

Editoriale

Paolo Savona

Direttore scientifico di *Economia Italiana*

1. *Secondo l'impostazione data alla Rivista, lo scorso ottobre il Comitato scientifico, nell'ambito del Piano editoriale per il 2009, scelse di affrontare il tema della crisi finanziaria e la sua trasmissione all'economia reale. Allora, la situazione era ancora confusa, ma confidavamo che, nel giro di pochi mesi, si sarebbe chiarita e potessimo rendere conto ai lettori dell'origine e dell'estensione della crisi. A tal fine, sono stati invitati a collaborare studiosi italiani, sia perché riteniamo che la nostra Accademia e (di conseguenza?) il nostro sistema economico sono stati relativamente immuni dalle esuberanze, anch'esse per buona parte irrazionali, delle altre accademie e dei sistemi economici esteri, sia perché uno degli scopi delle due Riviste sorelle – dopo quelli originariamente assegnati alla Review di spiegare l'Italia all'estero e a Economia di spiegare i nodi strutturali del Paese nel nuovo contesto internazionale – è quello di sottrarre la cultura economica al “colonialismo” della cultura estera, causa di non pochi danni per le scelte di politica economica. In materia di moneta internazionale, di innovazioni finanziarie e di vigilanza bancaria la cultura italiana non è seconda a nessuna, ha anzi avuto un ruolo di leader, non solo attraverso le nostre pagine, ma anche di quelle della prestigiosa BNL Quarterly Review, che ha purtroppo cessato la pubblicazione.*

Scorrendo i numeri di questa Rivista pubblicati nell'ultimo decennio si rinvergono decine di articoli sui modi di funzionamento del mercato globale; sul potenziale conflitto tra i due modelli di sviluppo (quello americano trainato dai consumi e quello cinese trainato dalle esportazioni); sull'importanza del fattore demografico; sulle distorsioni nascenti dalla diversità nei regimi di cambio, con conseguente accumulo di riserve ufficiali in dollari e appetiti dell'euro ad affiancarsi al-

la moneta americana (mantenendo però gli stessi difetti di governance del sistema monetario internazionale); sull'esistenza di rischi legati allo sviluppo incontrollato dei contratti derivati, proprio mentre la gran parte della produzione scientifica anglosassone sosteneva il contrario.

Rivendichiamo quindi una nostra leadership interpretativa sulle origini della crisi, estesa con questo numero della Rivista alla valutazione del costo patito dall'economia globale e ai possibili sbocchi della stessa.

Nonostante questo impegno, manca tuttavia un quadro completo della vicenda, dato che la crisi andava maturando ancor prima dell'"intossicazione" di molti titoli messi in circolazione attraverso i mutui subprime americani; essa mostra un itinerario di sviluppo che ha già sollecitato la definizione di una exit strategy a partire dai potenziali effetti della cura fiscale e monetaria alla quale è stata sottoposta.

2. *La crisi aveva già inviato un primo segnale con l'aumento vertiginoso dei prezzi, in parte di origine speculativa, delle materie prime, petrolio in testa e prodotti alimentari, determinando una reazione impropria delle banche centrali, le quali, aumentando i tassi dell'interesse, hanno minato le radici della piramide di carta finanziaria e fatto precipitare la fiducia che la reggeva. Se non ci fosse stato questo innesto di politica monetaria, la virulenta crescita produttiva del settore industriale – soprattutto nel comparto dei beni durevoli come auto, elettrodomestici, hi-fi – avrebbe portato in direzione opposta, ossia alla deflazione, in quanto l'offerta non avrebbe comunque potuto trovare sbocco, mancando un parallelo adattamento della structure d'accueil della stessa nei redditi delle famiglie. Il problema venne affrontato facendo leva sul credito al consumo e sull'accondiscendenza finanziaria verso l'acquisto di abitazioni. La politica del credito facile con epicentro negli Stati Uniti e giunto Cardano nella City di Londra ha trascinata nell'area di una speculazione crescente, creando una dipendenza del sistema economico globale dagli squilibri interni ed esterni. Inneata la paura del collasso economico a seguito delle insolvenze dei crediti subprime, le politiche fiscali e monetarie, per salvare il salvabile, sono state condotte fuori dal loro sentiero naturale di controllo della stabilità nei*

rispettivi settori di competenza: lo sviluppo e la distribuzione del reddito, da un lato, e l'inflazione, dall'altro.

Fa storia a sé, anche sul piano teorico, l'aver combattuto la speculazione e l'inflazione importata attraverso innalzamenti dei tassi dell'interesse ufficiali perché, riflettendosi sui tassi di mercato, hanno aggravato e fatto precipitare la situazione di insolvenza già in atto da tempo sui crediti subprime. Uno dei maestri del monetarismo, Karl Brunner (1918-1989), non certo tenero nei confronti del lassismo monetario, insegnava che il problema degli squilibri è prevenirli, perché, una volta esplosi, occorre molta attenzione nel riassorbirli, in quanto gli interventi possono produrre effetti peggiori di quelli che avrebbero causato lasciando fare al mercato. È esattamente quanto accaduto.

Tutti i sacri principi della politica economica si sono dissolti come neve al sole: il debito pubblico e la creazione monetaria sono diventati membri attivi del "progetto spaziale", ossia anch'essi sono "andati alle stelle". Tutto ciò è accaduto senza che la politica di cooperazione internazionale abbia messo mano alla correzione dei difetti di governance del mercato globale, essendosi limitata a suggerire la creazione di moneta e l'aumento della spesa pubblica in disavanzo e a richiedere la fissazione di limiti al moral hazard e di punizioni per l'attività azzardata o fraudolenta degli intermediari finanziari. Non neghiamo l'esistenza di un problema di buongoverno finanziario come quello affrontato all'interno dei paesi e nei consessi internazionali, ma siamo altresì convinti che esso è un aspetto parziale del problema che, in ultima analisi, non va al cuore della genesi della crisi, ma si ferma alla partenogenesi dei difetti istituzionali e delle scelte politiche fatte. Da questa impostazione l'Accademia italiana è restata fuori, anche se in buona parte silente, in quanto cosciente delle implicazioni.

3. *Se quindi la crisi dell'economia reale era già in nuce al di fuori di quella creata dai crediti subprime e, sulla base delle analisi insistentemente avanzate da questa Rivista, esiste un problema di governance monetaria e valutaria internazionale, che cosa ci dobbiamo aspettare in futuro? Noi riteniamo che, se non viene tracciato un percorso di transizione verso uno standard monetario internazionale, prima o do-*

po lo sbocco sarà la crisi del dollaro. Questa ha radici lontane: sia nel rifiuto della richiesta di Keynes di creare il bancor, sia nella decisione dell'amministrazione Nixon di abbandonare il regime dei cambi concordato nel 1944 senza stabilire nuove regole valutarie del gioco mondiale. Gli accordi di libero scambio raggiunti in ambito WTO non prevedono infatti che i paesi partecipanti abbiano lo stesso regime di cambio: gli Stati Uniti praticano cambi flessibili e la Cina "sporchi", ossia con interventi delle autorità. I paesi in surplus di bilancia estera, Cina in testa, sono in condizione di accumulare ingenti riserve ufficiali che, invece di dirigersi esclusivamente a finanziarie gli squilibri di bilancia dei pagamenti del paese creatore di moneta per usi internazionali – gli Stati Uniti – vengono convertite in parte in euro, creando problemi alle esportazioni europee, e in parte investite nei Fondi sovrani di ricchezza, creando un altro genere di problema geopolitico.

Se dalla crisi si esce ristabilendo le precedenti condizioni di funzionamento del mercato globale, pur con qualche minore eccesso speculativo, ma non si muta la governance valutaria e monetaria, prima o dopo avremmo la crisi del dollaro, con distorsioni nello sviluppo tra paesi e danni per le famiglie, che vedrebbero ulteriormente decurtato il potere di acquisto dei loro risparmi e reso precario il proprio futuro pensionistico. Ciò si sommerebbe agli effetti della rottura del patto intergenerazionale, a causa di un rilevante aumento del debito pubblico, che le generazioni future dovranno rimborsare. A parte questo aspetto di non trascurabile rilievo, qual'è il governo dell'economia globale cui in questa sede si intende fare riferimento?

Esso è egregiamente descritto in Manias, Panics and Crashes (1978), i cui contenuti Charles Kindleberger spiegava ai suoi allievi del MIT fin dai lontani anni sessanta del secolo scorso e che, in estrema sintesi, può essere così descritto: i cicli delle aspettative degli operatori di mercato muovono per eccessi nei momenti di boom, come in quelli di declino. L'offerta di credito da parte delle banche ha una naturale tendenza alla pro-ciclicità: si incrementa quando l'economia va bene e diminuisce quando va male; a sua volta, la domanda degli operatori ha le stesse caratteristiche, venendo trascinata dall'ottimismo nei momenti favorevoli e dal pessimismo in quelli contrari. Questi comporta-

menti inducono le due parti a una sottostima del rischio d'impresa nella fase ascendente e una sovrastima in quella opposta. Le oscillazioni di umore seminano perdite sui crediti nella fase ascendente e le raccolgono in quella discendente, rafforzando la naturale pro-ciclicità dell'offerta bancaria. Lo stesso accade dal lato degli operatori di mercato, che spingono all'insù i prezzi delle attività oggetto di speculazione, normalmente immobili e azioni, facendo leva sul credito, per poi rovesciare altrettanto irrazionalmente la tendenza. I tassi dell'interesse giocano un ruolo importante secondo la loro posizione rispetto ai rendimenti attesi: se sono più bassi, inducono speculazioni; se più elevati, le frenano. L'intero processo prende avvio a seguito di impulsi esogeni, come innovazioni tecnologiche (il ciclo del dot.com, ad esempio), scoperte di giacimenti di nuove materie prime, apertura di nuovi mercati (come quello dell'ex URSS e della Cina), guerre, rivoluzioni, mutamenti di politica monetaria e fiscale. Il segnale che la crisi precipita è sovente legato al fallimento di una banca o di una impresa o alla scoperta di comportamenti disonesti, che comportano gravi perdite. Questo è il modello interpretativo della crisi che qui proponiamo.

4. Alla luce di tale modello si sviluppano dunque i contributi contenuti nel presente fascicolo. Alla crisi è infatti dedicato il consueto "Tema di discussione" della Rivista, che accoglie contributi di esperti su un singolo tema, visto però da angolature differenti. Nel primo scritto qui pubblicato, Michele Fratianni e Francesco Marchionne collocano la crisi nel quadro di una solida ipotesi interpretativa, quella del credit boom and bust e, alla luce di tale ipotesi, illustrano il ruolo delle banche nella crisi dei subprime. Secondo gli autori, la fragilità del sistema risulta da una serie di fattori specifici di questa crisi: trasferimento degli attivi dal bilancio delle banche al mercato; creazione di attività finanziarie complesse e opache; incapacità delle agenzie di rating nel valutare correttamente il rischio di tali attività e l'utilizzo del principio contabile del fair value. Nello scritto successivo, Franco Fornasari si sofferma, con particolare dovizia di dati, sugli effetti della crisi finanziaria e sulle tendenze da cui può dipendere la capacità del settore finanziario di recuperare piena funzionalità e rompere, così, la cosiddetta

“spirale viziosa” fra settore finanziario e reale, che sta spingendo l’economia verso una recessione prolungata. Il dilemma, efficacemente posto dall’autore, riguarda come e quanto regolare le attività non bancarie e i mercati più importanti dei derivati e degli strumenti di cartolarizzazione. Sui temi della regolamentazione si sofferma il terzo scritto, firmato da Carmine Lamanda: secondo l’autore, la finanza globalizzata richiede una governance globale, tale che alle singole burocrazie nazionali viene chiesto di rinunciare a “pezzi di sovranità” per raggiungere il coordinamento. Ed è significativo che l’esempio di regolamentazione bancaria virtuosa qui offerto come modello sia quello italiano, a conferma del “primato” del nostro Paese in materia di vigilanza bancaria, da noi citato in apertura.

Nella consueta rubrica “Studi e ricerche”, poi, il lettore troverà ulteriori, interessanti spunti di riflessione, che vanno bene a intrecciarsi con la crisi e le sue conseguenze per l’Italia: Mario Sarcinelli, Paolo Casadio e Antonio Paradiso presentano la prima parte della loro ricerca su “Politica economica: quale aiuto allo sviluppo in Italia?” (la seconda parte sarà pubblicata nel prossimo fascicolo della Rivista), mentre Giuseppe Guarino offre una meditata riflessione su “Diritto ed economia. L’Italia, l’Europa e il mondo”, collocata nello scenario dell’economia globale. Completano il fascicolo le consuete “Rassegna dei provvedimenti economici e finanziari (a cura di B. Costi) e la “Rassegna della letteratura economica” (a cura di A.M. Fusco).

5. *Alcune osservazioni e raccomandazioni conclusive. In Italia è in corso il tentativo di dare la colpa di quanto accaduto alle banche, senza tenere conto che le imprese hanno eguali responsabilità nel reciproco tentativo di evitare il maggiore rischio; come pure le ha la politica, non tanto quella interna, che ha i suoi peculiari problemi, quanto quella internazionale, per aver assecondato indirizzi, in Europa come nei consessi internazionali, che dovevano essere contrastati, almeno nelle diagnosi che venivano avanzate. Nella “sbronza da squilibri” dello sviluppo globale è comprensibile il rifiuto di frenare la crescita, ma il costo pagato per l’inazione è stato ed è troppo elevato. Questa Rivista e alcuni economisti avevano avvertito dell’esistenza di questo pericolo.*

Se questa è la diagnosi, quale dovrebbe essere la terapia?

Anzitutto, si devono rimuovere almeno i principali difetti di governance globale decidendo di:

- 1 - eliminare la possibilità di partecipare agli scambi globali con diversi regimi di cambio;*
- 2 - sostituire gradualmente il dollaro con Special Drawing Rights (SDR) "riformati" nella funzione di standard monetario internazionale;*
- 3 - regolare l'uso delle riserve ufficiali per impedire che la loro gestione determini, come accaduto per l'euro, parità di cambio sganciate dai fondamentali delle economie sottostanti;*
- 4 - sottoporre tutte le passività finanziarie indistintamente alla stessa regolamentazione, partendo dai capital ratio necessari, al fine di evitare la trasmigrazione dell'attività di mercato verso i settori meno o affatto regolamentati;*
- 5 - indicare chiaramente ai risparmiatori quali siano le attività monetarie e finanziarie e gli importi coperti da garanzia pubblica, lasciando interamente loro la responsabilità di valutazione del rischio corso, se scelgono altre attività.*

Infine, per prevenire le crisi, la politica monetaria deve operare in modo tale da fissare tassi dell'interesse ufficiali pari o superiori ai rendimenti attesi per evitare gli eccessi e, in caso di crisi, affrontare la preciclicità evidenziata senza intervenire direttamente a sostegno di banche e imprese, ma attraverso la concessione di garanzie, che riconducano il rischio individualmente corso alle sue dimensioni naturali.

Quello indicato è solo uno schema di riferimento, che si prefigge di aprire un dibattito nell'ambito della professione sulla sua verifica ed eventuale attuazione. Se non lo si fa, la ripresa ritornerà sul sentiero che ha generato la crisi. E, questa volta, sarà difficile uscirne senza effetti dirompenti per gli assetti geopolitici e geoeconomici del mondo.

