetaria a Firenze nel 1300*, Bologna, il Mulino, 1982, *passim* e in particolare 9-28) nella monografia dedicata alle vicende dell'economia fiorentina nella prima metà del Trecento. Dopo un prolungato periodo di prosperità, il verificarsi pressoché simultaneo 1) della bancarotta del Comune di Firenze (nel febbraio 1345 questo dichiara di non essere in grado di fare fronte alle proprie obbligazioni) con conseguente crollo del corso dei titoli, 2) dello stato di insolvenza di re Edoardo III d'Inghilterra (il quale, a sua volta, non è in grado di onorare i propri debiti nei confronti dei banchieri fiorentini) e 3) della corsa al prelievo dei fondi detenuti presso le banche fiorentine da parte dei grandi depositanti napoletani (dovuto al timore di un cambio di campo, dallo schieramento guelfo a quello ghibellino, da parte di Firenze), "[...] si arrivò fatalmente alla rovina. Dopo di aver stentatamente cercato per qualche anno di far fronte a una situazione sempre più difficile, nel 1343 fallivano i Peruzzi e tre anni più tardi, nel 1346, fallivano i Bardi [Giovanni Villani, nella sua *Cronica*, considera i Bardi e i Peruzzi "le due colonne della Cristianità", *n.d.r.*]. E fu la catastrofe [...] In questi casi una bancarotta tira l'altra per cui dopo i Peruzzi ed i Bardi saltarono gli Acciaiuoli, i Bonaccorsi, i Cocchi, gli Antellesi, i Corsini, i da Uzzano, i Perendoli. Era tutto il Gotha della finanza e dell'economia fiorentina che finiva davanti ai giudici fallimentari. Il crollo delle banche travolse tutti coloro che vi tenevano depositi e che, nei migliori dei casi, riebbero soltanto la metà o il terzo o addirittura il quinto dei loro depositi [...] Una massa notevole di ricchezza andò così distrutta: 'non rimase quasi sostanza né' nostri cittadini' fu l'amaro commento di Giovanni Villani [è infatti dalla *Cronica* di Giovanni Villani che Cipolla trae molte delle proprie informazioni, *n.d.r.*]. Né questo fu tutto. La bancarotta delle compagnie provocò sconquasso anche nei settori secondario e terziario, direttamente e indirettamente: direttamente perché le compagnie, oltre all'attività bancaria, esercitavano anche attività mercantile e manifatturiera; indirettamente perché i loro fallimenti provocarono sul mercato una drastica contrazione del credito. Una volta scoppiata la crisi, si mise in moto un perverso meccanismo di moltiplicatore alla rovescia per cui la crisi alimentò se stessa e si estese a macchia d'olio" (*ibidem*, 16-7). Tanto per attualizzare la terminologia, Cipolla prosegue sottolineando che "Quello che noi chiamiamo 'contrazione del credito' [e noi oggi chiameremmo *credit crunch*, *n.d.r.*] Villani chiamava 'mancamento della credenza' e quello che noi intendiamo per 'moltiplicatore' lui chiamava 'il rimbalzo'. Secondo la sua precisa testimonianza, dunque, a seguito dei fallimenti delle compagnie ci fu 'mancamento della credenza' e ci furono gli effetti del 'rimbalzo' per cui ogni settore dell'economia ne fu toccato: 'la mercatanzia e ogni arte n'abassò e venne in pessimo stato' e anche le 'piccole compagnie e singolari artefici fallirono in questi tempi'. Alla testimonianza del Villani fa riscontro quella di Lionardo Aretino: 'questo disordine tanto inopinato et tanto grave avendo disfatto la sostantia di molti si tirò dietro anchora la destructione di minori traffichi, parte per vari danni che di questa rovina risultavano loro, parte per il sospetto che era nato appresso a gli huomini il quale moveva ogn'uno a domandare i suoi denari [...] e appresso il credito era ridotto in sì pochi nel mercato che ogni cosa metteva in confusione" (*ibidem*, 17-8). Piogge torrenziali con perdite di raccolto, carestie, conseguenti ulteriori problemi di finanza pubblica dovuti alla necessità di approvvigionarsi all'estero di beni primari che scarseggiavano aggravarono la spirale deflazionistica, accentuarono la scarsità di circolante, appesantirono ulteriormente il malessere sociale; l'aumento dei prezzi dei beni di prima necessità (quindi a domanda *anelastica*) accentuò la concentrazione dei redditi e della ricchezza aggravando gli squilibri sociali; come se non bastasse, "per una di quelle disgraziate circostanze del tutto casuali che lasciano allibita ogni mente razionale" (*ibidem*, 23), fra il 1345 e il 1347 si verificò un forte rialzo nel prezzo internazionale dell'argento (metallo sul quale si basava, a Firenze, il sistema dei prezzi interni), con effetti deflazionistici ulteriori. Il tema della crisi fiorentina verrà in seguito ripreso da Cipolla, nel capitolo dal titolo "Uomini duri" del saggio *Tre storie extra vaganti* (Bologna, il Mulino, 1994, 9-47), con particolare riguardo alle vicende del Banco de' Bardi e dei suoi esponenti fino dalla creazione, nel 1310, della "Compagnia di Lapo e Doffo de'Bardi" (ancora negli anni '20 del Trecento il Banco potrà contare su circa venticinque filiali con agenti, uffici e magazzini dislocati in tutta Europa e oltre, da Avignone a Bruges, da Costantinopoli a Gerusalemme, da Marsiglia a Parigi a Siviglia a Tunisi a Venezia).



provvidenzialismo economicistico a lungo prevalente un generico ma agguerrito neostatalismo, anch'esso non privo di risonanze metaeconomiche: un'operazione del tutto simmetrica a quella che, qualche decennio prima, aveva visto - a parti invertite - confrontarsi le medesime posizioni. I pure sintetici riferimenti all'evoluzione della legislazione statunitense in materia di politica delle strutture bancarie e finanziarie rendono invece manifesti non tanto i "fallimenti" dell' "economia" come disciplina - che pure non sono mancati, almeno in quanto ci si riferisca a qualche "pensiero dominante" - quanto la potenza, e non di rado la *prepotenza*, che proprio la "politica" è andata di volta in volta dispiegando, soprattutto perché condizionata dai gruppi di pressione dei quali ha accettato di farsi interprete e strumento; e altresì l'insufficienza/irrazionalità strutturale dell'architettura del sistema di vigilanza e controllo; ma questo è, a sua volta, la risultante del cumularsi di decisioni "politiche"<sup>70</sup>.

Non rientra inoltre fra gli obiettivi della presente nota, se si escludono sintetici riferimenti a contesti specifici, un'analisi delle misure proposte/adottate per fronteggiare la crisi e/o ai relativi "costi"<sup>71</sup>; ma neppure, ad esempio, delle riforme *strutturali* indispensabili per rimuovere alcune delle asimmetrie che tuttora caratterizzano, in particolare, gli assetti istituzionali dell'Unione Europea, quali l' *assenza* sia di un' "Autorità di bilancio" a fianco della Banca Centrale Europea sia di un' "Autorità di vigilanza" con competenza estesa ai paesi dell'Unione<sup>72</sup>, assenze entrambe riconducibili alla persistente *arretratezza* delle istituzioni politiche del continente rispetto

---

<sup>70</sup> La posizione dilemmatica del *policy maker* che si trova a dovere ridefinire il proprio ruolo di medio-lungo periodo dopo essere stato "costretto", in emergenza, ad assumere quello di principale "azionista" del settore finanziario, è efficacemente delineata (con riferimento alla necessità di "definire un nuovo ed efficace equilibrio tra funzionamento dei mercati finanziari, spazio della regolamentazione e compiti dello Stato" rafforzando in particolare l' "architettura di regolamentazione su scala internazionale") in E. Barucci - M. Messori (a cura di), *Oltre la crisi: come combinare stabilità ed efficienza dei mercati finanziari* in E. Barucci - M. Messori (a cura di), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, Egea, 2009, 261-85, dove si sottolinea (pagina 266) che "...lo Stato si trova a procedere su un crinale insidioso: esso non può assumersi la funzione stabile di imprenditore in punti cruciali di snodo del sistema finanziario, pena il ripristino di vecchie commistioni fra politica ed economia; ma non può neppure fungere da "ruota di scorta", utilizzata - in emergenza - per risanare i bilanci più disastriati e per ristabilire la fiducia nei mercati e - subito dopo - ricollocata nel bagagliaio insieme agli altri attrezzi. In questo secondo caso, la socializzazione delle perdite private risulterebbe infatti massimizzata", come risulterebbero ingigantite le conseguenze dell'intervento pubblico in termini di *moral hazard*.

<sup>71</sup> Si consideri ad esempio, con riferimento alle previsioni (di fonte FMI) di un aumento del rapporto debito pubblico/Pil (per i paesi del G20) dal 75% nel 2009 al 120% nel 2014 (era il 64% nel 2000), l'ipotesi che il *policy maker* possa trovarsi a fronteggiare problemi analoghi a quelli dei proprietari di abitazioni che, avendo acceso mutui a tassi irrisori, hanno poi visto questi ultimi impennarsi rapidamente.

<sup>72</sup> Della frammentarietà dell'architettura delle Autorità di vigilanza a livello europeo, caratterizzata dalla coesistenza di modelli eterogenei, dà conferma, sin dall'ottobre 2006, la stessa Banca Centrale Europea nel rapporto *Recent developments in supervisory structures in Eu and acceding countries*. Progressi significativi nella direzione del mercato unico dei servizi finanziari erano stati invece realizzati già con il 2005, a seguito dell'implementazione (39 misure varate delle 42 previste) del *Financial Services Action Plan* (FSAP) del 1999, un documento di sistema che si prefiggeva obiettivi strategici finalizzati a completare il mercato finanziario unico europeo sulla base dei principi dell'armonizzazione minima, del mutuo riconoscimento e dell' *home country control*. Della razionalizzazione della struttura *regolamentare* si era invece occupato sin dal 2000 il *Wise Man Committee* insediato nel 2000 e presieduto da Alexander Lamfalussy, il quale aveva prodotto nel 2001 un Rapporto che prevedeva, secondo l'approccio cosiddetto della *Comitology*, una struttura articolata per Comitati (regolamentari e di vigilanza) e per Comparti (mobiliare, bancario, assicurativo, dei conglomerati finanziari) da affiancare alle istituzioni europee. Nel definire gli obiettivi in materia di servizi finanziari per il quinquennio 2005-10, il *White Paper on Financial Services Policy* della Commissione Europea avvierà la fase *post-FSAP* prendendo atto: 1) dei risultati positivi raggiunti nella direzione di un mercato finanziario europeo integrato, 2) della necessità, ancora presente, di mettere a punto il processo regolamentare, pur dando atto dei positivi risultati della struttura fondata sulla *Comitology*. Sull'argomento cfr. E. Gualandri, *Evoluzione e prospettive della regolamentazione finanziaria e della vigilanza nell'Unione europea* in M. Brogi (a cura di), *Banca, Mercati e Risparmio*, Saggi in onore di Tancredi Bianchi, Volume 3, Roma, Bancaria Editrice, 2009, 207-22.

all'integrazione economica e a quella monetaria<sup>73</sup>. Tali misure consistono in correttivi tanto *endogeni* (autoregolamentazione), quanto *esogeni* al sistema. Questi ultimi, a loro volta, sono raggruppabili nelle due categorie della "vigilanza" (il cui potenziamento presuppone comunque la razionalizzazione delle strutture/competenze finalizzate allo scopo) e della più incisiva "regolamentazione". In questa ultima categoria è da segnalare la proposta, decisamente radicale, formulata dallo studio Assonime-CEPS, che consiste nel prospettare l'imposizione di un limite massimo - pari a *dieci* - all'effetto leva attivabile da parte delle organizzazioni finanziarie<sup>74</sup>. A livello di organizzazioni internazionali si segnalano naturalmente le proposte formulate (e quelle preannunciate) in sede di *Financial Stability Forum*<sup>75</sup>.

---

<sup>73</sup> È a tale "ritardo" che secondo Paul Krugman - in *L'handicap euro ai tempi della crisi*, "la Repubblica", 17 marzo 2009 - è attribuibile "l'omessa risposta da parte del continente tutto alla crisi finanziaria [...] Dal punto di vista fiscale, il confronto con gli Stati Uniti è impressionante. Molti economisti [...] hanno affermato che il piano di stimoli dell'Amministrazione Obama era insufficiente, tenuto conto dell'ampiezza della crisi. Malgrado ciò, gli interventi americani rendono infinitesimale ciò che stanno facendo gli europei. Anche le differenze in termini di politica monetaria sono sconcertanti nello stesso modo. La Banca centrale europea è stata molto meno previdente della Federal Reserve: è stata lenta a tagliare i tassi di interesse (anzi, nel luglio scorso di fatto li ha addirittura aumentati), ed è rifuggita da qualsiasi provvedimento incisivo volto a scongelare i mercati creditizi. L'unica cosa che agisce in favore dell'Europa è la medesima per la quale essa è così di frequente criticata: l'abbondanza e la generosità dei suoi *welfare state*, che stanno in parte ammortizzando il duro impatto della crisi economica". Il problema delle carenze strutturali dell'Unione Europea e delle loro conseguenze in situazioni di crisi è ribadito con fermezza dal cosiddetto "Rapporto de Larosière" (THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, Chaired by Jacques de Larosière, *Report*, op.cit., dove, a conclusione di una dettagliata rassegna delle determinanti della crisi in atto, si afferma (pagina 12, traduzione mia) che: "La risposta 'regolatrice' all'aggravarsi della situazione è risultata indebolita, nella UE, a motivo della inadeguatezza delle strutture deputate al governo delle crisi [...] In mancanza di strutture comunitarie di governo delle crisi, gli Stati membri si sono [...] trovati a far fronte a una situazione molto difficile [...] Dato il rapido susseguirsi degli eventi, gli interventi effettuati non sono stati adeguatamente coordinati e hanno talvolta determinato ripercussioni negative a carico di altri Stati membri". Tali carenze, proprio in quanto strutturali e quindi *politiche*, caratterizzano anche la proposta in discussione relativa a un progettato sistema europeo integrato di sorveglianza sui mercati finanziari, articolato su due "pilastri". Il primo, relativo alla sorveglianza *macrofinanziaria*, investirebbe un "Consiglio europeo per il rischio sistemico", collegato alla BCE, della facoltà di indirizzare raccomandazioni ai governi. Il secondo, relativo alla sorveglianza *microfinanziaria*, sarebbe invece articolato su tre autorità europee competenti - rispettivamente - per banche, Borse nonché assicurazioni e sistemi previdenziali privati, con compiti di coordinamento e di mediazione nei confronti degli organismi nazionali.

<sup>74</sup> C. Di Noia - S. Micossi (con J. Carmassi e F. Peirce), *Keep it simple. Policy Responses to the Financial Crisis*, op. cit., 73-5.

<sup>75</sup> Nel *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience* pubblicato il 2 aprile 2009, il FSF, aggiornando (il sottotitolo del documento è infatti *Update on Implementation*) il *Report* dell'aprile 2008 (cfr. nota 10 sopra), delinea una proposta di nuova articolazione delle competenze in materia di supervisione-vigilanza-regolazione del sistema finanziario internazionale, che verrebbero ripartite fra Fondo Monetario Internazionale, FSF (del quale il FMI è membro), autorità nazionali nonché (in materia di *early warning*) FMI e FSF operanti congiuntamente. FMI e FSF avevano trasmesso tali proposte ai Ministri e Governatori dei paesi del G20 in occasione della riunione di Washington del 15 novembre 2008. In *Manifesto per la stabilità finanziaria* - "la Repubblica", 16 febbraio 2009 - Luigi Spaventa, riferendosi ai G20 passati e futuri, mette in guardia contro gli eccessi contrapposti della ricerca dell' "impossibile", identificato in "un unico regolamento finanziario globale", e dell' "accettazione dell' "irrelevante", identificato nella mera sollecitazione a "migliorare il coordinamento e la cooperazione tra le autorità di regolazione al di fuori di qualsiasi contesto istituzionale"; concetti analoghi Spaventa aveva espresso alcuni mesi prima - in *Aspettando la prossima Bretton Woods*, "la Repubblica" 24 novembre 2008 - mettendo in guardia - "*Bretton Woods* fu altra cosa", aveva sottolineato - contro analogie tanto evocative e accattivanti quanto fallaci e individuando nella "sopranazionalità della supervisione di stabilità [la] condizione necessaria per evitare [...] una nuova degenerazione dello sviluppo della finanza", in mancanza della quale "[...] la finanza, sia pure temporaneamente addomesticata, resterà globale; ma i guardiacaccia che dovrebbero impedirne il bracconaggio continueranno ad avere uniformi diverse e a restare ciascuno entro i propri confini". In tre ulteriori e contestuali documenti (pubblicati tutti lo stesso 2 aprile) il FSF: 1) dà seguito (*Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*) all'impegno di individuare (anche attraverso *miglioramenti* da apportare ai contenuti di Basilea II) modalità idonee ad attenuare la propensione del sistema finanziario alla *prociclicità* (termine che fa riferimento - traduco da pagina 8 del documento - "alle interazioni dinamiche [...] fra il settore finanziario dell'economia e quello reale: rafforzandosi reciprocamente, queste tendono ad amplificare le fluttuazioni cicliche e ad alimentare l'instabilità finanziaria"), limitando quindi il rischio che il sistema agisca da *amplificatore* degli *shock* anziché da *ammortizzatore* (a

Un complesso organico di misure da attivare (un vero e proprio programma di ri-regolazione, con particolare riferimento ai sistemi finanziari europeo e britannico) per contrastare la crisi è in particolare contenuto nel “Rapporto Turner” già citato. Il Rapporto presenta un rilievo specifico ai fini del presente lavoro in quanto identifica, già a partire dalle premesse, il nucleo originario e determinante della crisi - e della sua *singularità* quanto a natura e a entità di conseguenze - nel fatto che macro-squilibri di dimensioni crescenti (sotto forma di accumulo accelerato di eccedenze di parte corrente a opera di vaste aree del mondo) sono, per così dire, “venuti in contatto” con i mercati finanziari dei paesi sviluppati (in particolare degli Usa), orientandosi tuttavia - in prevalenza - verso impieghi a basso rischio, con la conseguenza di abbassarne in misura rilevante i rendimenti. Da qui il duplice risultato: 1) di incentivare la domanda interna di credito nei paesi deficitari, indirizzandola in particolare verso il settore immobiliare e 2) di sollecitare la ricerca di impieghi alternativi caratterizzati da rendimenti (e quindi da *rischi*) sempre più elevati assicurati da strumenti finanziari sempre più *complessi*, e non di rado dai contenuti *imperscrutabili*. I due ordini di determinanti (*global imbalances* e mercati finanziari “sviluppati”) *sono andati inoltre potenziandosi vicendevolmente*.

Proprio in ragione delle considerazioni formulate dal Rapporto Turner, le modalità del “confronto” con la crisi non possono quindi che essere stabilite e valutate in relazione al nodo problematico degli *squilibri globali*, e a quelli - collegati - dei costi/benefici dell’aggiustamento e della ripartizione dell’ onere relativo. È già stato sottolineato in sede ufficiale<sup>76</sup> come la sfida più macroscopica che incombe sul sistema mondiale sia appunto quella che si propone l’obiettivo “[...] di agevolare il riorientamento verso i servizi *non-tradable* in paesi che presentano attualmente ampi avanzi commerciali, in particolare la Cina e il Giappone. Per analogia, il riorientamento verso il settore dei *tradable* è necessario negli Stati Uniti, allo scopo di contribuire a ridurre il disavanzo di conto corrente”. Se la Relazione della BRI richiamata lamentava che, alla data della redazione, l’allocazione delle risorse si muoveva di fatto nella direzione *opposta* a quella che sarebbe stata funzionale agli obiettivi di riequilibrio, ci sono ragioni per ritenere che le politiche di stimolo più di recente attivate, particolarmente negli Usa e in Cina (cfr. su questo punto la nota 60 sopra) siano invece, in linea di massima, *compatibili* con tale obiettivo, e come tali *non* siano quindi caratterizzate da quel tendenziale *short termism* degli operatori a ogni livello, di cui Tommaso

---

tale fine vengono preannunciate, per la fine del 2009, raccomandazioni specifiche); 2) individua (*FSF Principles for Sound Compensation Practices*) principi per la determinazione delle remunerazioni nelle grandi istituzioni finanziarie, nelle quali (traduco da pagina 1 del documento) “gli elevati profitti a breve hanno fatto sì che ai dipendenti venissero corrisposti *bonus* generosi senza un’adeguata valutazione dei rischi che questi, nel lungo periodo, avrebbero accollato alle rispettive imprese. Tali *incentivi perversi* (corsivo non nel testo, *n.d.r.*) hanno grandemente stimolato l’assunzione di rischi [...] riducendo tuttavia le risorse disponibili per fare fronte alle perdite determinate dai rischi assunti. La scarsa attenzione ai livelli di rischio ha a sua volta contribuito a fare sì che le remunerazioni raggiungessero livelli assai elevati, e in alcuni casi del tutto fuori misura”; 3) indica (*FSF Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management*) regole di comportamento finalizzate sia a prevenire sia a gestire le crisi finanziarie in un contesto di crescente interdipendenza fra sistemi nazionali. A loro volta e negli stessi giorni (aprile 2009) Olivier Blanchard e José Viñals (rispettivamente *Economic Counsellor* e *Financial Counsellor* del Fondo Monetario Internazionale) così delineavano (cfr. *Joint Foreword* a International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report, Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, xiii) le “sfide politiche a medio termine”, sintetizzando nel contempo le origini della crisi: “All’origine dei ‘fallimenti del mercato’ che hanno portato alla crisi attuale sta l’ottimismo determinato da una crescita elevata e prolungata e da tassi di interesse reali bassi e poco variabili, oltre che da numerose carenze nelle politiche economiche. I *policy maker* debbono quindi fronteggiare, nel medio periodo, sfide importanti. Per quanto riguarda in particolare le politiche finanziarie, è necessario ampliare l’ambito della regolazione rendendola nel contempo più flessibile affinché possa comprendere tutte le istituzioni di rilevanza sistemica. In materia di regolazione e di politica monetaria è inoltre necessario un approccio “macroprudenziale”. Coordinamento e collaborazione internazionale debbono essere rafforzati, realizzando un *early warning* più efficace e un più esteso scambio di informazioni in materia di rischi. Il protezionismo commerciale e finanziario deve essere evitato: una rapida conclusione dei negoziati commerciali multilaterali del *Doha Round* migliorerebbe le prospettive di crescita sul piano globale”.

<sup>76</sup> Banca dei Regolamenti Internazionali, *77° Relazione annuale 1° aprile 2006-31 marzo 2007*, op.cit., 168.

Padoa-Schioppa, nel suo recente saggio e in adesione a una logica keynesiana, lamenta la prevalenza<sup>77</sup>, considerandola una delle determinanti di fondo della crisi in corso.

L'organizzazione, da svilupparsi per necessità a livello di sistema internazionale<sup>78</sup>, di meccanismi (finanziari, di cambio e commerciali) funzionali a favorire il prevalere dell' "orientamento al riequilibrio" appare quindi il macro-obiettivo - questo sì davvero *reale* - dell'*economia politica* della politica internazionale e delle organizzazioni che operano a tale livello: che è poi l'unico al quale sia appropriato porsi l'obiettivo di "piegare" *policy maker* tendenzialmente orientati ad agire come "regolatori domestici" di sistemi strutturalmente instabili, a comportarsi invece (quando si propongono, per dirla con Minsky, di stabilizzare efficacemente *an Unstable Economy*<sup>79</sup>) anche da "regolatori cooperativi". Non mancano, a questo proposito, autorevoli prese di posizione che collegano significativamente traslazione planetaria del potere, *global imbalances* e modalità (nonché tempi) dell'aggiustamento.<sup>80</sup>

11. Nel concludere, verso la fine degli anni '80 e in una prospettiva storico-comparatistica, il proprio saggio sul governo delle tre principali crisi economiche verificatesi fra il 1870 e il 1980 (rispettivamente negli anni 1873-96, 1929-49 e '70-'80 dello scorso secolo) e nell'analizzare - confrontandole fra di loro - le risposte di quattro paesi europei (Gran Bretagna, Francia, Germania, Svezia) più gli Stati Uniti, Peter Gourevitch<sup>81</sup> si dichiarava ottimista circa la possibilità di trasformare le crisi in "momenti di speranza, come suggerisce la socialdemocrazia svedese" e non soltanto in momenti di pericolo, "come ci viene costantemente ricordato dalla carriera di Adolf Hitler", anche se "[...] persino i demoni hanno lezioni da insegnare; e da essi possiamo imparare se ci sono vie che ci permettono di evitarli"; egli sosteneva inoltre che ogni paese "[...] è condizionato da [...] due fattori: la forza dell'epoca, che trascende le particolarità delle circostanze, e la forza delle traiettorie nazionali, che esprime le caratteristiche specifiche della storia di ogni nazione". Era stata la prima a prevalere al tempo del *gold standard* (cfr. la nota 7 sopra)<sup>82</sup>; fu invece la seconda a

---

<sup>77</sup> T. Padoa-Schioppa, *La veduta corta*, op.cit., in particolare 59-83.

<sup>78</sup> Avviandosi alla conclusione di *Manias, Panics, and Crashes*, Kindleberger sottolinea infatti (op.cit., trad.it., 220): "Mi concentro sulla scena internazionale perché è qui che la necessità è probabilmente maggiore, e minore il consenso su chi debba fare che cosa, per chi e quando".

<sup>79</sup> Cfr. il riferimento nella nota (7) sopra.

<sup>80</sup> Un accordo di "regolazione cooperativa" al massimo livello è l'auspicio che formulano Robert Zoellick e Justin Yifu Lin (rispettivamente Presidente statunitense e Vice Presidente cinese del Gruppo Banca Mondiale) siglando congiuntamente l'editoriale *Recovery Rides on The 'G-2'* in "The Washington Post" del 6 marzo 2009. Vi si afferma in apertura che "La crescita economica della Cina subirà una drastica contrazione nel 2009. Gli Stati Uniti, dal canto loro, stanno attraversando una grave recessione. Perché l'economia mondiale si riprenda è indispensabile che queste due potenze economiche cooperino e agiscano da 'motore' del G-20. Senza un G-2 forte, infatti, il funzionamento del G-20 si rivelerebbe deludente". Eccesso di consumo ed eccesso di risparmio sono identificati come i fattori determinanti degli squilibri fondamentali, e speculari, caratteristici dei due sistemi: del secondo si individua inoltre l'origine prevalente nelle "[...] distorsioni esistenti nei settori finanziario e delle imprese". Tuttavia "La rivalutazione della moneta cinese - quindi una modificazione nei prezzi relativi - non rappresenta lo strumento più efficace per affrontare i problemi strutturali e gli squilibri che li hanno prodotti". La diplomazia economica dovrebbe quindi, nell'opinione di Zoellick e Yifu Lin, lavorare, in primo luogo, per fare sì che le strategie di stimolo successive a quelle più immediatamente emergenziali siano orientate (evitando di cadere in tentazioni protezionistiche) a promuovere il risparmio e l'investimento negli Usa e il consumo in Cina. Se il superamento degli squilibri di fondo non può che essere graduale, l'interdipendenza fra i due sistemi è già palese, essendo "gli Usa [...] il maggior mercato di sbocco delle esportazioni cinesi e la Cina [...] il maggior detentore di titoli del debito pubblico Usa" (traduzione mia). La *partnership* "oggettiva" fra i due sistemi, una sorta di fragile duopolio, non esclude d'altra parte (al contrario) il permanere - e il periodico riacutizzarsi - delle tensioni connesse ai ben noti, e perduranti, motivi: Taiwan, diritti umani e Tibet, politiche valutarie, commerciali e ambientali, "guerre informatiche", strategie di alleanza in Asia e altrove (cfr. anche la nota 49).

<sup>81</sup> P. Gourevitch, *Politics in Hard Times. Comparative Responses to International Economic Crises*, Ithaca, New York, Cornell University, 1986 (trad.it. *La politica in tempi difficili. Il governo delle crisi economiche 1870-1980*, Venezia, Marsilio Editori, 1991 (cfr. in particolare trad.it., 299-306).

<sup>82</sup> Si ricordi che la base aurea internazionale è una delle quattro istituzioni su cui, secondo Karl Polanyi (cfr. K. Polanyi, *The Great Transformation*, New York, Holt, Rinehart & Winston Inc., 1944; trad.it. *La grande trasformazione*, Torino,

farsi strada fra le turbolenze dei due decenni successivi al primo conflitto mondiale, fra onerosi tentativi di restaurazione, crescenti lacerazioni politico-militari e aspirazioni all' "autonomia nazionale" anch'esse crescenti; entrambe le forze convissero poi entro la fragile cornice del compromesso di Bretton Woods<sup>83</sup>, transizione problematica da un passato di *commodity money* (cioè di moneta-merce) a un futuro di *fiat money* (cioè di moneta-segno) attraverso il precario equilibrio che cambi *fissi* ma *aggiustabili* tentarono di assicurare. La sospensione della convertibilità del dollaro decisa il 15 agosto 1971 non fece infatti che sancire *de jure* il regime di *dollar standard* da tempo vigente *de facto* e nel quale, per dirla ancora con Gourevitch<sup>84</sup>, "[...] Essendo la più grande potenza economica, gli Stati Uniti hanno il maggior grado di controllo sul proprio destino. Più che ogni altro paese possono definire il sistema di cui sono parte. Più di ogni altro paese, possono permettersi i propri errori o possono anche esercitare il potere di convertirli in aspetti positivi". È il *dollar standard* (l' "enigma" di Eichengreen<sup>85</sup>) che, in quanto - e fino a quando - i paesi eccedentari accettano di accreditarsi in dollari, "sana" - finanziandolo - lo squilibrio *monetario* che era andato producendosi a partire dagli anni '30, ma nel contempo - e progressivamente - alimenta, consentendone lo sviluppo, lo squilibrio *reale* (dalle cui "ricadute" monetarie, per inciso, proprio i "fondi sovrani" traggono le proprie risorse) evidenziato in precedenza e nel quale sembra consistere *la determinante delle determinanti* dei problemi di oggi. Per altro e in conclusione (ma il rischio sarebbe davvero - su questo punto - di dare inizio a un percorso argomentativo del tipo "recessione all'infinito") il processo di *rebalancing* apre a una *pluralità* di assetti alternativi ipotizzabili<sup>86</sup>, funzione a loro volta di una molteplicità di determinanti, che vanno dal *quantum* di *gradualità* del contesto nel quale l'aggiustamento stesso si produce<sup>87</sup>, alla propensione dei *policy maker* (e specialmente di quelli "globali") ad assumere

---

Einaudi, 2000), poggiava la civiltà del diciannovesimo secolo (*La pace dei cento anni* è infatti il titolo del primo capitolo), le altre essendo il sistema internazionale dell'equilibrio delle potenze, il mercato "autoregolantesi" e lo stato liberale: quattro istituzioni (due economiche e due politiche, due nazionali e due internazionali) per altro fra loro interconnesse [è alla luce di tale interrelazione che possono essere letti (e interpretati) anche oggi concetti (e fenomeni) quali *finanziarizzazione* e *globalizzazione*, n.d.r.]. Anzi, per Polanyi "Tra queste istituzioni la base aurea si dimostrò decisiva; la sua caduta fu la causa prossima della catastrofe e al tempo in cui essa cadde la maggior parte delle altre istituzioni erano state sacrificate in un vano sforzo di salvarla" (*ibidem*, trad.it., 5). Tuttavia "La fonte e la matrice del sistema era [...] il mercato autoregolato [...] La base aurea era semplicemente un tentativo di estendere il sistema del mercato interno al campo internazionale; il sistema dell'equilibrio del potere era una sovrastruttura eretta sulla base aurea ed in parte operante su di essa; lo stato liberale era esso stesso una creazione del mercato autoregolato". Infatti, per Polanyi (*ibidem*), "La chiave del sistema istituzionale del diciannovesimo secolo si trovava nelle leggi che governavano l'economia del mercato": è alla *pervasività* di questo ultimo e dei suoi meccanismi, come all'idea di *naturalità* della società di mercato, che egli contrappone la propria teoria dell'*embedment*, del *radicamento* dell'economia nel sistema sociale.

<sup>83</sup> Antefatti, aspetti teorici e contenuti degli Accordi del 1944 sono analizzati in F. Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, Collana storica della Banca d'Italia, Roma-Bari, Editori Laterza, 2000 (*passim*, in particolare *Introduzione*, 3-7 e *Conclusioni*, 143-6).

<sup>84</sup> P. Gourevitch, *Politics in Hard Times. Comparative Responses to International Economic Crises*, op.cit. (trad.it., 299).

<sup>85</sup> Cfr. B. Eichengreen, *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press, 1996, 93.

<sup>86</sup> Cfr. su questo tema l'analisi sviluppata in P.R. Lane - G.M. Milesi-Ferretti, *Europe and global imbalances*, "Economic Policy", luglio 2007, 519-73 (con commenti di P. Pesenti e di F. Sturzenegger). Il lavoro prospetta scenari alternativi di *rebalancing* sulla base del *Global Economic Model* del FMI, integrando l'analisi con l'introduzione del *valuation effect* (cfr. nota 87).

<sup>87</sup> Un buon esempio di alternative differenti fra loro per *gradualità* di contesto è dato proprio dal lavoro di Lane e Milesi-Ferretti richiamato nella nota sopra; in esso si ipotizzano: 1) uno scenario di *soft-landing*, in cui i *global imbalances* esistenti permangono ma in misura *contenuta* ("guidati" da un moderato incremento della propensione al risparmio negli Usa con conseguente decremento del disavanzo di parte corrente), come graduali sono (sempre negli Usa) la riallocazione delle risorse produttive a favore del settore dei *tradable* e (nel mondo) le variazioni dei cambi; 2) uno scenario *hard-landing*, in cui - a seguito di cambiamenti repentini nelle preferenze dei detentori di attività espresse in dollari - si determinano aggiustamenti accelerati e consistenti del saldo corrente, accompagnati tuttavia da tensioni significative sui mercati dei cambi e da ricadute recessive sull'attività produttiva; 3) uno scenario *cooperativo*, nel quale

comportamenti cooperativi, alle caratteristiche (anche dimensionali) dei “canali” di trasmissione delle politiche di *rebalancing*<sup>88</sup>, e altresì ai connotati parametrici delle relazioni rilevanti<sup>89</sup>. Scenari alternativi *plurimi* contrassegnano pertanto gli assetti planetari sia ad *aggiustamento* avvenuto, sia nella fase di *reversal*; plurimi ma, sotto talune condizioni, non meno incombenti e radicali di quelli prefigurabili nell’eventualità che lo squilibrio stesso *perduri*.

---

i *giocatori* coordinano i rispettivi interventi con l’obiettivo di ottenere il massimo risultato in termini di *rebalancing* con il minimo costo in termini di contrazione dell’attività produttiva.

<sup>88</sup> Le dimensioni dei flussi *commerciali* in rapporto al Pil rappresentano un indicatore fondamentale di interdipendenza, e pertanto costituiscono il canale reale per eccellenza attraverso il quale si producono e si manifestano sia gli effetti delle politiche di aggiustamento sia le loro conseguenze. Un ulteriore indicatore di interdipendenza macroeconomica è dato tuttavia dall’intensità dei legami *finanziari*. Da sottolineare, a questo proposito, la rilevanza (per entità e per composizione) delle attività e passività *cross-border* come indicatore dell’incidenza delle variazioni dei tassi di cambio e dei prezzi degli *asset* sulla posizione esterna netta di un paese. Nel lavoro richiamato sopra (nota 86) Lane e Milesi-Ferretti mettono in evidenza (cfr. in particolare l’Appendice 1, 565-7) la differenza esistente, a questo riguardo, fra i sistemi avanzati di grandi dimensioni, le cui attività sono espresse prevalentemente in valuta estera e le passività in moneta nazionale, e gli altri - debitori netti - le cui passività sono espresse prevalentemente in valuta estera. Nei primi una svalutazione *inattesa* tenderà a *migliorare* la posizione esterna netta, nei secondi a *peggiorarla*. In termini di *valuation effect*, quindi, la posizione esterna netta degli Usa, nella misura in cui le sue attività estere sono denominate in valute diverse dal dollaro, *migliora* a seguito di un deprezzamento del dollaro stesso, come dimostra l’esperienza a partire dal 2001 (cfr., su questo punto, anche R. Fiorentini - G. Montani, *Global imbalances and the transition to a symmetric world monetary system*, op.cit., 10 e la bibliografia ivi citata).

<sup>89</sup> Un parametro rilevante è l’elasticità di sostituzione fra beni prodotti all’interno di un sistema e beni prodotti all’estero: da essa dipende infatti l’entità della variazione dei prezzi relativi necessaria a determinare una variazione nel consumo *relativo* delle due categorie di beni. Cfr. su questo punto H. Faruqee - D. Laxton - D. Muir - P. Pesenti, *Smooth landing or crash? Model-based scenarios of global current account rebalancing* in R. Clarida (a cura di), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Chicago, The University of Chicago Press, 2007, 377-451.