

Questa collana di contributi ha l'obiettivo di rendere pubblici gli atti degli interventi che, nelle intenzioni, verranno proposti ogni anno nella giornata di studi intitolata alla memoria di Mario Arcelli.

Le lezioni si tengono annualmente a Piacenza, presso il CeSPEM Mario Arcelli, centro studi dell'Università Cattolica – sede di Piacenza – e presso la Biblioteca Comunale "Passerini-Landi".

Lo scopo di questa iniziativa è quello di ricordare la figura di Mario Arcelli, economista di lontane origini piacentine, con una testimonianza di approfondimento scientifico che consenta di valorizzare al meglio la raccolta di volumi economici da lui lasciata alla città di Piacenza e depositata presso la Biblioteca Comunale "Passerini-Landi", e di rendere possibile una maggiore divulgazione degli studi che verranno presentati annualmente.

La quinta lezione Mario Arcelli si è tenuta il 6 marzo 2009 presso la sede di Piacenza dell'Università Cattolica.

€ 7,00

ISBN 978-88-498-2530-5



9 788849 825305

Rubbettino

Atti della quinta "Lezione Mario Arcelli"

a cura di Marco Mazzoli
e Federico Arcelli

Rubbettino

Marco Mazzoli - Federico Arcelli (a cura di) / Atti della quinta "Lezione Mario Arcelli"

LEZIONI MARIO ARCELLI

Lezioni Mario Arcelli

V

Rubbettino

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria

Rubbettino

Atti della quinta
“Lezione Mario Arcelli”

Politiche finanziarie
e sociali contro la crisi

a cura di
Marco Mazzoli e Federico Arcelli

Piacenza - 6 marzo 2009
Università Cattolica del S. Cuore



Rubbettino
2009

Comitato Scientifico delle Lezioni “Mario Arcelli”

Prof. Maurizio Baussola

(Università Cattolica del S. Cuore, Coordinatore del Dottorato di Ricerca in Modelli Quantitativi per la Politica Economica)

Prof. Luigi Campiglio

(Pro-Rettore dell'Università Cattolica del S. Cuore)

Prof. Enrico Ciciotti

(Università Cattolica del S. Cuore - Sede di Piacenza)

Prof. Ignazio Angeloni

Prof. Marco Mazzoli

(Università Cattolica del S. Cuore, docente di Economia Monetaria presso la Facoltà di Economia di Piacenza e coordinatore tecnico del “Comitato di Indirizzo delle “Lezioni Mario Arcelli”)

Dott. Stefano Pronti

(Direttore della Biblioteca Passerini Landi)

Prof. Giacomo Vaciago

(Università Cattolica del S. Cuore)

Dott. Angelo Federico Arcelli

Dott. Francesco Arcelli

Dott. Marco Arcelli Fontana

Prof.ssa Francesca Arcelli Fontana

(Università di Milano Bicocca)

Comitato Direttivo

Maurizio Baussola

Marco Mazzoli

Massimo Baucia

Francesca Arcelli Fontana

Angelo Federico Arcelli

Libero Ranelli

La sintesi degli interventi di Ignazio Angeloni, Tito Boeri e Luigi Campiglio è stata effettuata con la collaborazione di Riccardo Grazioli, Massimo Cascone, Irene Dima e Marco Andriola.

CeSPEM Mario Arcelli

Centro Studi di Politica economica e Monetaria

Università Cattolica – Sede di Piacenza

Via Emilia Parmense, 84 – 29100 - www.marioarcelli.org

© 2009 - Rubbettino Editore

88049 Soveria Mannelli (Catanzaro) - Viale Rosario Rubbettino, 10 - Tel. (0968) 6664201

www.rubbettino.it

Indice

<i>Nota introduttiva</i>	p. 7
Radici logiche e implicazioni pratiche dei modi di funzionamento del sistema monetario internazionale (di Paolo Savona)	9
Origini e sviluppi della crisi (di Ignazio Angeloni)	27
Dall'euforia al panico: è solo una crisi di fiducia? (di Giacomo Vaciago)	35
Senza paracadute (di Tito Boeri)	43
Globalità della crisi economica (di Luigi Campiglio)	51
Alcune conclusioni (di Marco Mazzoli)	55

Rubbettino

Nota introduttiva

Anche quest'anno continuiamo la collana di atti che raccoglie i contributi proposti nel corso della "Lezione Mario Arcelli", organizzata dal CeSPEM Mario Arcelli, centro studi dell'Università Cattolica.

La V Lezione Mario Arcelli si è tenuta il 6 marzo 2009 presso la sede di Piacenza dell'Università Cattolica. A rappresentare il comune, nel saluto istituzionale all'inizio dei lavori, sono intervenuti il Sindaco di Piacenza, ing. Roberto Reggi e l'Assessore alla Cultura del Comune di Piacenza, dott. Paolo Dosi, mentre a rappresentare l'Università è stato il Pro-Rettore, prof. Luigi Campiglio.

La Lezione di quest'anno, intitolata "Radici Logiche e Implicazioni Pratiche dei Modi di Finanziamento del Sistema Monetario Internazionale" è stata tenuta dal prof. Paolo Savona, già ministro dell'Industria nel Governo Ciampi (1992-93), e, attualmente, presidente della Banca di Roma e direttore della rivista «Economia Italiana» che Mario Arcelli aveva curato per oltre vent'anni.

L'intervento del prof. Savona è stato seguito da un dibattito, moderato dal prof. Marco Mazzoli, Direttore del CeSPEM, sulle "Politiche economiche contro la crisi", a cui hanno partecipato il prof. Ignazio Angeloni, già dirigente generale del Dipartimento del Tesoro e attualmente consigliere dell'Executive Board della Banca Centrale Europea, il prof. Maurizio Baussola, Preside della Facoltà di Economia della Sede di Piacenza dell'Università Cattolica, il prof. Tito Boeri, dell'Università Bocconi, il prof. Luigi Campiglio, pro-rettore dell'Università Cattolica e il prof. Giacomo Vaciago, fondatore della sede di economia di Piacenza dell'Università Cattolica.

La lezione di quest'anno è capitata in un momento partico-

lare dell'economia mondiale e i temi oggetto di discussione sono stati, quindi, di particolare interesse e attualità.

Piacenza, 6 marzo 2009

I curatori

Rubbettino

Radici logiche e implicazioni pratiche dei modi di funzionamento del sistema monetario internazionale

di Paolo Savona*

1. *Scopo del lavoro*

Mario Arcelli è uno dei pochi colleghi che aveva intuito l'importanza dello sviluppo del mercato dei derivati e aveva aggiunto nella 7^a edizione del suo testo di *Economia e Politica monetaria* un capitolo dedicato al tema delle “innovazioni finanziarie” [Arcelli 2000]. Avevo discusso con lui i risultati preliminari della mia ricerca, pubblicata anni dopo per i tempi lunghi delle pubblicazioni internazionali [Savona-Maccario 1999], sulle relazioni tra derivati e tassi dell'interesse condotta sotto l'egida dell'Associazione Guido Carli. Questa ricerca mi indusse a sostenere che i derivati usati per fini diversi da quelli di un trattamento razionale del rischio avevano natura di domanda monetaria di tipo speculativo e dovevano perciò essere presi in considerazione in tutto o in parte (la qualcosa è ancora da stabilire) negli aggregati monetari usati per le scelte di politica monetaria. Questa tesi non ha fatto breccia presso la cultura monetaria dominante, né la mia proposta di istituzionalizzare la ricerca in ambito Luiss è stata accolta (anche, e forse soprattutto, per la prematura scomparsa di Mario Arcelli). Oggi ci troviamo alle prese con la conferma che le banche centrali devono servire la domanda di liquidità latente nei derivati per im-

* Professore ordinario di Politica economica e docente di Geopolitica economica.

pedire una crisi di proporzioni pari a quella del 1929-33, anche se con caratteristiche diverse.

Il 28 ottobre 2008, nel corso di una conferenza tenuta nella Villa Volkonsky in Roma, Mervyn King, Governatore della Bank of England e illustre professore di economia, ha dichiarato che negli ultimi tre mesi aveva finanziato le banche inglesi più di quanto la Banca non avesse fatto nei 340 (sì, trecentoquaranta!) anni precedenti. È l'ennesima conferma, di cui non avevamo certo necessità, del "paradosso di Keynes", secondo cui sul mercato vi sono momenti nei quali tutti si sentono liquidi, ma il sistema non lo è, ed è questo il momento più pericoloso per la politica monetaria. Allo stesso tempo mi sovviene il ricordo di un insegnamento impartito da Karl Brunner: il problema è non avere squilibri monetari ma, quando essi si manifestano, è ancora più difficile risolvere quello di un loro rientro.

L'origine di quanto sta succedendo è lontana nel tempo e ha radici profonde nella mancata comprensione dei fondamenti logici, oltre che pratici, su cui si basa il funzionamento dell'attuale sistema monetario internazionale. Scopo di questa mia comunicazione è mettere in evidenza questo aspetto irrisolto del problema monetario, che considero sottostante alla crisi in corso e la cui persistente ignoranza rende deboli i contenuti della richiesta di procedere verso una "nuova Bretton Woods". Un loro rafforzamento passa inevitabilmente dalla soluzione del problema monetario internazionale.

2. Ciò che conosciamo sulla moneta per usi internazionali e sulle conseguenze del suo mancato controllo

Quasi tutto ciò che è accaduto ha origine nel prevalere del regime monetario internazionale del tipo *exchange standard*, conseguente alla declaratoria di non convertibilità del dollaro in oro decisa nel 1971 dall'amministrazione Nixon, e alla possibilità concessa dagli accordi raggiunti in ambito WTO di scegliere liberamente il regime di cambio.

Quando si decise di passare dal *gold standard* al *gold-exchange standard*, inizialmente centrato sulla sterlina inglese, non

era possibile fare altrimenti, perché, da un lato, il ritmo di crescita degli scambi induceva un aumento della domanda di moneta per usi internazionali superiore all'offerta di oro e, da un altro, la quantità di oro in mano al Regno Unito non consentiva la convertibilità della sterlina, problema insito nel regime stesso in quanto richiede che il Paese creatore della moneta di riserva presenti un passivo strutturale nei conti con l'estero.

Il tentativo antecedente di affiancare l'argento all'oro (il bimetallismo) non si era mostrato sostenibile per le stesse ragioni di diversità dei tassi di crescita delle due offerte che componevano il rapporto di cambio.

Per il rifiuto di dare vita a una moneta fiduciaria internazionale (il *bancor* di Keynes *as good as gold*), l'accordo di Bretton Woods nacque minato al suo interno, perché la creazione di dollari, dopo un breve periodo di *shortage*, procedette in misura nettamente superiore alla crescita delle quantità di oro valutato a prezzi fissi e gli Stati Uniti non erano in condizione di ampliare le loro riserve auree. Questa condizione è ricordata in letteratura come "paradosso di Triffin" e condusse alla fine del regime degli scambi internazionali deciso a Bretton Woods, nonostante che l'accordo del 1944 avesse contribuito grandemente allo sviluppo dell'economia occidentale e al mantenimento dei sistemi di libertà economica e politica nell'area occidentale.

La Scuola di Chicago, con il suo misto di ideologia liberista e di ricerca empirica, fornì la filosofia per il cambiamento del regime valutario dai cambi fissi a quelli flessibili e, quindi, dal dollaro accettato per accordo internazionale a quello tenuto per libera scelta (la *fiat money*), al quale ha fatto seguito la liberalizzazione dei movimenti finanziari e monetari, i quali erano invece in tutto o in parte regolati nel regime di Bretton Woods. Le aspettative di questa scuola di pensiero erano che i cambi flessibili avrebbero consentito un aggiustamento degli squilibri di bilancia e la protezione di un Paese dai comportamenti inflazionistici degli altri. Queste attese si sono mostrate errate: i *deficit* della bilancia estera statunitense si sono moltiplicati (tre volte tanto, solo negli anni 2000) e il Paese non è stato protetto dall'inflazione esterna, generata in una qualche misura dalla creazione stessa di dollari in eccesso (almeno secondo la Scuola mo-

netarista). L'elasticità dell'*eximport* alle variazioni dei cambi si è mostrata modesta, mentre quella rispetto alle domande interne elevata, consentendo il perpetuarsi degli squilibri di bilancia estera. La liberalizzazione dei movimenti di capitali finanziari e di moneta ha reso virtuoso il circolo vizioso dei saldi passivi e attivi delle bilance estere. Gli scambi monetari e finanziari mondiali sono stati presentati come fattori che avrebbero migliorato il funzionamento dei mercati, ma l'ideologia liberista ha impresso a essi una deriva anarchica che ha creato problemi più di quanto non ne abbia risolti, almeno secondo le attese dei proponenti. Le crisi si sono pertanto presentate in tempi sempre più ravvicinati [Fratianni 2008].

È corretto sottolineare che la Scuola di Chicago aveva chiaramente indicato che la produzione di moneta dovesse essere sottoposta a vincoli quantitativi, preferibilmente decisi al di fuori della discrezione delle autorità (la *golden rule* della creazione monetaria), ma ha trascurato di suggerire con pari chiarezza che la produzione di strumenti finanziari doveva essere sottoposta a regole altrettanto stringenti per impedirne gli eccessi e mantenerla al servizio dell'economia reale.

A prescindere dalle posizioni di Scuola, gli economisti e gli enti di vigilanza finanziaria erano tenuti a sapere che, fatta una regola, il mercato avrebbe trovato prima o dopo il modo di aggirarla. Se nel mercato esistono settori a diversa regolazione, il primo passo di questo aggiramento è lo spostamento verso quelli che sono meno regolati, fino a concentrare l'attività in quelli che non lo sono. Nella più recente esperienza l'attività di mercato si è mossa dal settore bancario, abbastanza regolato, verso quello finanziario, sottoposto a una vigilanza più blanda, ed è approdata a quello delle "innovazioni finanziarie", come i derivati OTC (*Over The Counter*), operanti al di fuori di ogni regolamentazione. Non a caso sono questi i contratti maggiormente diffusi.

La crisi nascente dal mancato rimborso dei crediti *subprime* ha certamente origine nel *moral hazard* degli operatori del settore, ma si è potuta realizzare perché le autorità monetarie e di controllo finanziario non hanno ben regolato i mercati di loro competenza, poggiando in parte sull'attesa errata che essi aves-

sero capacità di autoregolamentazione e che le società di *rating* avrebbero svolto un ruolo di integrazione, fino alla supplenza, dei compiti che avrebbero dovuto svolgere le autorità di vigilanza. La leva finanziaria si è espansa a dismisura e, con essa, si è persa la vera percezione del rischio che si andava accumulando. Questo è uno dei maggiori *flop* culturali della gran parte degli economisti, delle istituzioni pubbliche e degli operatori di mercato.

Tutte queste cose, escluso per ovvi motivi temporali lo sbocco finale della crisi, sono esaurientemente spiegati nel testo già citato di Mario Arcelli. Il problema resta quindi quello di capire in che cosa consiste il meccanismo di moltiplicazione dei mezzi monetari e finanziari a livello globale, principalmente nelle interazioni intercorrenti tra tassi dell'interesse, regimi di cambio, domanda di moneta speculativa, accumulo di riserve ufficiali, squilibri di bilancia estera e rischi di sistema.

3. *La mia diagnosi del problema monetario internazionale*

Rientrato dal MIT di Cambridge (USA) Paolo Baffi, direttore generale della Banca d'Italia e profondo studioso di politica monetaria, sapendo che avevo avuto come *tutor* il prof. Charles Kindleberger, mi chiese di dargli un parere sull'ipotesi da lui avanzata su *The Economist*, in collaborazione con Despres e Salant, che la creazione internazionale di dollari nascesse da una diversità di propensione alla liquidità tra Stati Uniti e resto del mondo [Kindleberger-Despres-Salant 1966]. La loro tesi era che gli Stati Uniti fornissero al resto del mondo un servizio indispensabile per migliorare l'uso del risparmio globale, argomento ripetuto anche di recente dal *Chairman* della Fed Ben Bernanke (che però non ha ricordato chi l'aveva avanzata per prima). Bernanke si è spinto fino a sostenere che la scelta degli investitori esteri di tenere dollari negli Stati Uniti era legata alla "profondità, liquidità e salvaguardia legale garantite dai suoi mercati finanziari" [Bernanke 2007], un'affermazione che a rileggerla dopo quanto accaduto solleva in me un qualche turbamento. Questa interpretazione dei modi di funzionamento del

sistema monetario internazionale implica che il meccanismo di creazione basato sul dollaro sia l'assetto istituzionale migliore per realizzare questa ottimizzazione, mentre è il problema da affrontare.

La tesi non mi convinse e preparai una risposta per Baffi che aveva più gli aspetti di un vero e proprio saggio scientifico che di un normale appunto del Servizio Studi della Banca d'Italia. Egli rimase sorpreso dell'ampiezza della problematica che avevo sollevato e mi incoraggiò a continuare nella ricerca.

Nel gennaio 1970 arrivò in Banca d'Italia Michele Fratianni, inviato da Karl Brunner per studiare l'applicazione all'analisi monetaria italiana del concetto di base monetaria. Come noto, Antonio Fazio, allora responsabile dell'Ufficio mercato monetario, aveva già applicato questo concetto alle nostre statistiche e Fratianni fu costretto a dedicarsi ai dettagli della definizione proposta da Fazio, soffermandosi in particolare sulla natura monetaria di base dei depositi postali. Gli parlai della mia ricerca e gli posi il problema se il concetto di base monetaria fosse utilizzabile anche per studiare il contesto internazionale ed egli concordò con me su questa possibilità.

Nei primi mesi del 1971 presentammo i risultati della nostra indagine all'interno del Servizio Studi e fummo accolti con qualche scetticismo, ma Guido Carli fu rapido a coglierne il significato e su essa basò la celebre lezione da lui tenuta alla Mostra d'Oltremare a Napoli nel marzo 1971, intitolata *Eurodollari: una piramide di carta?* [Carli 1971]. Questo lavoro fu considerato, anche internazionalmente, la più chiara percezione della crisi che si sarebbe abbattuta sul dollaro da lì a pochi mesi. La nostra interpretazione di come funziona il meccanismo di moltiplicazione dei mezzi monetari internazionali fu inizialmente espressa in un commento a un articolo di Fritz Machlup [Machlup 1970] che era però intervenuto su un solo aspetto della polemica tra Milton Friedman e Fred Klopstock, quello del possibile contenuto inflazionistico della creazione di eurodollari [Klopstock 1970]. Nel nostro articolo precisammo che a monte della disputa stava la capacità moltiplicativa del mercato degli eurodollari [Fratianni-Savona 1971], che andava perciò controllato. Su questa tesi raccogliemmo il consenso prima di Ma-

chlup e poi di Friedman. L'intera nostra ricerca fu pubblicata nel 1972 per i tipi del Mulino, sotto il titolo *La liquidità internazionale – Proposta per la ridefinizione del problema* [Fratianne-Savona 1972a], e presentammo un modello più completo nel corso di un Seminario voluto da Carli, i cui atti sono stati raccolti in un Quaderno dell'Ente Einaudi [Fratianne-Savona 1972b].

Quel lavoro diede avvio a un dibattito internazionale nel quale intervennero i principali studiosi di questa materia e raccolse anche gli elogi del *New York Times*. L'interpretazione fu però respinta dai centri ufficiali perché implicava il controllo della creazione internazionale di dollari e di eurodollari, soluzione che non era da essi gradita. L'avversione all'introduzione di regole in materia si può considerare un primo sintomo di quella "deriva anarchica" che avrebbe portato all'attuale crisi. Scesero in campo la Fed di New York con il capo del suo Servizio Studi, il già ricordato Klopstock, e la BRI di Basilea, con Rainer Masera [Masera 1972]. Ci fu anche uno spiacevole "incidente culturale": il prof. Machlup accettò la versione inglese della nostra ricerca per gli *Yale International Essays*, allora la più prestigiosa raccolta di saggi in materia unitamente alla *BNL Quarterly Review*. Tuttavia, Peter Kenen, che succedette a Machlup nella direzione scientifica della Collana, annullò la decisione. Non potendola respingere sul piano pratico, la tesi della moltiplicazione venne insabbiata dichiarando che sull'eurodollaro avveniva una semplice duplicazione, come se duplicare non fosse la forma più evidente dell'esistenza di una moltiplicazione! I nostri calcoli la stimavano pari a circa 9 volte quella che definimmo IMB, *International Monetary Base*, avvertendo che la serie statistica era troppo breve per poter considerare asseverata empiricamente una tesi che poteva vantare comunque una sua fondatezza logica. Le autorità monetarie riconobbero comunque che esisteva un problema monetario internazionale e crearono presso la BRI uno *Standing Committee on Eurodollars* del quale feci parte con Francesco Masera, Consigliere economico della Banca d'Italia; questo consesso, tuttavia, fece ben pochi progressi in direzione del controllo dell'eurodollaro. Anzi, secondo un ben noto principio politico che, se non vuoi una so-

luzione, devi creare un comitato, fu un modo per rallentare decisioni unilaterali dei paesi più sensibili al problema.

Quando nell'agosto 1971 si registrò il collasso del dollaro, il rapporto tra domanda per i bisogni degli scambi e quella mossa da fini speculativi fu di 20 volte. La Banca d'Italia decise di insistere sulla tesi Fratianni-Savona e mi affidò la cura di un capitolo della *Relazione annuale* nel quale fornivo una valutazione degli andamenti di IMB e dei prodotti della sua moltiplicazione. Con essa era possibile prevedere le tendenze (sia chiaro, non la dimensione!) inflazionistiche globali e le reazioni dell'offerta di moneta, dei tassi dell'interesse e dei cambi agli sviluppi della bilancia valutaria americana. Il capitolo fu pubblicato finché non lasciai la Banca d'Italia nel 1976 a seguito della vincita del concorso a cattedra (che, sia detto per l'occasione, ebbe il prezioso sostegno di Arcelli, oltre che di Paolo Sylos Labini e Nino Andreatta). Poiché accettai l'offerta di una cattedra all'Università Pro Deo, poi divenuta Luiss, si spese un centro di analisi e di diffusione di questa interpretazione del funzionamento del sistema monetario internazionale, senza che se ne accendesse un altro per una sottovalutazione sul piano teorico e pratico dell'importanza del problema da parte dei colleghi e del Consiglio di gestione dell'Università. Carli, tuttavia, mi incoraggiò a continuare la ricerca, insistendo sulla necessità di farlo soprattutto dopo aver firmato il Trattato di Maastricht.

A questo punto dell'esposizione desidero sottolineare, senza farne oggetto di specifica analisi che affido agli storici dell'economia, che l'Europa aveva inventato un meccanismo di mercato per generare una "sua" moneta, l'eurodollaro, la quale avrebbe ingabbiato il dollaro con successo maggiore di quanto non abbia fatto l'euro che, per giunta, alimenta le speranze di sostituirsi a esso perpetuando le conseguenze negative di un uso duale delle monete nazionali [Savona 2009b]. Né vale ribattere che in tal modo si sarebbe "dollarizzato" l'euro, richiamando alla mente i fantasmi del crollo della moneta argentina, sia perché la bilancia dei pagamenti con l'estero dell'Unione Europea è in sostanziale equilibrio strutturale e la sua economia non presenta i difetti di quella argentina; sia perché avrebbe potuto condizionare l'offerta di dollari per uso internazionale, la qualcosa

non può fare con l'euro, come tale e per le regole alle quali è stato sottoposto. L'euro può solo essere un vaso di coccio tra vasi di ferro, subendo le vicende delle politiche monetarie degli Stati Uniti e della Cina. Il problema non fu capito e, purtroppo, ancora oggi non lo è, come testimoniano i lavori per una "nuova" Bretton Woods.

4. *Il problema è sempre lo stesso: non si è capito o non si vuole capire come funziona il sistema monetario internazionale*

Non posso negare che sono mosso da un certo orgoglio nel ricordare il mio contributo intellettuale e pratico in materia monetaria internazionale; ma lo scopo principale del mio ricordo è quella di ribadire che la mancata comprensione del problema e, ancor peggio, la difesa miope degli interessi di parte che esso cela, sono alla base del ripetersi delle crisi e delle errate basi istituzionali su cui poggiano gli scambi globali. Di questo mio duplice obiettivo Cristoforo Colombo direbbe che ho voluto "buscar el levante per el ponente".

Una moneta nazionale "scritturale" non potrà mai assolvere alla duplice funzione di governare il mercato interno e quello globale. Dal punto di vista puramente metodologico non si può assegnare a uno stesso strumento il raggiungimento di due obiettivi. Si finisce con il privilegiare uno dei due o il non raggiungerli entrambi. Noi viviamo permanentemente in questo *habitat* monetario internazionale, che pende più verso il servizio degli interessi americani, ma non è capace di raggiungere nessuno dei due obiettivi.

Non è bastata l'esperienza della sterlina inglese, si è voluto sperimentare ancora un sistema basato sul dollaro statunitense e oggi aumentano gli appetiti che accompagnano i "sogni di gloria" internazionali per l'euro.

Partiamo dall'esame di quest'ultima ambizione per risalire a principi generali. Vi è un punto che Paolo Baffi espresse chiaramente in contrasto con l'ipotesi di Kindleberger e soci, nonché di Bernanke: come già si è detto, per essere moneta di riserva internazionale occorre che i paesi che creano la base monetaria ne-

cessaria agli scambi siano disposti a tenere la loro bilancia valutaria in passivo a ritmi compatibili con le necessità del resto del mondo. Se non lo fanno, correggendo l'offerta in difetto o quella in eccesso, gettano le radici di una periodica crisi. Siamo noi europei disposti a ciò nel governo dell'euro, ossia sottoporlo al vincolo dei bisogni internazionali?

Gli Stati Uniti hanno risposto chiaramente al quesito, sostenendo che il dollaro è la loro moneta, ma un nostro problema. Ossia che loro perseguono obiettivi nazionali. Se non siamo soddisfatti dei dollari che essi immettono nel circuito internazionale, ci incoraggiano a spenderli o a investirli da loro. Poiché la concentrazione di riserve ufficiali in dollari è in mano a paesi che, per una ragione o per l'altra, non possono, né intendono spendere, l'invito degli americani non è accoglibile, né la loro politica accettabile. Alcuni paesi risparmiano in valuta per adempiere a un patto intergenerazionale (come fanno la Norvegia e il Canada con i loro fondi pensione), altri perché non si sa che cosa potrebbero comprare più di quanto già non comprano (come i piccoli paesi produttori di petrolio e le famiglie "reali" mediorientali); e altri infine perché perseguono una strategia geopolitica di accumulo di ricchezza a fini di riequilibrio di potenza (come la Cina e la Russia). Considerando almeno quest'ultimo motivo, gli Stati Uniti dovrebbero concludere che il dollaro è anche un loro problema. Sbagliano o sono lungimiranti?

Ma c'è qualcosa di più grave nel meccanismo di *exchange standard*: i paesi creatori di moneta destinata a impinguare le riserve ufficiali del resto del mondo perdono la sovranità monetaria e, in particolare, il controllo del valore esterno della loro moneta; quest'ultimo non è affidato al mercato, come essi sostengono, ma alla politica dei detentori di riserve. È ciò che è accaduto agli Stati Uniti, dato che la Cina è in condizioni di variare l'offerta e la domanda di dollari a suo piacimento, esercitando la "loro" sovranità monetaria. A sua volta l'Unione Europea dovrebbe avere coscienza delle implicazioni nascenti dalla gestione delle riserve in dollari quando i paesi detentori decidono di convertirle in euro, inducendo variazioni del cambio indipendenti dai fondamentali dell'economia dell'euroarea.

L'UE dovrebbe reagire chiedendo di riformare il sistema monetario internazionale e la BCE "servendo" queste conversioni fuori mercato. Da due anni, in occasione degli Workshop Ambrosetti, suggerisco questa necessità al Presidente Trichet ed egli non mi risponde, facendomi sapere, tramite colleghi, che non capisce la mia richiesta. Viene il sospetto che noi europei – o meglio cittadini dell'euroarea – siamo in mano a persone che non percepiscono la gravità del problema. Respingo però subito questa ipotesi, in quanto comprendo che, se Trichet ammettesse di interessarsi del cambio dell'euro, cadrebbe la posizione ufficiale della BCE che il cambio è materia dei Governi ai sensi del Trattato di Maastricht. Ma, allo stesso tempo, se non tenesse conto delle conversioni di dollari in euro nel fissare la quantità di moneta o i tassi dell'interesse ufficiali praticerebbe una politica monetaria molto carente.

Salvo gli speculatori in cambi, non si vede chi abbia interesse a mantenere lo *status quo* monetario internazionale. Eppure esso è universalmente accettato. Si poteva comprendere questa scelta da parte dell'area occidentale quando la divisione del mondo in due blocchi rendeva conveniente accettare anche la *leadership* monetaria statunitense per la protezione militare e la spinta allo sviluppo garantite dagli Stati Uniti. Dopo la caduta del Muro di Berlino e l'avvio dell'integrazione economica globale, con il conseguente affiancamento delle economie emergenti al motore di sviluppo americano [Savona-Viviani 2005], si hanno solo controindicazioni al mantenimento di una funzione duale per il dollaro americano e, ancor più, per l'euro o per qualsiasi altra moneta nazionale che abbia le stesse ambizioni.

5. *Uno schema formale elementare di funzionamento dell'attuale sistema degli scambi internazionali*

Il meccanismo attuale di funzionamento del sistema degli scambi globali presenta la seguente conformazione sequenziale di tipo elementare, che può essere tramutata facilmente in un modello matematico.

L'avvio del meccanismo si ha nel sostegno della domanda interna americana, nella libera scelta del rapporto di cambio e nel *moral hazard* degli operatori del mercato finanziario;



queste componenti concorrono a determinare disavanzi della bilancia estera americana, accumuli di riserve ufficiali in dollari e leva finanziaria crescente e sproporzionata rispetto all'attività reale.



Prima conseguenza: i dollari a riserva vengono convertiti in euro, questa moneta si apprezza e scoraggia le esportazioni dell'euroarea, abbassando il saggio di sviluppo reale



(in ambito europeo comunitario, il Regno Unito si distingue perché ha il potere di fissare i tassi dell'interesse indipendentemente da quelli dell'euroarea e di lasciar fluttuare il cambio della sterlina anche verso l'euro in funzione delle sue necessità di bilancia estera).



Seconda conseguenza: parte delle riserve ufficiali viene ceduta ai Fondi sovrani di ricchezza,



che le investono anche in aree esterne al dollaro, con perdita di peso geoeconomico degli Stati Uniti e conseguenti difficoltà di finanziamento dei loro *deficit*;



il dollaro si indebolisce e lo yuan-renmimbi subisce pressioni rivalutative,



che vengono assorbite con un maggiore accumulo di dollari e/o accentuando apprezzamenti della moneta cinese.



Nel primo caso si ripete il ciclo sopra descritto fino alla crisi del dollaro e a nuove turbolenze negli scambi globali.



Nel secondo caso si abbassa il saggio di sviluppo reale della Cina a causa della caduta delle sue esportazioni, con probabili turbolenze sociali interne e instabilità globale.

La conclusione alla quale si perviene è che il problema nasce economico, ma finisce geopolitico.

Il meccanismo descritto muove quindi dalla politica economica americana volta a sostenere il saggio di crescita interno a prescindere dai *deficit* che essa crea nella bilancia estera dei pa-

gamenti, resi possibili dagli accordi WTO di libero scambio. Questi permettono la scelta *à la carte* del regime dei cambi, consentendo l'accumulo di riserve in dollari. Su queste condizioni di base si sono innestati comportamenti di *moral hazard* permessi dalle autorità per un'errata concezione del liberismo come sistema anarchico o quasi.

Gli operatori sul mercato finanziario sono stati lasciati liberi di moltiplicare la leva finanziaria al di là dei bisogni dell'economia reale come se si potesse attuare una partenogenesi della ricchezza. Le "bolle speculative" si sono moltiplicate – prima quella informatica, poi quella dell'edilizia – e le autorità si sono limitate a denunciare l'esistenza di una "esuberanza irrazionale", ma non hanno frenato il collocamento dei titoli "tossici" presso i piccoli investitori internazionali. Oggi le stesse autorità se la prendono con coloro che hanno praticato l'"azzardo morale", un eufemismo per definire atti criminali di tipo finanziario. Come se non bastasse, all'annuncio che le regole saranno più rigide, ne seguono altri che prevedono un astronomico aumento dei disavanzi pubblici e una creazione monetaria di base di proporzioni inaudite. Al crescere dei rischi di deprezzamento del dollaro o a causa dei minori tassi dell'interesse da esso offerti, i detentori di riserve sono indotti a diversificarle per proteggere il loro potere di acquisto e migliorarne i rendimenti; acquistano pertanto altre valute, principalmente l'euro, inducendo così rivalutazioni che scoraggiano le esportazioni. Da questo meccanismo si sottrae la sterlina, avendo scelto di condurre politiche monetarie autonome da quelle dell'euroarea, pur beneficiando degli altri vantaggi previsti dagli accordi europei. Non deve ingannare il fatto che nel corso della crisi il dollaro si sia rivalutato, dato che il resto del mondo crede più nella capacità degli Stati Uniti di fronteggiare la crisi, di quanto non ritengano possa farlo l'euroarea o il Giappone.

Ancor più profondi sono gli effetti di lungo periodo sul sistema economico globale se i paesi detentori di riserve ufficiali le usano per dotare di risorse i Fondi sovrani di ricchezza (*Sovereign Wealth Fund*). Questi sono nati ufficialmente per migliorare i rendimenti delle stesse, ma in alcuni casi sono un mezzo di penetrazione geoeconomica e geopolitica degli Stati che ambiscono migliorare il loro peso nello scacchiere globale. Come certa-

mente è il caso della Cina. L'uso di queste riserve fuori degli Stati Uniti aumenta la leva finanziaria globale e rende più facile il finanziamento degli squilibri di bilancia estera, allentando i vincoli di mercato che dovrebbero provenire dagli stessi.

In passato ho segnalato che i disavanzi della bilancia corrente di un Paese avevano la caratteristica di *built-in stabilizer*, un'idea che ho tratto leggendo i lavori di un illustre collega scomparso prematuramente, Fausto Vicarelli, il cui "effetto" battezzai con il suo nome. Infatti i disavanzi esteri entrano come correttivo dell'effetto ricchezza sui consumi e, per questa via, sul reddito, ossia la principale determinante delle importazioni. È però evidente che anche questo effetto spontaneo di mercato, pur in azione, risulta quantitativamente debole per ridurre il combinato effetto della domanda aggregata interna e della possibilità di finanziarla con moneta o finanza generata dallo stesso Paese che le crea.

In assenza di decisioni politiche concordate internazionalmente, finirà con una crisi irreversibile del dollaro e degli scambi globali, un presumibile abbassamento del saggio di crescita della Cina e un conseguente accrescimento di turbolenze sociali dagli sbocchi globali imprevedibili.

Questo è il motivo per cui si è affermato che il problema nasce economico e finisce politico. Per l'esattezza geopolitico.

Come pure questo è il motivo per cui ho sostenuto che, se è vero che il dollaro è la moneta americana, non lo è che sia solo un nostro problema. Il governo del dollaro è un problema di tutti.

Che cosa deve ancora accadere perché lo si capisca e si prendano adeguati provvedimenti?

6. Conclusioni della mia diagnosi di geopolitica economica

La continuazione dell'incarico assegnatomi da Paolo Baffi non solo mi ha portato a mettere a punto una lente di lettura del contesto economico internazionale, soprattutto dal lato monetario, ma mi ha indotto ad avvertire la necessità di collocare le conoscenze di economia e politica economica in un quadro logico globale che ho ribattezzato "Geopolitica economica". Il

termine italiano e l'equivalente inglese (*Geopolitical economy*) è stato da me registrato come intestazione di un sito *web* di cui mi sono riservato l'uso.

Dalla diagnosi del problema brevemente esposta in queste considerazioni traggio la conclusione che una nuova Bretton Woods richiede innanzitutto che la partecipazione agli accordi di libero scambio raggiunti in ambito WTO vengano sottoposti al vincolo di uno stesso regime di cambio e si trovi il modo per istituzionalizzare il coordinamento delle politiche di sostegno delle domande interne che causano disequilibri nelle bilance estere [Savona 2009a].

Il passaggio ai cambi flessibili di tutti i paesi firmatari dei patti WTO appare la soluzione più probabile. Ciò bloccherebbe l'accumulo di nuove riserve ufficiali e, in assenza di un ridimensionamento delle domande interne, il dollaro si indebolirebbe creando danni per i paesi che ne possiedono significative quantità. Occorre quindi negoziare anche una clausola di salvaguardia del valore dei dollari a riserva, magari operando sui rendimenti, allineandoli quanto meno alle perdite conseguenti al passaggio dai cambi fissi o *dirty* a quelli flessibili. Per chi conosce la storia dell'accordo di Bretton Woods, ho in mente una sorta di *Roosa bond* indicizzati.

Dovrebbe seguire o essere deciso simultaneamente un accordo internazionale per la definizione di uno *standard* monetario internazionale, al fine di sottrarre le monete nazionali dallo svolgimento di questo ruolo. La soluzione più razionale appare quella di un rilancio degli *Special Drawing Right* "riformati" dal lato dei vincoli di quantità e di tasso ai quali vennero sottoposti con l'Accordo di Rio de Janeiro del 1968 e che ne hanno impedito il buon funzionamento [Fratianne-Savona 1974].

La libertà di movimento dei capitali andrebbe garantita a parità di regole di protezione del risparmiatore e in presenza di un'autorità di controllo internazionale sul rispetto di queste regole. I movimenti monetari, invece, andrebbero sottoposti al controllo di un'autorità monetaria internazionale, quale sarebbe il Fondo Monetario Internazionale dotato di un mandato più ampio e preciso, da svolgere in collaborazione con la Banca dei Regolamenti Internazionali. Anche per questo aspetto occorre

tenere presente il comportamento del mercato: se esso valuta i titoli in funzione della loro liquidabilità a prescindere dalla scadenza, dovrebbe essere attribuito all'ente internazionale di sorveglianza, con la collaborazione delle banche nazionali dei paesi partecipanti agli scambi mondiali, il compito di vigilanza sull'intero arco dei titoli di credito, essendo essi prossimi alla sostanza della moneta più che alla forma.

La fissazione di regole a prescindere dalle scelte indicate lascerebbe immutato il quadro esistente e prima o dopo si dovrà affrontare il problema dello *standard* monetario internazionale a crisi del dollaro esplosa. Non sarebbe una sorpresa, per chi sa bene, leggendo i manuali di *management*, che l'uomo reagisce alle crisi una volta insorte, invece di agire preventivamente per evitarle [Savona 2009].

Si sostiene che i cittadini americani non accetteranno mai di ridimensionare la loro domanda aggregata e che la politica deve tenere conto di questo vincolo sociale. Tuttavia a essi non è mai stato spiegato le conseguenze di questa gestione dell'economia, ma solo che essa doveva e poteva essere portata avanti e che la colpa è stata l'azzardo morale degli operatori finanziari. I cittadini americani devono acquisire coscienza che lo sviluppo globale non può poggiare su un piedestallo così fragile come i disequilibri di bilancia estera che consentono a Stati Uniti e Cina, più i paesi che seguono il loro sentiero politico, di tenere elevato i rispettivi saggi di crescita reale, dando al mondo (e a se stessi) l'illusione d'aver scoperto la pietra filosofale che tramuta la scarsità dei beni in abbondanza.

Per poi trovarsi di fronte al baratro di una crisi.

Bibliografia

- [1966] Despres, E., Kindleberger, C. P., and Salant, W. S., "The Dollar and the World Liquidity: A Minority View", *The Economist*, Feb. 5.
- [1970] Klopstok, F.H., "Money Creation in the Euro-Dollar Market: A Note on Professor Friedman's View", in *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, January.

- [1970] Machlup, F., “Eurodollar Creation: A Mystery Story”, in *BNL Quarterly Review*, No. 95, September.
- [1971] Carli, G., “Eurodollars: A Paper Pyramid?”, in *BNL Quarterly Review*, No. 96, March (e in *Moneta e Credito*, Giugno).
- [1971] Fratianni, M., and Savona, P., “Eurodollar Creation: Comments on Prof. Machlup’s Propositions and Developments”, in *BNL Quarterly Review*, No. 97, June.
- [1972a] —————, *La liquidità internazionale – Proposta per la ridefinizione del problema*, il Mulino, Bologna.
- [1972b] —————, “International Liquidity: An Analytic and Empirical Reinterpretation”, in *A debate on the Eurodollar market*, Quaderni di Ricerche Einaudi, Numero 11, Roma.
- [1972] Masera, S. R., “Deposit Creation, Multiplication and the Euro-dollar Market”, in *A debate on the Eurodollar market*, Quaderni di Ricerche Einaudi, Numero 11, Roma.
- [1974] Fratianni, M., and Savona, P., “Un modello esplicativo della tesaurizzazione e degli usi dei diritti speciali di prelievo”, in *Economia Internazionale*, n. 1.
- [1999] Savona, P., and Maccario, A., “On the Relation Between Money and Derivatives and Its Application to the Monetary Market”, in *Ideas for the future of the international monetary system* (edited by Fratianni, M., Salvatore, D., and Savona, P., Kluwer, Boston/Dordrecht/London).
- [2000] Arcelli, M., *Economia e Politica monetaria*, Cedam, Padova.
- [2005] Savona, P., and Viviani, C., “The Impact on the U.S. Dollar of the Conflict Between the American Locomotive model and the Emerging Economies’ Autopoietic Growth”, in *The Dollar and the Quest for a New International Monetary Coordination* (ed. by Savona, P.), Acts of the Third Florence Colloquium, Apr. 23.
- [2007] Bernanke, B., *Global Imbalances – Recent Developments and Prospects*, Bundesbank Lecture, Berlin, Sept. 11.
- [2008] Oldani, C., *Governing Global Derivatives – Challenger and Risks*, Global Finance Series, Ashgate, Aldershot.

- [2009a] Savona, P., *Riflessioni sull'uso dell'euro come valuta di riserva internazionale*, *Lectio magistralis* per il VII Premio Menichella, dattiloscritto del 10 febbraio.
- [2009b] —————, *Il governo dell'economia globale – Dalle politiche nazionali alla geopolitica: un manuale per il G8*, Marsilio, Venezia.
- [2009] Savona, P. e Regola, P., *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, So-veria Mannelli.

Rubbettino

Origini e sviluppi della crisi

di Ignazio Angeloni

Prima di venire ai temi del dibattito, vorrei ricordare due incontri con la famiglia Arcelli, avvenuti in tempi e circostanze molto diversi. All'inizio degli anni novanta, Mario Arcelli, allora titolare della cattedra di economia monetaria della LUISS, espresse apprezzamento per una mia pubblicazione in cui si sosteneva che l'evoluzione negli strumenti di controllo monetario in Italia e in altri paesi europei lasciava intravedere un modello operativo comune, quello della futura "banca centrale europea". Ne nacque uno scambio di idee che mi portò a collaborare all'insegnamento del suo corso. Più recentemente, nelle mie trasferte mensili a Lussemburgo come membro del Consiglio di Amministrazione della Banca Europea Investimenti ho conosciuto il figlio Federico, apprezzato funzionario in quella istituzione. Ho riconosciuto in lui alcuni tratti del padre – lucidità di pensiero, correttezza di comportamento, oltre all'evidente competenza professionale. È stato un piacere collaborare con entrambi, così come lo è oggi salutare la signora Arcelli e gli altri membri della famiglia presenti in sala.

La crisi finanziaria ed economica non ha raggiunto il culmine; soprattutto nell'economia reale, essa dovrà peggiorare ancora molto prima di esaurirsi. Le dinamiche delle crisi hanno sempre una componente psicologica; sull'onda delle notizie sfavorevoli che si succedono sui mercati e dell'apprensione trasmessa dagli operatori, si tende a eccedere nel pessimismo e a estremizzare valutazioni e rimedi. In questo momento è importante non dimenticare che il

sistema finanziario ed economico basato sul libero mercato a livello globale, cui oggi si tende ad attribuire la responsabilità della crisi, ha permesso negli ultimi decenni di raggiungere livelli di benessere di stabilità economica senza precedenti. La maggior parte delle economie ha realizzato mutamenti strutturali in positivo destinati a sopravvivere nel tempo. Ne cito alcuni:

- In Europa, il mercato unico dei beni e dei servizi (compresa la finanza), inclusa la moneta unica, hanno accresciuto il commercio e la competitività internazionale dell'area. L'euro ha portato stabilità – con tassi di inflazione e di interesse bassi e stabili – in un'area prima contrassegnata da relazioni monetarie incerte e caotiche.
- Sempre in Europa, molti paesi (fra cui il nostro) hanno riformato il mercato del lavoro per renderlo più trasparente e competitivo. Sono cresciute le opportunità individuali e l'occupazione, soprattutto nei paesi dove il mercato era in precedenza caratterizzato da maggiori vincoli e inefficienze.
- Nel mondo, soprattutto grazie alle innovazioni tecnologiche e alla rivoluzione informatica, è cresciuta enormemente la capacità tecnologica e con essa la produttività. Nuovi modelli di organizzazione internazionale del lavoro, resi possibili dalla liberalizzazione del commercio e dalle innovazioni informatiche, hanno creato formidabili opportunità di sviluppo.
- Pur con molte contraddizioni, questo ha avvantaggiato in particolare i paesi emergenti, molti dei quali hanno avuto per la prima volta la possibilità di uscire dalla trappola della povertà estrema. Oggi le grandi economie emergenti, fortemente dinamiche nonostante la crisi, stanno aiutando la ripresa mondiale. Questo non sarebbe possibile senza la globalizzazione.

La via di uscita quindi non consiste nel rigetto del sistema, ma nell'individuare e correggere alcune disfunzioni ed eccessi, derivanti sia da comportamenti privati sia da insufficienze regolamentari. L'economia di mercato ha una naturale tendenza ad alternare fasi di espansione a pause, od occasionali inversioni recessive. Dobbiamo imparare ad attenuarne le conseguenze, soprattutto per gli strati deboli della società, non illuderci di eliminarle.

In questa crisi finanziaria, i fattori che dipendono dai comportamenti del mercato e da difetti della regolamentazione si intrecciano in modo tale da non essere facilmente distinguibili. Bob Shiller, nel suo recente libro a quattro mani con Bob Akerlof, *Animal spirits*¹, osserva dagli Anni '90 si è sviluppata negli USA e altrove un'impressionante concentrazione dei rischi nel settore immobiliare da parte delle famiglie, e di riflesso anche di banche e altre istituzioni finanziarie. Un investimento intrinsecamente rischioso, perché difficilmente diversificabile e smobilizzabile. Il tutto si aggrava se esso è finanziato con debito a breve, veicolato dal sistema bancario direttamente (vedi il caso Northern Rock) o indirettamente (con veicoli fuori bilancio come avvenuto per la maggior parte delle banche USA ed europee).

Alla radice siamo di fronte quindi non a un uso eccessivo di finanza sofisticata, come alcuni sostengono, ma a una violazione dei principi basilari della finanza, che suggerirebbero di diversificare l'investimento ed evitare eccessi nell'indebitamento e nella trasformazione delle scadenze. La crescita dei rischi bancari, favorita da incentivi aziendali distorti, da controlli carenti e spesso anche da consigli di amministrazione disattenti o asserviti, non potrebbe però essere avvenuta senza il concorso della regolamentazione. Negli USA, la diffusione della proprietà immobiliare è stata vista per molto tempo come un obiettivo politico da perseguire a tutti i costi, anche incentivando il debito. La regolamentazione internazionale sui requisiti di capitale delle banche (Basilea II) ha contribuito all'accumularsi dei rischi. I difetti di quel sistema sono ora più evidenti: i modelli interni di valutazione del rischio tendono a basarsi su ipotesi ottimistiche, soprattutto in fasi di espansione del ciclo, e il controllo esercitato dalle agenzie di rating non funziona se esse sono cointeresate all'assunzione del rischio.

Molti osservatori oggi attribuiscono parte della responsabilità della crisi anche alla politica monetaria eccessivamente

¹ George A. Akerlof, Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009.

espansiva. John Taylor, in una serie di articoli e in un libro, *Getting off track*², accusa la Riserva Federale di avere abbandonato dal 2002 al 2004 la regola seguita in precedenza (la cosiddetta “Taylor rule”). Ricerche recenti hanno dimostrato che tassi di interesse a breve bassi per un lungo periodo di tempo inducono gli operatori finanziari a sottovalutare la rischiosità dell’investimento e ad abbandonare le normali regole della cautela³. L’esperienza recente indica che i bassi tassi a breve hanno incoraggiato anche la creazione di strutture di bilancio instabili, in cui posizioni rischiose nel settore immobiliare erano finanziate con raccolta a brevissimo termine.

Su questi ragionamenti vanno fatte due considerazioni. La prima è che le condizioni monetarie e finanziarie espansive negli ultimi anni derivavano in larga parte da fattori globali. L’accumulo di riserve in dollari da parte della Cina e di altre economie asiatiche finanziava il disavanzo americano a condizioni di favore, mantenendo bassi i tassi di interesse a lungo termine; allo stesso tempo, le esportazioni a basso costo da parte di quelle stesse economie, a tassi di cambio artificialmente deboli, esercitavano un effetto di calmiera sull’inflazione globale. Anche se gli USA avessero seguito la Taylor rule, la loro politica monetaria sarebbe risultata comunque espansiva. La seconda considerazione è che non tutte le banche centrali hanno seguito lo stesso comportamento. È del tutto evidente, ad esempio, anche solo guardando un semplice grafico dei tassi controllati dalle principali banche centrali in quegli anni, che la Banca Centrale Europea è stata assai più cauta della Riserva Federale USA, consentendo riduzioni dei tassi a breve in euro molto meno accentuate. Una cautela che ha attratto per anni sulla BCE l’accusa di seguire teorie monetarie schematiche e obsolete, ma che in seguito ha rivelato la sua fondatezza.

² John B. Taylor, *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press Publication, 2009.

³ Maddaloni, A., J.L. Peydro-Alcalde e S. Scopel, “Econometric analysis on euro area Bank Lending Survey”; Banca Centrale Europea, mimeo (2008).

Già alle prime manifestazioni della crisi, nei primi giorni di agosto del 2007, la BCE è intervenuta con operazioni di finanziamento eccezionali sia nella modalità sia nell'importo. Gli interventi sono poi diventati più intensi e sistematici, soprattutto con l'aggravamento della crisi nell'autunno del 2008. Possiamo distinguere due periodi. Nel primo, che va dall'agosto 2007 al fallimento di Lehman Brothers a metà ottobre 2008, l'azione è consistita essenzialmente nell'ampliare le possibilità di rifinanziamento offerte agli operatori offrendo maggiore liquidità e scadenze più lunghe, consentendo maggiore varietà di garanzie collaterali e prevedendo anche operazioni di rifinanziamento in valute diverse dall'euro. Successivamente, l'intensificarsi della crisi sui mercati finanziari ha richiesto un'azione più energica; oltre a rafforzare le misure già adottate la BCE ha cambiato criteri operativi, offrendo liquidità in quantità illimitata e a tassi prefissati. Alla luce dei rischi di grave recessione e deflazione che intanto si determinavano, i tassi di interesse controllati dalla BCE sono scesi al minimo storico. È difficile ragionare su eventi non accaduti, ma tutto lascia ritenere che con queste misure la BCE, con le altre banche centrali, abbia evitato il collasso finanziario globale.

Al di là del breve periodo, il compito di aiutare l'economia a superare la crisi e di disegnare un sistema finanziario più stabile spetta ai governi e alle istituzioni internazionali. Molto è stato fatto, ancora più resta da fare, soprattutto sotto il profilo della regolamentazione finanziaria e della vigilanza. Tre considerazioni mi sembrano importanti:

1. I governi hanno agito finora soprattutto offrendo garanzie alle banche e aiutandone la ricapitalizzazione. L'assicurazione sui depositi, già molto estesa in Europa, è stata rafforzata e raggiunge in sostanza il 100 per cento, e sono state offerte garanzie su certe categorie di emissioni bancarie volte a rafforzarne la base patrimoniale. Tutto questo ha aumentato la fiducia nelle banche, ma rischia di non essere sufficiente a riattivare i canali di offerta di credito se non si completa l'opera di individuazione ed eliminazione degli *asset* incagliati che gravano sui bilanci. Sull'effettiva entità degli incagli per le banche europee vi è incertezza,

ma tutti concordano sul fatto che una buona parte delle necessarie svalutazioni debba ancora avvenire, ed è urgente che ciò avvenga. Il rischio è che si ricrei un fenomeno analogo a quello verificatosi in Giappone negli Anni '90, quando le banche, pur ampiamente ricapitalizzate e garantite, hanno continuato a lungo a razionare il credito ritardando la ripresa.

2. La crisi ha messo drammaticamente in luce il problema dei rischi sistemici insiti in un sistema finanziario fortemente interrelato; la regolamentazione bancaria e finanziaria deve ora evolvere per tenerne conto. La solidità dei singoli operatori non è sufficiente a garantire la stabilità sistemica, che dipende anche da effetti di contagio trasmessi da altri intermediari. Quando i rischi di controparte aumentano, la stessa funzionalità dei mercati può essere compromessa. La lezione da trarre è che la vigilanza bancaria tradizionale, orientata al singolo istituto, deve essere combinata con l'analisi macroeconomica. L'Europa sta muovendo passi in questa direzione, con la creazione del nuovo "Consiglio del Rischio Sistemico" proposto dal Gruppo de Larosière. Si tratta di una funzione di politica economica del tutto nuova, che andrà affinata con l'esperienza.
3. Questa crisi fa anche risaltare con più chiarezza la contraddizione, ben nota ma finora sottovalutata, fra finanza globale e regole della finanza ancora prevalentemente nazionali. L'uso sistematico di strumenti di frammentazione e redistribuzione del rischio implica, fra le altre cose, che la regolamentazione e la supervisione finanziaria originate in ciascun Paese (specie se grande e importatore di capitali, come gli Stati Uniti) diventano "beni pubblici" rilevanti internazionalmente. Le regole di trasparenza, prudente gestione e controllo del rischio, tradizionalmente applicate in ciascun Paese, devono trasferirsi sempre più a livello globale. È evidentemente un processo non facile, che incide profondamente su prerogative tradizionalmente nazionali; ma importanti passi sono stati già compiuti, recentemente, in direzione di una maggiore cooperazione. Ne sono testimonianza il ruolo

decisivo nei primi mesi della crisi del Financial Stability Forum (oggi trasformato in Financial Stability Board ed esteso a tutti i membri del G20), i nuovi compiti in materia di stabilità finanziaria affidati al Fondo Monetario Internazionale, e, in Europa, le stesse proposte del gruppo de Larosière. La crisi finanziaria lascerà, nonostante tutto, un'eredità positiva se aiuterà a compiere questo percorso.

Rubbettino

Rubbettino

Dall'euforia al panico: è solo una crisi di fiducia?

di Giacomo Vaciago*

È stato più volte dichiarato che quella che stiamo vivendo è soprattutto una “crisi di fiducia”. A volte, lo si dice quasi per giustificarsi: non c'è molto che si possa fare per curare la crisi, se anzitutto la fiducia non torna... A volte, lo si dice quasi per risolvere la crisi: basterebbe così poco per tornare ad avere fiducia... A volte, lo si dice quasi per trovare un capro espiatorio: se solo i media la smettessero di diffondere sfiducia... Proprio perché lo si dice in tanti modi e per tanti scopi, la questione merita un chiarimento. Cosa vuol dire che è una “crisi di fiducia”? Quali possono esserne le cause, i costi, i rimedi?

Ricordiamo che la crisi, prima finanziaria e poi reale, che stiamo vivendo inizia, nell'agosto 2007, come crisi di liquidità. L'ho allora definita una crisi “da ignoranza”¹ o ancora – ma il significato era lo stesso – una crisi “da scarsa informazione”². Intendendo con ciò la situazione in cui si erano trovate le numerose banche che partecipano al mercato interbancario della liquidità: sapendo che l'attivo di diverse banche era caratterizzato da possibili gravi perdite, erano perciò riluttanti a prestare loro mezzi liquidi anche per brevi periodi di tempo. Nel dubbio sulla altrui (e magari anche propria!) solvibilità, meglio conservare che impiegare la liquidità disponibile.

* Giacomo Vaciago - Università Cattolica, Milano.

¹ Vedi *Una crisi da ignoranza*, “Osservatorio Monetario”, 3/2007.

² Vedi *Crisi dei mercati finanziari e scarsa informazione*, «Il Mulino», 5/2007.

Il venire meno della fiducia-tra-banche si estende all'intera economia un anno dopo, cioè il 15 settembre 2008 quando scompare Lehman Brothers. Lo shock che ciò rappresenta per i mercati finanziari non ha precedenti. Ho scritto³ che “se Lehman fallisce, allora chiunque può fallire...”. In altre parole, l'improvviso e drammatico ampliarsi dell'area del rischio determina condizioni di assoluta illiquidità: chiunque ne disponga non l'utilizza, chiunque ne abbia bisogno non la trova. Altrettanto assoluto è quindi il *credit crunch*: non solo non si riesce ad emettere titoli, ma anche il credito bancario è razionato. In queste condizioni è pertanto drastica la riduzione degli investimenti, e quindi il calo degli ordini e della produzione industriale. Una recessione fino ad allora non grave e relativa solo ad alcuni paesi diventa grave e generale allo stesso tempo: vedi Fig. 1 per l'andamento della produzione industriale mondiale.

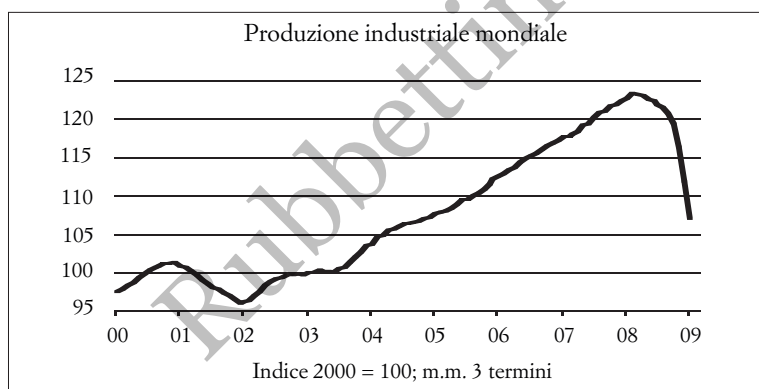


Figura 1

Proprio perché lo shock è comune (il fallimento di Lehman è la prima notizia di quel 15 settembre sui media di tutti i paesi del mondo!) ne sono altrettanto comuni le conseguenze. La stessa ripartizione tra paesi industrializzati e paesi emergenti, molto evidente

³ *La prima crisi finanziaria globale*, “Il Mulino”, 6/2008, p. 1048.

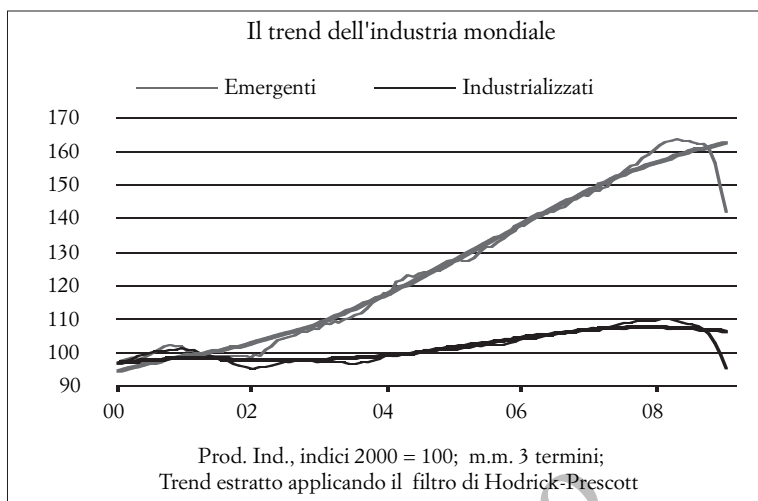


Figura 2

nei rispettivi trend a partire dall'anno 2000 (vedi Fig. 2), perde rilievo in termini di variazione ciclica: essendo comune lo shock e la reazione, non stupisce la perfetta covarianza (vedi Fig. 3) delle variazioni di breve periodo.

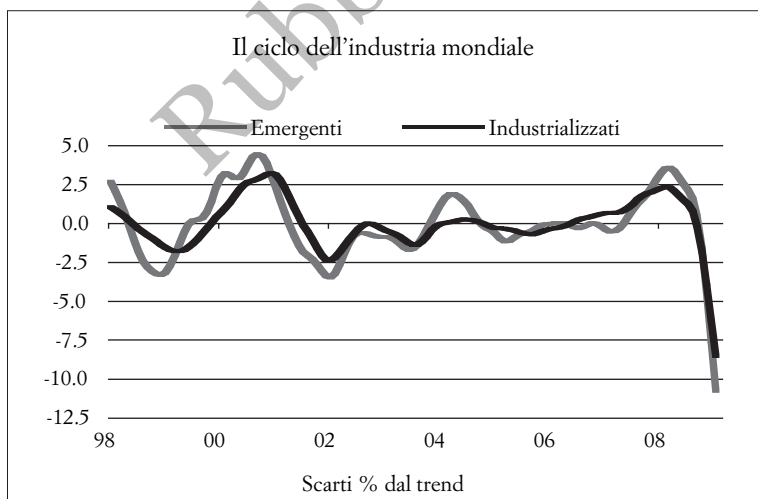


Figura 3

I tre grafici qui presentati mostrano con tutta evidenza che lo shock Lehman è ben più grave di quello che aveva accompagnato l'esplosione della bolla dot.com e l'attentato alle Torri Gemelle, nel 2000-1. Proprio perché il contagio riguarda tutti i paesi del mondo, vi sono effetti moltiplicativi via commercio estero che amplificano la reazione: i minori ordini diventano minor produzione e minor export, ma anche minor import e quindi minori ordini, e così via.

Dall'euforia degli anni precedenti al panico post-15-settembre-2008: c'è un evidente mutamento dello "stato delle aspettative", che è quanto in termini più generali chiamiamo *fiducia*. Proprio perché ha rilievo macroeconomico, cioè riguarda quanto abbiamo in comune, lo stato delle aspettative non è rilevante a spiegare le differenze tra ciascuno di noi – i successi e i problemi individuali – ma rappresenta quello che è il "futuro prevedibile". Nessun individuo, da solo, può riuscire a cambiarlo; l'unico che può farlo è il Governo, se lo vuole e se è dotato di sufficiente sovranità. È questa nella sua essenza la lezione vera della teoria di Keynes che è alla base della moderna teoria macroeconomica e che nell'ultimo anno in tanti sono dovuti andare a ripassare. Il venir meno della *stabilità*, nella sua dimensione finanziaria prima e macroeconomica poi, ci ha rimandato al ruolo del Governo, ed agli errori commessi nel ritenerlo prima onnipotente, finché c'era euforia, e poi irrilevante quando invece si è passati al panico. Ho scritto⁴ che "la fiducia è ciò che pensiamo che il Governo (anche il nostro) farà per risolvere i problemi". Se la fiducia viene meno, è anche perché ci siamo tutti resi conto che il Governo o non aveva capito la necessità di intervenire o non era comunque in grado – per la sua ridotta sovranità⁵ – di intervenire in modo efficace. Sappiamo dalla letteratura scientifica che i tanti Governi "servono" quando vi sono shock asimmetrici (che colpiscono in modo diverso i vari paesi) o sono *country-specific* i meccanismi di trasmissione che rendono diseguali i diversi paesi. Nel caso Lehman, lo shock era co-

⁴ *La fiducia? C'è e va sostenuta*, "Il Sole 24 Ore", 11 marzo 2009.

⁵ Vedi il mio *La ridotta sovranità della politica nazionale*, "Il Mulino", 1/2008.

mune e colpiva tutti i paesi in modo molto simile, in base alla matrice input-output, che ha percorso *via* commercio estero la catena del valore industriale in tutti paesi coinvolti.

Non è dunque un caso se il fallimento Lehman ha colpito soprattutto la produzione industriale (Fig. 1) e se ha fatto più male ai paesi emergenti (Fig. 2): dopo la finanza, l'industria è il settore più globale e i paesi emergenti sono complementari, ma proprio per ciò molto integrati nel settore industriale globale.

Lo stesso recente andamento della produzione industriale mondiale è tipico delle condizioni in cui s'è mossa l'industria negli ultimi dieci anni: come se si fosse trattato di una "bolla" che all'improvviso si è sgonfiata! Nelle passate recessioni (vedi Fig. 1), il movimento ciclico era tipico di come si muovono le "quantità"; in quest'ultima circostanza, il profilo sembra invece quello di un "prezzo"!

In conclusione, l'importanza dello "stato delle aspettative" è evidente, seppure in modo di volta in volta diverso, nelle successive fasi della crisi. Iniziata due anni fa nell'edilizia, con riferimento agli strumenti finanziari adottati per questo settore, la turbolenza diventa una crisi di liquidità nel momento in cui il valore degli attivi bancari diventa incerto. E la recessione, iniziata con riferimento ai beni di consumo "energivori" vista la bolla dei prezzi del petrolio, diventa crisi industriale quando il "rischio di controparte" inizialmente limitato ai rapporti tra banche diventa comune anche ai rapporti tra aziende industriali, che è quanto avviene dopo il 15 settembre 2008.

Alla fine, i paesi che più soffrono della crisi iniziata nel settore meno *tradeable* che esista, l'edilizia, sono i paesi emergenti, nella misura in cui sono strettamente integrati a livello globale. E ciò che vale per l'industria vale anche per l'Italia, che è un paese rimasto molto industriale. Alla fine, sembravamo un Paese assai lontano dagli squilibri che hanno portato alla crisi e invece siamo tra quelli che più ne soffrono le conseguenze!

Se dall'analisi passiamo ai rimedi, due commenti molto generali sono necessari. Anzitutto fiducia, stato delle aspettative e ottimismo, non sono sinonimi, né possono essere interpretati in modo attendibile come sufficienti rimedi. Bisogna almeno separare ciò che riguarda il grande pubblico delle famiglie, nelle

loro decisioni di consumo e di allocazione della ricchezza da ciò che riguarda il mondo delle imprese, nelle loro decisioni di produzione e di investimento. È chiaro che nel percorso della crisi odierna, il testimone del pessimismo è passato dalle famiglie alle banche e poi alle imprese. È anche chiaro che famiglie e imprese oggi non coincidono né nella valutazione della crisi né nell'individuazione dei rimedi. Tanto per cominciare, l'insieme delle famiglie trae beneficio dalla caduta dei tassi di interesse e dei prezzi che sta accompagnando la crisi.

Certo, c'è un aumento di disoccupazione (avvenuto e temuto) che può ridurre il beneficio dato dalla disinflazione e dai minori tassi di interesse al reddito reale disponibile delle famiglie. Ma anche tenendo conto di ciò, il vantaggio – come tipicamente è avvenuto anche in molte recessioni del passato – resta.

In secondo luogo, è evidente l'efficacia di alcuni strumenti espansivi già adottati (come s'è visto nel settore dell'auto, non solo in Italia). Infine, dobbiamo sapere che ancora altri provvedimenti (come nel caso del credito bancario) diventeranno efficaci in futuro, concorrendo a migliorare lo stato delle aspettative, a livello delle imprese.

Vi sono dunque le premesse perché nel corso del 2009 la situazione economica prima cessi di peggiorare e poi inizi a migliorare. Sarebbe stato possibile fare meglio? Ovviamente sì, se i Governi avessero *tutti* e fin dall'inizio capito quanto fosse comune – e simmetrico – lo shock dell'estate 2007. Si è preferito lasciar passare un anno nell'illusione che lo shock riguardasse alcuni e quindi toccasse solo a loro porvi rimedio. Peggio ancora, ci siamo illusi che lo squilibrio avendo avuto origine a causa del troppo basso risparmio delle famiglie americane, non riguardasse i paesi ad alto risparmio, come è tradizionalmente l'Italia e come è diventata – negli ultimi dieci anni – la Cina.

Un errore per più motivi. Anzitutto perché la crisi originata da un eccesso di debito si è poi diffusa (e non poteva non essere così, viste le minusvalenze da ciò prodotte) in base alla distribuzione della ricchezza. In secondo luogo, perché l'evoluzione dell'economia non dipende solo dai passati livelli delle variabili, ma anche dalle loro recenti variazioni: la *riduzione* della nostra propensione al risparmio (dal 25 al 15 per cento) equiva-

le a quella (dal 10 allo zero) che negli stessi anni si è registrata negli Stati Uniti.

In altre parole, l'idea che tutti i guai fossero USA e che da quel Paese ci arrivassero, non si è rivelata molto utile. Anche, se non è la prima volta che ciò succede. Il 3 gennaio 1892 si poteva leggere sulla prima pagina del quotidiano "La Borsa" (pubblicato a Genova): "Si può dire che negli ultimi tempi furono liquidate le posizioni false create da una serie d'errori, d'inganni, d'illusioni: si scontarono in Europa le bricconerie dei politicanti d'America, si sentirono in Italia i riflessi sinistri della mala amministrazione altrui. Se limitiamo l'osservazione alle condizioni dell'Italia, c'è da piangere a confrontare i prezzi dei valori quali sono quotati oggi colle quotazioni dello stesso giorno un anno fa e più ancora due anni fa... Sarà (il futuro) più fortunato? Dobbiamo sperare che sarà così. Occorre che la fiducia riprenda gradatamente il suo corso così che le quotazioni diventino mano a mano migliori".

Ben più delle crisi del passato quella che stiamo vivendo è davvero globale; in altre parole, nessun Paese ne uscirà da solo. E la fiducia, o meglio lo "stato delle aspettative", dovrà migliorare ovunque affinché l'economia mondiale riparta.

Rubbettino

*Senza paracadute**

di Tito Boeri**

Nella situazione attuale sarebbe auspicabile da parte dei Governi europei un coordinamento degli interventi a salvaguardia del sistema bancario. Purtroppo i Governi hanno invece reagito con ritardo nel fronteggiare la crisi economica più grave degli ultimi anni: in Italia, ad esempio, i “Tremonti Bonds” (strumenti destinati ad alleviare i problemi di liquidità e di patrimonializzazione delle banche) sono stati introdotti solo 6 mesi dopo il crack della Lehman Brothers, data di inizio della *débauche* del sistema finanziario internazionale. In altre parole, i “Tremonti Bonds” sono stati introdotti quando ormai la situazione era già degenerata in grave rischio di insolvenza. Le autorità nazionali, invece di intervenire simultaneamente sulle banche, le imprese in crisi e le famiglie, dovrebbero stabilire delle priorità di politica economica, che dovrebbero consistere, in primo luogo, nel contenimento dei costi sociali della crisi e in misure drastiche di lotta alla povertà. Su questo versante l'Italia è molto indietro rispetto ad altri paesi perché non possiede strumenti di assistenza universali e basati sulla prova dei mezzi.

Nella parte che segue analizzeremo ciò che è accaduto nel recente passato (precisamente nella crisi del 1992-93) e introdurremo due proposte: una – immediata – consistente nel sus-

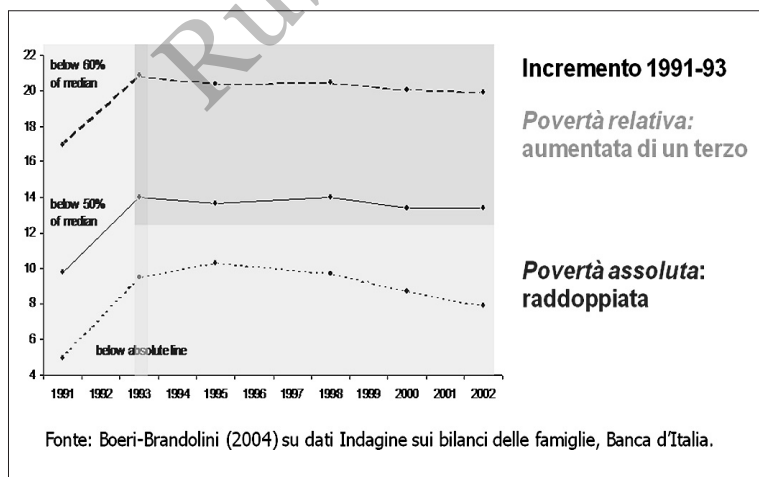
* La sintesi dell'intervento del Prof. Tito Boeri è stata redatta con la collaborazione di Giuseppe Cascone.

** Tito Boeri - Università Bocconi, Milano.

sidio unico di disoccupazione; l'altra – graduale – consistente nell'introduzione di un reddito minimo garantito. Concluderemo suggerendo una divisione dei compiti tra il settore pubblico e il settore del volontariato nell'affrontare la crisi.

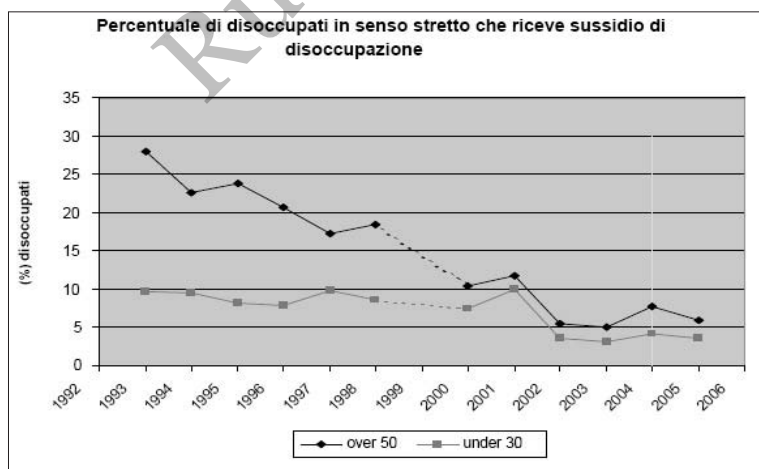
Come nel 1992-93 di fronte alla crisi senza paracadute

La crisi attuale è peggiore di quella del 1992-93, anche perché è una crisi molto più rapida. In soli tre trimestri la produzione industriale è diminuita quanto in sei trimestri ai tempi della recessione del 1992-93 e siamo tornati ai livelli della produzione industriale del 1994. Tuttavia, a differenza del 1992-93, nonostante la riduzione della disoccupazione registrata in Italia negli ultimi 10 anni, abbiamo un mercato del lavoro profondamente modificato, nel quale più di 4 milioni di persone con contratti temporanei possono essere licenziate senza costi per le imprese. Questo significa che possiamo attenderci flussi di incremento della disoccupazione molto più intensi rispetto ad allora. Per avere una dimensione del fenomeno alla fine di ogni mese sono in scadenza circa 300.000 contratti temporanei, che spesso, di questi tempi, non sono rinnovati e che si traducono quindi in gran parte in flussi di aumento dei disoccupati.

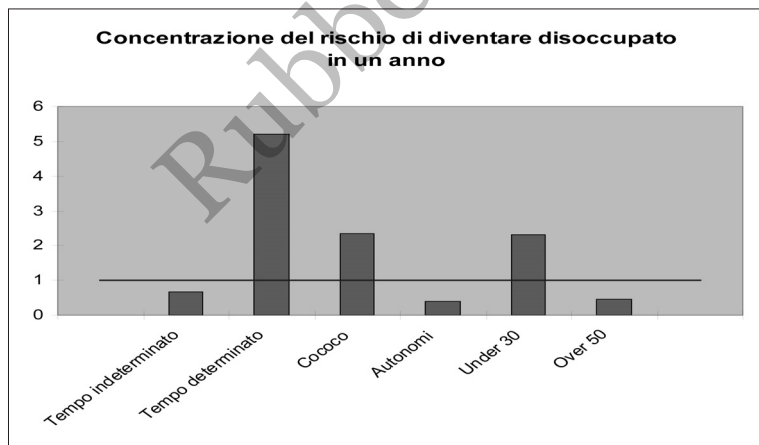


L'Italia viene inoltre da 15 anni di stagnazione e questo rende ancora più grave la crisi, soprattutto se ci confrontiamo con altri paesi come la Spagna e l'Irlanda che sono stati investiti maggiormente dalla crisi (anche perché avevano bolle immobiliari) ma che vengono da anni di forte crescita economica. Se quest'anno il tasso di crescita del PIL dovesse scendere sotto il 3% (e le proiezioni del Governo per il 2009 sono peggiori, attestandosi al -5.2%), torneremo ai livelli di reddito pro-capite vicini a quelli del 1999. Il nostro Paese, si trova però soprattutto di fronte ad un grave problema distributivo. Le recessioni nel nostro Paese sono sinonimo di forte incremento della povertà perché non disponiamo delle reti di protezione sociale presenti in altri paesi europei. Dal grafico sotto riportato possiamo osservare l'andamento della povertà relativa e della povertà assoluta e si evince un significativo incremento sia della povertà relativa che della povertà assoluta durante la precedente grande recessione del 1991-92.

I dati mostrano dunque un forte incremento delle situazioni di indigenza e di disagio sociale. A distanza di 18 anni la politica italiana non ha tratto alcun insegnamento da questa lezione e neanche ha preso esempio dalle politiche economiche degli altri paesi europei. In Italia nelle fasi recessive, a fronte di un aumento di disoccupazione non esistono coperture sufficienti per chi perde il posto di lavoro.



Il grafico che precede mostra il tasso di copertura dei sussidi di disoccupazione cioè la quota di disoccupati che riceve aiuti dallo Stato quando perde il lavoro. I disoccupati sono rappresentati per due gruppi di età: quelli che hanno meno di 30 anni e quelli che hanno oltre 50 anni. Si vede chiaramente che per coloro che hanno meno di 30 anni il tasso di copertura è molto basso perché tale gruppo include coloro che sono in cerca di occupazione e non sono protetti da alcun sistema assicurativo: i precari hanno infatti carriere lavorative così discontinue da non riuscire ad accumulare periodi contributivi minimi e quindi ad accedere a forme assicurative. Questo gruppo comprende quindi i contratti che escludono a priori qualsiasi copertura assicurativa, come ad esempio il cosiddetto “parasubordinato” che riguarda lavoratori che figurano come lavoratori autonomi e non hanno dunque diritto a ricevere sussidi di disoccupazione in caso di perdita del posto di lavoro. Si rileva però anche un fenomeno di perdita di copertura che riguarda i lavoratori con più di 50 anni, legato al fatto che per alcuni di essi la disoccupazione è persistente.



Il grafico che precede evidenzia come il rischio di disoccupazione sia concentrato sui lavoratori temporanei, i quali sono esposti al rischio di disoccupazione in misura 5 volte maggiore

rispetto a coloro che hanno un contratto di lavoro a tempo indeterminato. Anche i “parasubordinati” corrono il rischio di diventare disoccupati circa 3 volte di più e chiaramente questo rischio è concentrato nei lavoratori più giovani che sono più coinvolti nel fenomeno del lavoro temporaneo. Esiste dunque molta asimmetria nel rischio di disoccupazione e assistiamo alla situazione paradossale in cui i lavoratori temporanei sono discriminati prima nel mercato del lavoro (in quanto fruiscono di condizioni contrattuali e salariali peggiori degli altri) e poi anche sul “non lavoro” (in quanto privi di sussidi a fronte della perdita del posto di lavoro).

Il Sussidio unico di Disoccupazione e il Reddito minimo garantito

Una priorità di intervento consiste dunque nel varare in Italia un unico programma per proteggere tutte queste categorie di lavoratori, evitando le discriminazioni tra disoccupati di serie A, B e C come avviene oggi. Alcuni lavoratori hanno infatti trattamenti generosi (circuito, cassa integrazione ordinaria e straordinaria, indennità di mobilità che poi diventa mobilità lunga fino al prepensionamento) che li accompagnano praticamente fuori dal mercato del lavoro. Tra i lavoratori di serie B ci sono quelli delle piccole imprese che hanno sussidi ordinari di disoccupazione della durata di circa 5 mesi. Infine ci sono i disoccupati di serie C, i lavoratori del parasubordinato che non sono tutelati.

Occorre dunque modificare questa situazione e superare queste asimmetrie, costruendo un sussidio unico di disoccupazione che tuteli tutti, indipendentemente dalla dimensione dell'impresa in cui si lavora, con regole uguali per tutti. Chiaramente occorre un periodo contributivo e assicurativo minimo e il livello dal quale far partire questo sussidio potrebbe essere del 65% dell'ultimo salario, in linea con quanto avviene in altri paesi. Poi se ogni singolo settore o impresa sceglie di dotarsi di altri schemi integrativi, deve poterlo fare, per poter conseguire condizioni più vantaggiose per i lavoratori rispetto allo schema di base a copertura universale.

La seconda misura di politica economica che dovrebbe essere attuata, sia pure non nell'immediato, è quella del reddito minimo garantito, come strumento efficace di contrasto alla povertà. Esiste in 15 paesi dell'Unione Europea, tranne che in Grecia e Italia, ed esiste anche in molti nuovi stati membri dell'Unione. I sistemi di reddito minimo garantito sono degli schemi che integrano il reddito di chi finisce al di sotto di una determinata soglia di povertà, dando "di più ai più poveri" e "di meno ai meno poveri". Supponiamo, ad esempio, che la soglia di reddito sia di 500 euro; se un individuo ha 200 euro di reddito, per portarlo al di sopra della soglia di povertà il suo reddito si deve integrare di 300 euro e così via proporzionalmente. In base a calcoli e stime statistiche la stragrande maggioranza dei beneficiari del reddito minimo garantito sarebbero i disoccupati. Chiaramente se si introducesse un sussidio unico di disoccupazione ridurremmo anche la necessità di introdurre il reddito minimo garantito.

Il programma del reddito minimo garantito deve essere universale ma selettivo: in altre parole occorre selezionare i beneficiari in base alla loro situazione reddituale e patrimoniale, alla condizione familiare, al numero di figli a carico e a tanti altri aspetti di dettaglio. Inoltre si devono attivare delle politiche per spingere le persone a uscire da questa condizione di dipendenza del sussidio e ad integrarsi nel mercato del lavoro. Si può trarre beneficio anche da esperienze di altri paesi, in cui questi strumenti già esistono da tempo.

Purtroppo il Governo italiano si è mosso in direzioni ben diverse: in primo luogo ha affrontato il problema degli ammortizzatori sociali finanziando la cassa integrazione in maniera discrezionale, a favore delle grandi imprese ed in base a motivi elettorali, mantenendo così delle fortissime asimmetrie di trattamento per i disoccupati. Successivamente ha introdotto la *social card*, con condizioni di accesso molto forti, ma senza utilizzare il criterio di selettività previsto per il reddito minimo garantito. La *Social Card* introduce infatti dei requisiti e delle restrizioni che non sono basate sullo stato effettivo di bisogno dell'individuo. Per esempio, il fatto di assegnare la *social card* solamente a chi ha dei figli con età minore a tre anni, oppure a chi ha più di 65 anni, con l'obbligo di essere cittadini italiani sem-

bra fatto apposta per escludere i più poveri tra i poveri: le persone che hanno figli più grandi di 3 anni e con un'età inferiore a 65 anni. Tra i più poveri troviamo anche i “senza casa”, specchio di un fenomeno assolutamente poco studiato in Italia. Dall'indagine di Braga e Corno (2008) risulta che a Milano vi siano quasi 4000 persone adulte che sono senza casa e in una situazione di povertà estrema. Chiaramente nessuno di questi potrà ricevere la *social card*, non disponendo dei requisiti previsti per ottenerla. Lo strumento della *social card* è anche iniquo perché offre lo stesso ammontare di denaro a tutti, per cui il principio del “dare di più a chi è più povero” e “di meno a chi è meno povero” non viene rispettato. Il fatto più importante che emerge dall'indagine di Braga e Corno è che i “senza casa” sono tutt'altro che persone irrecuperabili perché mantengono un forte rapporto con il tessuto sociale continuando a fare lavoretti e a vendere giornali per le strade. La condizione dei “senza casa” è influenzata da tanti fattori: il fatto che noi non copriamo la disoccupazione ne è sicuramente una causa determinante. Non è vero, dunque, che i “senza casa” siano drogati, ubriaconi, e, più in generale, persone che non hanno alcuna possibilità di reintegrazione nel tessuto sociale; si tratta invece di persone che potremmo aiutare molto se solo concepissimo degli strumenti in loro favore anziché escluderli a priori da qualsiasi aiuto.

Possiamo ora domandarci quali siano i costi degli strumenti di intervento sopra menzionati. Il sussidio unico di disoccupazione a regime, come in tutti gli altri paesi europei, potrebbe essere finanziato da contributi dei datori di lavoro e dei lavoratori senza interventi sulla fiscalità generale. Molte imprese in Italia pagano già contributi per la cassa integrazione o per le indennità di mobilità, per cui, riordinando il settore, non sarebbe necessario pesare ulteriormente su imprese e lavoratori. Esiste però un problema di transizione a questo regime che scaturisce dal fatto che lo Stato, in un momento di crisi così grave, deve intervenire anche a favore di quei lavoratori cosiddetti “parasubordinati”, che non hanno pagato i contributi.

Il Governo sostiene di aver reperito già 8 miliardi in un accordo con le regioni, mentre il ministero del Tesoro ha dichiarato di avere ulteriori fondi per gli ammortizzatori sociali. Il red-

dito minimo garantito invece, graverebbe sulle finanze dello Stato per circa 5,6 miliardi, è una cifra non molto alta rispetto a tante altre operazioni attuate in Italia, quali l'abolizione dell'I-CI (costata 3 miliardi), il salvataggio Alitalia (costato 4 miliardi) e gli incentivi per la rottamazione (costati 2 miliardi). Infine, molti soldi per le politiche del lavoro sono spesi male e potremmo risolvere il problema del reddito minimo garantito utilizzando meglio alcune risorse. Ad esempio in Italia paradossalmente spendiamo di più per formare persone che successivamente non trovano alcuna occupazione invece di dare loro un contributo economico. Ma forse allora non si stanno finanziando i formatori invece di coloro che devono essere formati?

Ruolo del settore pubblico e del volontariato

Il rapporto tra Stato e volontariato nel nostro Paese è caratterizzato da un equivoco di fondo poiché lo Stato rinuncia alla sua funzione fondamentale di intervento a sostegno delle fasce sociali più povere, delegandola di fatto al volontariato. Pur esistendo esperienze straordinarie nel mondo del volontariato per la lotta alla povertà, tali esperienze non potranno mai sostituire lo Stato in questa funzione di base, perché il mondo del volontariato è, per sua natura, selettivo e non riuscirà mai a coprire l'universo delle persone che si trovano in difficoltà, mentre lo Stato deve assicurare una base comune e generale, da attuare principalmente con trattamenti monetari. Anche per questo motivo la *social card*, che è efficace solo nel momento dell'acquisto, non costituisce una forma idonea di intervento, perché non copre importanti necessità dei beneficiari, come ad esempio la casa. È meglio non confondere i ruoli ed è meglio anche evitare "partite di giro" poiché lo Stato, per sopperire alle sue mancanze, finanzia alcuni programmi del volontariato che spesso si rivelano poco trasparenti. Il volontariato dovrebbe rinunciare ai finanziamenti pubblici e sovvenzionarsi invece con sottoscrizioni volontarie di privati. È dunque auspicabile una diversa divisione di ruoli tra Stato e volontariato che coinvolga anche il terzo settore e le istituzioni ecclesiali legate alla Chiesa Cattolica.

*Globalità della crisi economica**

di Luigi Campiglio**

Partiamo dalla disamina di quattro punti tematici particolarmente rilevanti per la nostra analisi.

Il primo punto è la velocità e la globalità della crisi economica che, sotto certi aspetti, richiama la recente crisi del Giappone (il cosiddetto “decennio perduto”), caratterizzata dalla creazione di un sistema finanziario parallelo che ha portato ad un miglioramento qualitativo nel funzionamento di quello ufficiale e ad una forte carenza di liquidità. Tutto questo aveva costretto il Governo giapponese a ricapitalizzare in maniera massiccia banche e aziende che erano diventate dei veri e propri “zombie”. Tale linea operativa dimostra che l'intervento statale non è, di per sé, negativo, dato che in Giappone si è realizzata, grazie a tale intervento, una ripresa dell'economia a partire dal 2003, favorita anche dalla crescita della domanda estera. L'economia nipponica, così come quella italiana, è caratterizzata da una forte dipendenza dalle esportazioni, mentre la composizione della popolazione vede una forte presenza delle fasce di età più anziane, analogamente a quanto avviene in Italia. Date queste analogie e criticità, occorrono misure volte a stimolare la domanda interna.

Il secondo punto rilevante per la nostra analisi è costituito dal clima di sfiducia ed incertezza che oggi inquina i rapporti tra

* La sintesi degli interventi del Prof. Luigi Campiglio e del Dott. Ignazio Angeloni è stata redatta con la collaborazione di Riccardo Grazioli.

** Luigi Campiglio - Università Cattolica, Milano.

i vari soggetti economici. Infatti si può ravvisare un atteggiamento di tipo “*wait and see*” da parte dei vari agenti, causato appunto dall’incertezza e comportante una vera e propria paralisi decisionale. Tutto questo è stato causato dalla presenza di una serie di comportamenti negativi e non professionali, che hanno concorso a determinare la situazione attuale, inducendo sfiducia e panico. Sono ancora nella memoria di tutti le immagini preoccupanti e desolanti dei mesi scorsi, della crisi della banca britannica Northern Rock, con file di depositanti ansiosi di ritirare i propri risparmi (la cosiddetta “*run*”).

Il terzo punto è costituito dalla presenza di squilibri molto significativi nella distribuzione delle risorse e dei benefici del progresso tecnico e della globalizzazione, non solo tra i paesi ricchi e i paesi poveri, ma anche all’interno dei primi. In particolare, una serie di dati dimostra come si siano raggiunti livelli di disparità assimilabili a quelli raggiunti nel 1929 e nel 2000. Un segno emblematico di tutto questo è costituito dai super stipendi dei *top managers*, di cui tanto si è discusso. La ricchezza è dunque concentrata oggi nelle mani di pochissimi e tutto questo crea una situazione insostenibile, e, forse per questo, già in trasformazione: ad esempio i dati della produttività, come negli altri periodi precedenti di crisi, tendono ad aumentare piuttosto che ad assumere un andamento pro-ciclico.

Si rendono dunque necessarie alcune misure di politica economica da attuare senza incertezze:

1. alla luce dell’esperienza deleteria degli Anni ’30, occorre fare in modo che i Governi possano promuovere e difendere gli interessi nazionali a patto però di non ledere gli interessi di altri paesi;
2. per soddisfare la forte domanda di vigilanza, si rende assolutamente necessaria la creazione di una nuova autorità specificamente volta al monitoraggio del sistema economico. Infatti, è stata proprio la mancanza di un’autorità di questo tipo a permettere l’insorgere di un rischio di controparte insostenibile: si è giunti infatti ad avere una controparte non più identificabile per le attività rischiose, anche per effetto del meccanismo delle cosiddette “stanze di compensazione”.

Per uscire dalla crisi è necessario rigenerare ottimismo, con misure di politica economica credibili che generino un clima positivo sul futuro: ad esempio, prendendo spunto dalle politiche attuate da Roosevelt durante la Grande Depressione, occorre aiutare il sistema a ridurre l'avversione al rischio derivante dal timore di *default*, incentivando in questo modo gli investimenti. La lezione giapponese, invece, ci dimostra che gli interventi finanziari hanno avuto un'efficacia di breve respiro, poiché l'uscita effettiva dalla crisi è iniziata, in Giappone, dopo la crisi asiatica della fine degli Anni '90, solo a partire dal 2003.

Rubbettino

Rubbettino

Alcune conclusioni

di Marco Mazzoli*

Dopo una discussione così densa di stimoli e di sollecitazioni da parte di tutti i relatori, che desidero ancora una volta ringraziare di cuore, a nome del CeSPEM “Mario Arcelli”, vorrei, in chiusura, proporre alcune riflessioni, che partono da due elementi. Il primo mi è stato suggerito, in realtà, da una conversazione che ho avuto l'onore di intrattenere ieri sera con il Prof. Paolo Savona, il secondo è uno spunto che, in tempi non sospetti, proposi ai relatori intervenuti alla III^a edizione delle “Lezioni Arcelli” (tenutasi il 12-13 aprile 2007): il Prof. Luigi Campiglio, il Prof. Giacomo Vaciago (entrambi presenti anche oggi), il Prof. Andrea Beltratti, l'On. Prof. Antonio Marzano, e il Prof. Marcello Messori¹.

Il Prof. Savona mi faceva notare ieri sera, con grande lucidità, il fondamentale ruolo che considerazioni di carattere meramente politico hanno giocato in molte scelte economiche degli ultimi decenni dei *policy makers* statunitensi e che sarebbe stato opportuno introdurre esplicitamente tali considerazioni di carattere politico nei modelli macroeconomici. Avevo sentito esprimere un punto di vista quasi identico anche da Alan Blinder nel 1997, quando ero *visiting fellow* all'Università di Princeton. In più, Alan Blinder aggiungeva che nella teoria e nella

* Direttore del CeSPEM Mario Arcelli.

¹ Si vedano in proposito le pp. 27-28 degli “Atti della terza Lezione Mario Arcelli”, a cura di M. Mazzoli e F. Arcelli, 2007, Rubbettino Editore.

modellistica macroeconomica dominante (quella che noi economisti chiamiamo comunemente *mainstream*) era presente, a suo avviso, una certa dose di ideologia: ad esempio nell'ipotesi di agente rappresentativo (che, riconducendo tutto il sistema macroeconomico alla modellizzazione di un individuo "tipo", esclude *a priori* l'eterogeneità degli individui) o nell'ipotesi di aspettative razionali (che, escludendo l'incertezza che scaturisce dall'agire simultaneo e scordinato degli agenti, relega ad un elemento "residuale" e stocastico l'errore di previsione degli operatori) o, ancora, l'illusione, allora molto diffusa, secondo cui l'espansione dei mercati dei titoli derivati avrebbe consentito di "assicurare" gli investitori finanziari da quasi tutte le tipologie di rischio e la creazione di titoli negoziabili sempre più sofisticati avrebbe permesso di ridurre la portata dei problemi derivanti dall'esistenza di mercati incompleti. Mi colpisce il fatto che Blinder formulasse quest'ultima considerazione alla luce della crisi asiatica del 1997, allora appena verificatasi... Come osservava il Prof. Campiglio, anche quella era una crisi "globale" che colpì (meno duramente di quella attuale) i mercati finanziari mondiali.

Ai relatori della III^a edizione delle "Lezioni Mario Arcelli" proposi il tema della (assenza di) *governance* nei mercati finanziari mondiali, privi di una vera e propria autorità di supervisione e dunque gravemente esposti al rischio di instabilità finanziaria. Tutti sappiamo bene, anzi, ricordiamo bene, che, fino ad un anno e mezzo fa, le poche voci critiche o, quanto meno, "dubbiose" sulle presuppunte virtù taumaturgiche della *deregulation* finanziaria erano isolate e, in qualche caso, persino tacitate di radicalismo. Eppure, come non pensare al percorso storico (molto lucidamente delineato dal Prof. Savona) che ha portato dagli accordi di Bretton Woods alla fine del sistema dei cambi fissi, causata dall'insostenibilità della centralità del dollaro nei mercati finanziari internazionali (come osservò a suo tempo Triffin) e, soprattutto, dall'esplosione del debito pubblico statunitense, riconducibile in gran parte (mi permetterei di ricordare) a spese militari. Il sistema di cambi fissi, l'età dell'oro del pensiero keynesiano, non dimentichiamolo, ha registrato tra il 1945 e il 1971 una crescita economica e di benessere che mai si

era verificata prima e che, soprattutto, ha interessato quasi tutti i paesi ad economia di mercato e, all'interno di ogni Paese, tutte le classi sociali. Ad esempio, è proprio in tale epoca che anche i ragazzi di estrazione sociale più povera poterono, per la prima volta nella storia, accedere all'istruzione universitaria, prima riservata ad una ristrettissima élite. Ebbene, fu proprio la brusca interruzione del sistema dei cambi fissi (causato dal debito pubblico e dalle alte spese militari americane associate alla guerra del Vietnam) che portò, dopo alcuni anni di instabilità e di difficoltà previsive dei modelli keynesiani, alla *deregulation* finanziaria proposta da Reagan e Thatcher negli Anni Ottanta e argomentata (sul piano scientifico) dai sopra citati modelli della nuova macroeconomia classica (divenuti poi *mainstream*), con agente rappresentativo ed aspettative razionali. Pensando al ruolo della politica e delle scelte militari nel plasmare il nostro attuale sistema economico, come non ricordare il grande presidente americano Eisenhower, conservatore, repubblicano e con una lunga carriera militare alle spalle, che mise tuttavia in guardia da quello che lui chiamava "l'apparato industriale e militare" (l'intreccio tra potentati economici, industria bellica ed alte gerarchie militari) in grado, a suo avviso, di condizionare la democrazia americana. Ebbene, per quegli ambienti da cui ci metteva in guardia Eisenhower le pressioni per ottenere maggiore spesa (militare) pubblica, causando conseguentemente un crescente debito pubblico e tensioni monetarie nel sistema a cambi fissi costituirono un gioco del tipo "win win": esigenze di sostenibilità politica della guerra in Vietnam spinsero infatti negli anni successivi il presidente Johnson ad aumentare la spesa sociale, appesantendo ulteriormente il debito pubblico americano ed accelerando la crisi del sistema a cambi fissi, plasmato a Bretton Woods. Il processo di globalizzazione e di *deregulation* finanziaria che ne è scaturito una decina di anni dopo ha modificato la realtà e gli scenari economici molto più rapidamente di quanto non si siano evolute le nostre teorie di riferimento. Ovviamente, con la globalizzazione le scelte dei governi, dei *policy makers* e delle autorità monetarie sono molto più vincolate e condizionate dai mercati finanziari internazionali: siamo di fronte ad un unico mercato finanziario sovranazionale e, in un

certo senso, non esiste più la “polis”, in cui le parti sociali si confrontano, negoziano e dibattono, poiché una parte sociale (la ristrettissima minoranza di individui non “ricchi” ma “super ricchi”, pari a meno dell’1% della popolazione mondiale, a cui faceva riferimento il Prof. Campiglio nel recente “Workshop sui Mercati Finanziari” organizzato proprio in questa sede lo scorso autunno dal CeSPEM) si è sottratta dalle leggi e dalle regole della “polis”, portandosi ad una dimensione sovranazionale, grazie alla globalizzazione. Come è noto, bastano pochi secondi per spostare milioni di euro da una borsa all’altra e questo significa che bastano pochi secondi per sottrarsi alla legislazione o alle scelte di politica economica di un Paese.

In questo contesto si pone in modo molto drammatico il problema della difesa delle fasce sociali più deboli. Come ha osservato il Prof. Boeri nel suo intervento, ogni mese sono in scadenza circa trecentomila contratti precari, che, in questa fase di recessione, non vengono, in generale, rinnovati, causando un costante allargamento della massa di disoccupati non tutelati. Nel giro di 6-8 mesi rischiamo di trovarci di fronte a gravissime tensioni sociali. Garantire una tutela sociale minima ai lavoratori precari che perdono il posto di lavoro non è solo un fatto etico, ma è anche necessario per mantenere un livello minimo di domanda che consenta alle nostre imprese di continuare a vendere i loro prodotti. È un dato di fatto statistico che bastano pochi punti percentuali di recupero dell’evasione fiscale per finanziare gli ammortizzatori sociali per tutti. Ridurre l’evasione fiscale è un fatto di volontà politica e sarebbe auspicabile che su questo punto la volontà politica fosse “bipartisan”. Occorre, ad esempio, che i *leader* politici nazionali si astengano da commenti e considerazioni giustificative dell’evasione, che, non dimentichiamolo, è un crimine grave e punito in alcuni paesi (tra cui gli USA) anche con il carcere, nei casi più gravi. Tra i provvedimenti tecnici che ridurrebbero immediatamente il livello di evasione fiscale vi è, ad esempio, la tracciabilità degli assegni, consentita da una normativa che fu introdotta nella scorsa legislatura ma che è stata abrogata dal presente Governo. Un’altra disposizione che ridurrebbe istantaneamente la grande evasione fiscale sarebbe la pubblicità e conoscibilità delle dichiarazioni

dei redditi. È già in parte possibile anche ora, ma con procedure burocratiche complesse. Se tali procedure fossero semplificate e se le dichiarazioni dei redditi fossero pubbliche, il semplice controllo sociale ridurrebbe infinitamente l'ammontare dell'evasione, senza aumentare gli oneri e il lavoro della Guardia di Finanza e delle forze dell'ordine: ad esempio il controllo sociale e la "*moral suasion*" degli amici potrebbero indurre molti proprietari di yacht e di Ferrari a fare dichiarazioni dei redditi più veritiere...

Nelle fasi di crisi e di recessione il danno sociale dell'evasione fiscale è particolarmente grave: significa meno risorse per gli anziani, per gli ammalati, per i bambini di famiglie a basso reddito.

Ci troviamo all'Università Cattolica e credo dunque che il luogo sia molto appropriato per aver toccato alcuni risvolti etici delle scelte di politica economica.

Rubbettino

Rubbettino



CeSPEM Mario Arcelli
UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE
FACOLTA' DI ECONOMIA - SEDE DI PIACENZA

V Lezione Mario Arcelli

“Le politiche economiche per combattere la crisi”

6 marzo 2009 Biblioteca “Passerini Landi” - Piacenza

Ore 9.00

Apertura dei Lavori

Saluto del **Sindaco di Piacenza, Ing. Roberto Reggi**

Saluto del **Pro-Rettore dell'Università Cattolica, Prof. Luigi Campiglio**

Ore 10,00

Prof. Paolo Savona, Presidente della Banca di Roma: **“Genesi e partenogenesi della crisi dei subprime”**.

Ore 10,30

Tavola rotonda con la partecipazione:

Prof. Ignazio Angeloni, Advisor to the Executive Board, European Central Bank (ECB), Francoforte

Prof. Luigi Campiglio, Università Cattolica del S. Cuore, Milano

Prof. Maurizio Baussola, Università Cattolica del S. Cuore, Milano

Prof. Tito Boeri, Università Bocconi, Milano

Prof. Giacomo Vaciago, Università Cattolica del S. Cuore, Milano

Moderatore: **Prof. Marco Mazzoli**, Università Cattolica del S. Cuore, Coordinatore del Comitato di Indirizzo delle “Lezioni Mario Arcelli”

Ore 12,00 Buffet

Piacenza, 5 dicembre 2008

Marco Mazzoli

Coordinatore del Comitato di Indirizzo
delle “Lezioni Mario Arcelli”

Rubbettino

Finito di stampare nel mese di ottobre 2009
dalla Rubbettino Industrie Grafiche ed Editoriali
per conto di Rubbettino Editore Srl
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)

Le lezioni Mario Arcelli organizzate dal CeSPEM Mario Arcelli

1. 4 marzo 2005 - On. Dr. Alberto Carzaniga, già Sottosegretario di Stato al Bilancio, “l’esperienza di governo con Mario Arcelli”
2. 3 marzo 2006 - Dr. Gerlando Genuardi, vicepresidente della Banca europea per gli Investimenti, “sviluppo locale e intervento europeo”
3. 12 aprile 2007 - Prof. Peter Hammond, Stanford University, “Intergenerational Public Finance in the Global Economy”; e 13 aprile 2007 (2^a lezione) - On. Prof. Antonio Marzano, già ministro per le Attività Produttive e presidente del CNEL, “la globalizzazione, l’Italia e l’Europa”
4. 29 febbraio 2008 - Sen. Prof. Mario Baldassarri, “The World Economy toward Global Disequilibrium”
5. 6 marzo 2009 - Prof. Paolo Savona, già ministro per l’Industria: “Genesi e partenogenesi della crisi dei subprime”.

Rubbettino

Rubbettino