

X Lezione Vicarelli, Università di Macerata, 22 ottobre 2008

Franco Reviglio, Il mercato e lo Stato nella globalizzazione: la crisi finanziaria e le crescenti differenze distributive

Sommario: La globalizzazione finanziaria e la crisi dei mercati nel 2008. Il ruolo dello Stato e del mercato per affrontare la crisi. I modi e i tempi per uscire dalla crisi. Le crescenti differenze distributive prodotte dalla globalizzazione nei paesi di vecchia e di nuova industrializzazione. Solo gli Stati possono correggerle, ma devono superare difficili ostacoli politici.

La globalizzazione finanziaria e la crisi dei mercati nel 2008

1. Desidero ringraziare il Laboratorio Fausto Vicarelli per questo invito. Ne sono onorato sia perché nella mia memoria è ben presente il ricordo del prof. Vicarelli che nei miei incontri romani di oltre vent'anni fa rivedo vicino all'indimenticabile Federico Caffè, sia perché l'invito ha precedenti illustri, quali quelli di Mario Draghi e di Luigi Spaventa.

La mia lezione sviluppa alcuni aspetti di tematiche care al prof. Vicarelli, l'evoluzione della finanza nel mondo globale in relazione all'economia industriale, l'instabilità del capitalismo e la redistribuzione del reddito nell'economia globale.

Essa intende valutare i ruoli del mercato e dello Stato nello scenario della globalizzazione offerto dall'apertura dei mercati alla libera circolazione delle merci, dei capitali e degli individui. Insieme ai grandi benefici che hanno accresciuto il benessere di milioni di abitanti del pianeta, questo scenario ha fatto nascere alcuni gravi problemi che il mercato, senza un nuovo rilevante intervento dello Stato, non può affrontare con successo.

Questi problemi sono la crisi finanziaria senza precedenti non limitata al paese, gli Stati Uniti in cui essa è esplosa, foriera di trasformare la recessione in depressione e di provocare una caduta della crescita mondiale e le grandi differenze distributive che determinano crescenti iniquità, tanto nei paesi industriali, quanto in quelli in corso di sviluppo.

I modi per affrontare questi problemi sono complessi e difficili, perché richiedono non solo nuovi e pregnanti interventi dello Stato nazionale mediante il credito, la moneta e la finanza pubblica, ma anche una nuova regolazione e supervisione non limitata al piano nazionale, ma estesa a quello internazionale e sovranazionale. Una nuova regolazione senza tuttavia condurre a un processo di deglobalizzazione attraverso l'imposizione di vincoli al libero commercio.

2. La grave crisi finanziaria che nel 2008 ha colpito così duramente la finanza americana estendendosi via via anche ad altri paesi, rappresenta un nuovo caso di scuola di inefficienza dello Stato con pesanti ripercussioni distributive, un caso che tuttavia riporta sulla scena dell'economia il suo ruolo correttivo insostituibile.

Le determinanti della crisi sono state, da un lato, l'eccesso di credito e il costo del denaro tenuto artificialmente troppo basso e, dall'altro lato, le carenze della regolazione e della supervisione necessarie per garantire i risparmiatori mediante vincolanti requisiti di trasparenza e adeguati rapporti patrimonio netto-totale degli attivi.

Negli Stati Uniti un'adeguata regolazione del sistema creditizio è stata rimossa dalla presidenza *Clinton* e non è stata ristabilita da quella *Bush*. Le banche di investimento non erano soggette ad alcuna regolazione e comunque in generale la supervisione delle autorità, il *Treasury*, la *Federal Reserve* (la *Fed*) e la *Security Exchange Commission* (la *Sec*), era insufficiente e permissiva, tanto che non appare infondata la critica ai regolatori di essere stati "catturati" dai regolati.

Tra le principali disfunzioni nella regolazione si possono ricordare la possibilità offerta alle banche di non applicare i vincoli di adeguatezza del patrimonio netto stabiliti dagli accordi di Basilea 2 e l'eliminazione nel 1999 dello *Glass-Steagal Act* che divideva le banche di investimento da quelle commerciali. A queste deregolazioni si deve aggiungere l'allentamento da parte della *Sec* dei vincoli che moderavano le vendite allo scoperto e infine l'introduzione obbligatoria della regola del *mark-to-market* che ha accelerato il circolo vizioso delle svalutazioni bancarie.

Gli effetti negativi di queste disfunzioni regolatorie sono stati amplificati dalle politiche monetarie troppo permissive perseguite dalla *Fed* che hanno tenuto i tassi di interesse troppo bassi e hanno fatto crescere in misura eccessiva il credito e dalla spinta imitativa dei paesi concorrenti a non regolare adeguatamente lo sviluppo della finanza.

L'ingegneria finanziaria infine ha utilizzato società-veicolo per fare apparentemente sparire i rischi di credito con operazioni complesse registrate fuori bilancio a fronte di un abnorme *leverage* finanziario. La mancanza di trasparenza ha distorto i *rating* delle agenzie specializzate e nello stesso tempo ha reso possibile uno sviluppo abnorme della speculazione finanziaria. I rischi incorporati nei titoli emessi erano praticamente ignoti agli emittenti e ai sottoscrittori.

3. Il volume dei derivati si è accresciuto a dismisura, oltre che per i titoli rappresentativi dei mutui immobiliari, anche attraverso operazioni di trasferimento dei rischi su titoli obbligazionari rappresentativi di prestiti per finanziare fusioni e acquisizioni, per l'acquisto di auto e di carte di credito.

Per spingere gli acquisti di abitazioni negli Stati Uniti le autorità governative avevano consentito che la corsa ai mutui proseguisse senza intoppi anche grazie a una legge (l'*American Dream Downpayment Act*) del 2003 che sussidiava gli acquisti di abitazioni consentendo che essi fossero quasi interamente finanziati con prestiti. Spiegano in parte queste disfunzioni anche i collegamenti di tipo lobbistico con il

mondo politico delle due Agenzie semigovernative specializzate nelle assicurazioni dei mutui edilizi (*Fannie Mae e Freddie Mac*).

La globalizzazione ha determinato una crescita senza controllo dei prodotti finanziari strutturati che ha minato alle sue basi i fondamenti di garanzia del risparmio, facendo venire meno ogni loro collegamento con l'economia reale. I crescenti crediti erogati alle famiglie e alle imprese con troppa facilità grazie all'elevata liquidità e al basso costo del denaro erano cartolarizzati e inseriti in nuovi prodotti finanziari creati a catena, i cosiddetti "derivati". Questi titoli atipici ottenevano *ratings* elevati grazie alle garanzie offerte dalle società assicurative.

Le banche di investimento e alcune banche commerciali con operazioni fuori bilancio hanno pertanto potuto creare attività finanziarie a catena del tutto slegate dal patrimonio netto, titoli complessi di cui neppure gli emittenti conoscevano il rischio. I rischi originari erano così amplificati in modo non trasparente dagli stessi operatori con la conseguenza di rendere impossibile agli acquirenti la percezione dei rischi che essi si assumevano. E tra gli acquirenti non troviamo solo investitori individuali, ma anche le stesse istituzioni finanziarie che li creavano e purtroppo anche i fondi pensione che investivano i risparmi delle famiglie.

4. La bolla finanziaria non è stata limitata agli Stati Uniti, ma si è estesa, seppure in dimensioni diverse, anche all'Europa e ai paesi di nuova industrializzazione dell'Estremo Oriente. Per le garanzie ottenute e gli elevati rendimenti offerti i titoli derivati sono stati veri e propri specchietti per le allodole attirando sempre di più investitori, tra i quali i fondi specializzati che investivano i risparmi dei cittadini per assicurare le future pensioni.

Le nuove procedure informatiche hanno facilitato questa formazione di ricchezza fittizia, ma esse hanno anche condotto al dissesto in tempi molto rapidi. I rischi debitori erano trasferiti a catena, senza un'effettiva garanzia perché il totale degli

attivi delle banche, esposto negli stati patrimoniali, rappresentato da debiti strutturati, ammontava a un multiplo assurdamente elevato del patrimonio netto.

I paesi industriali e in via di industrializzazione hanno assistito senza intervenire alla moltiplicazione dei rischi che invece avrebbero dovuto controllare e impedire. Casi come quello francese della *Société Generale* in cui un solo *trader* ha potuto provocare danni per 5 miliardi di Euro hanno posto in evidenza la mancanza di regolazione e di controlli prima che la crisi generale esplodesse.

Lo sviluppo senza regole della finanza era peraltro congegnale agli interessi degli Stati Uniti e dei paesi di nuova industrializzazione, quali la Cina e l'India perché, da un lato, consentiva agli Stati Uniti di mantenere i suoi squilibri esterno e interno, finanziandoli con i risparmi di paesi, quali la Cina e l'India e, dall'altro lato, permetteva a questi ultimi di crescere a tassi elevati.

In altre parole, l'alimentazione della domanda americana di merci prodotte in Estremo Oriente era necessaria per sostenerne la crescita, ma essa consentiva agli Stati Uniti di alimentare i propri gravi squilibri esterni e interni, finanziandoli in gran parte con gli avanzi della bilancia dei pagamenti dei paesi di nuova industrializzazione.

5. La creazione di titoli strutturati sembrava poter avvenire senza limiti, ben oltre il valore dei mutui edilizi. Negli Stati Uniti sono girate stime di ben 62 trilioni di dollari di derivati (i cosiddetti CDS-*Credit Derivatives Swap*), pari a oltre quattro volte il Pil americano, a fronte di “solo” 14 trilioni di mutui edilizi.

Derivando la provvista di risorse finanziarie non dai depositi, ma invece da prestatori di fondi, quando questi ultimi non hanno rinnovato i prestiti, le banche che hanno sviluppato titoli “derivati” si sono trovate in una crisi di liquidità e, a fronte della montagna di titoli emessi che hanno perso valore a causa della crisi dei mutui *subprime*, anche in una crisi di solvibilità che per gli effetti “a domino” poneva a rischio l'intero sistema finanziario.

Il detonatore della crisi finanziaria è stato l'aumento dei tassi passati in poco più di due anni, dal 2004 al 2006, dall'1 al 5,25% sul dollaro e dal 2 al 4% sull'Euro. Con questi aumenti le autorità monetarie che volevano controllare la crescita finanziaria indotta dalla speculazione finanziaria hanno invece posto in essere le determinanti finali della crisi.

Alla crisi hanno contribuito in misura rilevante anche le direttive UE del 2006 che nel dare concreta applicazione agli accordi di Basilea 2 hanno obbligato le banche a calcolare la propria solvibilità sulla base dei titoli a valori di mercato. Di conseguenza quando la caduta dei valori degli immobili ha determinato una riduzione del valore dei titoli posseduti contenenti mutui edilizi, le banche sono state costrette a svalutarli.

È allora divenuto evidente che il rapporto patrimonio netto-totale attivi (il cosiddetto *core tier1*) aveva raggiunto valori del tutto inappropriati a garantire i creditori e nel loro insieme la stabilità del sistema. Esso aveva raggiunto valori intorno al 3% nelle banche di investimento e valori intorno al 2% in alcune grandi banche generaliste quali *Deutsche Bank*, *Barclays*, *Ing Group* e *Ubs*.

Grazie alle operazioni fuori bilancio, queste banche non avevano rispettato i valori del rapporto patrimonio netto-totale attivi delle banche commerciali ritenuti affidabili, quali quelli pari al 7% delle principali banche italiane. Quando la caduta del valore delle case ha determinato una riduzione del valore dei titoli posseduti contenente i mutui edilizi, le banche hanno dovuto svalutarli e quindi è divenuta evidente l'insolvibilità di molti istituti bancari.

Negli Stati Uniti la crisi ha portato al pre-fallimento alcune importanti banche di investimento, quali *Bear Stearn* e *Lehman Brothers*, alla scomparsa di *Merril Lynch* come entità autonoma acquistata da *Bank of America*, alla trasformazione di *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* in banche generali, al fallimento della maggiore cassa di risparmio americana, la *Washington Mutual*, con un intervento di acquisto delle attività da parte della *Federal Deposit Insurance Corporation* e della *JP Morgan*.

Istituzioni prestigiose come *Lehman Brothers* sono state lasciate cadere in uno stato di prefallimento (l'amministrazione controllata in base al cosiddetto *Chapter 11*). Per dare al mercato la lezione che se si tengono comportamenti iper-rischiosi sussiste il rischio di fallire, perché lo Stato non garantisce con soldi pubblici la sopravvivenza delle banche in qualsiasi circostanza, si sono lasciate sviluppare gravi conseguenze sulla fiducia del mercato che forse si sarebbero dovute evitare.

Il ruolo dello Stato e delle autorità monetarie per affrontare la crisi

1. La crisi ha costretto i governi e le autorità monetarie a intervenire pesantemente per evitare che il contagio dagli Stati Uniti si propagasse e che il sistema creditizio bloccasse il credito alle imprese e alle famiglie con gravi ripercussioni sull'economia reale e quindi sulla crescita del pianeta.

Si è reso necessario un intervento pubblico senza precedenti mediante:

- immissioni di ingente liquidità da parte delle banche centrali alle istituzioni in difficoltà di fronte all'ondata di riscatti dei fondi. Negli Stati Uniti queste immissioni hanno impedito il collasso di *Fannie Mae e Freddie Mac*, le due agenzie assicurative dei mutui, un collasso che avrebbe di fatto bloccato la concessione di mutui sulla casa alle famiglie;
- megaprestiti con garanzie pubbliche a istituzioni finanziarie che potevano fallire, quali quelli a *Hypo Real Estate* in Germania;
- ricapitalizzazioni dello Stato di istituti assicurativi (*Aig*, la più grande società assicurativa americana) e di banche (*Northern Rock, Bradford & Bingley, Royal Bank of Scotland, Halifax Bank of Scotland, Lloyds TSB e Barkleys* nel Regno Unito e *Fortis Bank-Dexia* nel Benelux);
- la trasformazione di alcune banche d'affari, quali *Morgan Stanley e Goldman Sachs* in *holding* bancarie soggette al controllo della banca centrale proprio delle banche commerciali;

- interventi regolatori straordinari per vietare per alcuni mesi le operazioni allo scoperto e bloccare così la speculazione al ribasso.

2. Accanto agli interventi appena ricordati il governo e la banca centrale americana hanno disegnato un piano di salvataggio per fornire al Tesoro per *tranches* 700 miliardi, un ammontare ritenuto necessario e sufficiente per ripulire il mercato dalle attività patrimoniali in crisi mediante acquisti dei titoli in difficoltà. Il 29 settembre il piano è stato respinto dal Congresso per il timore che esso trasferisse alle banche (a *Wall Street*) risorse pagate dal contribuente.

Molti deputati appartenenti al partito repubblicano si sono espressi per lasciare al mercato la soluzione della crisi temendo che il salvataggio, pari al 5% del Pil, potesse accrescere di altrettanto il debito pubblico. Essi ritenevano che si sarebbe dovuto far pagare i costi della crisi non al contribuente, ma agli azionisti delle banche, perché con i 700 miliardi del piano *Paulson* e il salvataggio delle exAgenzie *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, il debito pubblico americano sarebbe cresciuto a oltre il 100% del Pil con un aumento dell'onere sul contribuente pari ad almeno un terzo.

Valutazioni più pessimistiche indicavano addirittura che nel prossimo trentennio il debito sarebbe potuto salire sino al 150% del Pil. Si ricordava che in Giappone a causa dei salvataggi delle banche il debito pubblico era salito dal 60% del Pil alla fine degli anni Ottanta all'attuale 180%.

Queste valutazioni trascuravano che nel medio-lungo periodo una parte delle risorse richieste dall'intervento di salvataggio sarebbe stata recuperata se le quotazioni delle attività acquisite dal Tesoro avessero ripreso in parte i valori che avevano prima della crisi, come è avvenuto con i salvataggi avvenuti in passato, quali quello delle banche svedesi avvenuti agli inizi degli anni Novanta, della *Chrysler* del 1979 e delle *Savings&Loan* americane.

3. Altre critiche al primo piano *Paulson* sottolineavano sue debolezze, in primo luogo l'insufficienza del piano per bloccare una crisi finanziaria globale a causa dell'enorme volume dei titoli strutturati a rischio (quelli in gergo denominati "tossici"), ma anche i tempi lunghi necessari per mettere in funzione la macchina degli acquisti di titoli.

Si lamentava altresì la carenza di generalità, perché la protezione offerta alle istituzioni finanziarie non era stata estesa ai cittadini danneggiati direttamente e indirettamente dalla crisi allargando la garanzia sui depositi dei risparmiatori e autorizzando i giudici fallimentari a modificare unilateralmente scadenze e condizioni dei mutui insolventi.

Il successo del piano avrebbe richiesto che in cambio dei titoli acquistati il *Treasury* potesse contribuire alla ricapitalizzazione degli istituti bancari in difficoltà, ricevendo partecipazioni che possano in futuro essere valorizzate una volta che, ristabilita la fiducia i corsi dei titoli, essi recuperino le precedenti quotazioni, ma questo tipo di intervento non era stato possibile per ragioni ideologiche.

Infine un ultimo punto debole del piano era indicato nella mancata imposizione di un tetto agli stipendi e ai paracadute di uscita ai banchieri. Si lamentava che solo alcuni dei massimi responsabili degli istituti salvati avevano perso il posto e che le perdite subite dagli azionisti erano state ingiustamente differenziate.

La bocciatura del primo piano *Paulson* da parte del Congresso è stata male accolta dai mercati che hanno realizzato nella sessione di mercato della sua bocciatura una caduta *record* delle quotazioni.

5. La crisi finanziaria americana non discende tanto da una carenza di liquidità, ma piuttosto dall'estendersi sui mercati di una valutazione pessimistica sulla solvibilità del sistema finanziario per gli inadeguati rapporti patrimonio netto-totale degli attivi esistenti.

La fiducia dei mercati finanziari rappresenta un bene pubblico che spetta allo Stato assicurare. Grazie al riconoscimento *bipartisan* dell'esigenza di ricostituire la fiducia nei mercati, nei giorni successivi alla bocciatura del primo piano *Paulson* si è riusciti ad approvare un nuovo piano che, pur mantenendo l'ammontare dell'intervento complessivo sino a 700 miliardi di dollari, addirittura lo ha aumentato di altri 150 miliardi e ha ridotto alcune debolezze del precedente.

Tra le novità introdotte si possono ricordare l'aumento delle garanzie sui depositi, alcune riduzioni fiscali a favore della classe media e soprattutto la possibilità in caso di necessità di fare divenire lo Stato azionista delle banche in difficoltà, superando gli ostacoli ideologici verso quest'ultima forma più pregnante di intervento pubblico.

Una ricapitalizzazione delle istituzioni in difficoltà con apporti degli azionisti privati e con fusioni bancarie è indispensabile, ma richiede tempi lunghi non compatibili con una rapida soluzione della crisi. Essa può essere grandemente facilitata se lo Stato assume direttamente una partecipazione negli istituti in difficoltà, offrendo la garanzia dello Stato che non si lasceranno i mercati senza protezione, eventualità quest'ultima che in via di principio il piano Paulson² non escludeva.

I modi e i tempi per uscire dalla crisi

1. Il contenimento delle conseguenze negative che la crisi finanziaria produrrà sull'economia reale dei paesi europei e quindi anche sulla nostra dipendono in ampia misura da una politica congiunta di tutti i paesi per il rilancio dei crediti interbancari. Per ristabilire la fiducia e contenere il contagio sistemico della crisi americana si sono resi necessari interventi concertati e coordinati delle banche centrali e delle autorità intergovernative.

Tra i principali interventi vi è stata l'immissione di ingenti liquidità nel sistema, la riduzione di mezzo punto dei tassi di interesse concordata dalle banche centrali dei maggiori paesi, la tutela dei depositanti mediante un'allargata garanzia pubblica sui depositi. Solo negli Stati Uniti i finanziamenti alle banche hanno raggiunto 900 miliardi di dollari, con prestiti alle banche concessi senza limiti, per tempi prolungati e con limitate richieste di garanzie collaterali. A questi interventi si sono aggiunti, sempre negli Stati Uniti, gli acquisti di *Commercial papers*.

Nel loro insieme gli interventi sinora attuati non hanno intaccato che in parte quella che è la causa strutturale della crisi, lo sgonfiamento dell'enorme bolla che ha determinato lo sviluppo irragionevole dei titoli che costituiscono gli attivi bancari. Secondo il Fondo Monetario le svalutazioni complessive di questi titoli ammonterebbero a 1.400 miliardi di dollari, di cui sarebbero già avvenute 760 miliardi (580 a carico delle banche).

Le svalutazioni che rimangono da completare ammonterebbero a ben 640 miliardi complessivi per la maggior parte a carico delle banche². Per ricapitalizzare le banche di questo importo senza un intervento diretto dello Stato sarebbero necessari tempi lunghi, non compatibili con l'esigenza di bloccare la crisi e rilanciare l'economia reale.

Il mercato non appare in grado di completare da solo le ricapitalizzazioni particolarmente difficili nei casi in cui i rapporti patrimonio netto-totale attivi sono particolarmente bassi che sono numerosi in alcuni paesi europei, quali il Regno Unito, la Francia e la Germania. Anche dopo la sospensione decisa dalle autorità europee dal terzo trimestre 2008 dell'obbligo di valutare le attività al cosiddetto *fair value*, gli attivi devono essere valutati sulla base dei fondamentali sottostanti, evitando gli effetti devastanti di svalutazioni in conseguenza dei deprezzamenti sui valori di mercato indotti da eventi di breve periodo, spesso di tipo speculativo. Un prudente apprezzamento dei fondamentali deve tenere conto degli effetti della recessione non facilmente misurabili. Ma la rivalutazione dell'attivo è di per sé difficile.

2. Sull'esempio britannico (il piano *Gordon-Brown* ha previsto interventi per circa 500 miliardi di sterline), con una decisione congiunta, coordinata e veloce, l'Eurogruppo è riuscito ad evitare un rischio sistemico, a bloccare la crisi e a ridare fiducia ai mercati. Il piano adottato ha previsto misure coordinate dei paesi membri per quasi 1.900 miliardi di Euro, un importo pari a oltre il doppio del piano americano.

All'ingente immissione di liquidità si sono aggiunte misure quali l'estensione della garanzia pubblica ai prestiti bancari concessi sino alla fine del 2009 e per cinque anni alle emissioni obbligazionarie delle banche sempre varate entro il 2009, la ricapitalizzazione delle banche nelle situazioni più difficili mediante una iniezione di capitale direttamente dallo Stato con l'acquisizione di azioni privilegiate e l'introduzione di regole contabili più flessibili con la sospensione del *mark-to-market*.

L'assunzione di una partecipazione diretta dello Stato potrà avvenire alle normali condizioni di mercato con modalità temporanee e una remunerazione privilegiata, senza che lo Stato influisca sulla *governante* delle banche ricapitalizzate. Le ricapitalizzazioni dello Stato dovranno essere accompagnate da appropriati piani di ristrutturazione e i *managers* bancari responsabili dovranno essere sostituiti.

In Italia a queste misure si è aggiunto lo scambio di titoli di Stato con titoli a medio termine e con certificati di deposito delle banche e delle società di assicurazione per un importo sino a 40 miliardi, uno scambio che non accrescendo l'indebitamento e il debito pubblico consente alle banche di riscontare i titoli ricevuti con la BCE.

Subito dopo l'annuncio degli interventi europei gli Stati Uniti hanno modificato le precedenti decisioni, con una ricapitalizzazione diretta dello Stato nella banche fino a 250 miliardi di dollari e con garanzie illimitate sui depositi bancari senza interesse.

3. Anche dopo la decisione di ricapitalizzare le banche con un apporto dello Stato un pieno recupero della solvibilità delle banche non potrà avvenire in tempi brevi. Come è avvenuto nel caso di salvataggio del sistema bancario svedese dei primi anni Novanta, esso richiederà un lungo processo di ristrutturazione del sistema bancario e assicurativo e probabilmente non eviterà una lunga recessione (in Svezia tre anni di crescita negativa).

Il raggiungimento di un adeguato rapporto capitale-totale degli attivi sarà conseguito solo quando il valore fittizio incorporato nei titoli strutturati sarà stato interamente eliminato grazie a un'ingente ricapitalizzazione (il Fondo Monetario ha stimato che siano necessari almeno 675 miliardi di dollari), ma la rivalutazione del portafoglio delle banche è un processo difficile e lungo.

Le perdite connesse alla svalutazione dei titoli strutturati non dovrebbero essere accollate allo Stato e quindi ai contribuenti, ma invece subire un ammortamento a carico degli azionisti e dei creditori, un'operazione difficile (in Svezia si valuta che il salvataggio sia costato all'erario 4 punti di Pil).

Come evitare che le assunzioni di partecipazioni dello Stato possano imporre l'onere dell'aggiustamento patrimoniale sulle spalle dei contribuenti rimane peraltro un problema aperto, anche se è stato previsto che l'eventuale assunzione di partecipazioni da parte dello Stato debba essere temporanea e se non si debba escludere che in futuro le partecipazioni pubbliche possano essere cedute sul mercato a condizioni vantaggiose.

La crisi si concluderà solo dopo che saranno state registrate tutte le perdite relative ai titoli strutturati e che saranno ristabiliti nuovi rapporti patrimonio netto-totale degli attivi considerati adeguati dal mercato.

La soluzione definitiva della crisi richiede anche una nuova regolazione e supervisione dei mercati non limitata ai singoli stati nazionali, ma estesa a tutti i maggiori paesi, idonea a evitare in futuro il ripetersi di altre crisi. La regolazione e la supervisione non devono essere affidate a più soggetti senza coordinamento e non deve più accadere che si lasci funzionare il mercato senza fornire agli operatori e ai risparmiatori le informazioni necessarie a rendere trasparenti i rischi che si assumono.

Una rinnovata regolazione e supervisione presuppone innovazioni istituzionali che devono prendere atto dei grandi cambiamenti nella distribuzione della forza economica avvenuti. Per dare stabilità al sistema finanziario, la cooperazione dei grandi paesi industriali (il G8) dovrebbe essere allargata con nuovi meccanismi istituzionali ai grandi paesi che ne sono esclusi, quali il Brasile, il Messico, l’Africa del Sud, la Cina e l’India.

3. Nel nostro paese le ripercussioni della crisi finanziaria sul sistema bancario dovrebbero essere relativamente limitate grazie alla severa sorveglianza sui mutui elargiti e ai migliori coefficienti patrimoniali di solvibilità Tier1 pari in media al 7,9% rispetto al 2,7% francese, al 2% tedesco e al 4,4% britannico. Le famiglie italiane sono meno indebitate di quelle degli altri paesi europei, tre volte in meno di quelle tedesche. Nello stesso tempo i mutui edilizi raggiungono il 17% del Pil, rispetto al 40% tedesco, al 62% della Spagna e al 108% della Danimarca.

Gli effetti negativi che la crisi finanziaria produrrà sulla nostra economia reale saranno mitigati dal minor peso sul Pil del nostro sistema finanziario rispetto a paesi quali il Regno Unito e i Paesi Bassi e dal più basso livello del suo indebitamento (quello britannico è 2,7 volte superiore al nostro). Le lamentate arretratezze del nostro sistema economico per la bassa crescita dei servizi finanziari ad elevato valore aggiunto ostacoleranno gli effetti reali della crisi.

Potranno tuttavia sorgere problemi di adeguatezza dei capitali bancari ai quali potrà comunque porre rimedio la garanzia offerta dal fondo pubblico predisposto a questo scopo. Questi problemi possono nascere in tre casi, se risulteranno consistenti esposizioni verso istituzioni estere in difficoltà non rilevate dalla Centrale dei rischi o verso le *Siv* o altre società possedute dalle banche non consolidate nei loro bilanci e se si effettueranno svalutazioni delle attività per riportarle dai valori storici a quelli di mercato.

Le crescenti differenze distributive prodotte dalla globalizzazione nei paesi di vecchia e nuova industrializzazione

1. La globalizzazione ha determinato in pochi anni la crescita del benessere economico per alcune centinaia di milioni di persone appartenenti ai paesi in via di sviluppo che sono usciti dalla miseria. Nello stesso tempo essa ha creato crescenti differenze distributive sia nei paesi industriali, sia in quelli in via di sviluppo.

Nei paesi industriali la globalizzazione ha aumentato il potere di acquisto dei consumatori che hanno potuto disporre di una crescente offerta di beni manufatti a basso prezzo, ma ha anche impoverito alcuni milioni di lavoratori dei settori tradizionali che hanno sofferto per la progressiva erosione della loro base produttiva.

Nei paesi di nuova industrializzazione la globalizzazione ha aggravato la sperequazione distributiva tra i lavoratori dei settori industriali che hanno potuto godere dell'aumento dei loro redditi e le moltitudini che ancora sono rimaste nell'agricoltura. Questa sperequazione determina una spinta straordinaria verso l'occupazione industriale da parte della forza lavoro nell'agricoltura.

Circa 20 milioni di contadini in Cina e oltre 10 milioni in India cercano annualmente un'occupazione nei settori industriali. Essi sono una risorsa per la crescita, ma anche una gigantesca carta assorbente di materie prime e prodotti agricoli sui mercati mondiali. Ne consegue la necessità per i due paesi di mantenere tassi di crescita elevati, intorno al 10%, per assorbire questo esodo settoriale e controllare le enormi tensioni che un loro eventuale mancato impiego determinerebbe.

Nei paesi di vecchia industrializzazione la competizione con il lavoro dei paesi emergenti ha drasticamente ridotto la quota del Pil destinata alla remunerazione del lavoro. Nell'Europa occidentale dopo il 1980 tale quota si è ridotta di circa il 15% (dal 73,1% nel 1980 al 63,6% nel 2005). Anche il nostro paese è stato coinvolto in misura relativamente maggiore da questa tendenza redistributiva che ha favorito il capitale rispetto al lavoro.

Di converso, nei paesi di nuova industrializzazione si è accresciuta la quota del reddito destinata al lavoro, ma non si è ridotta la miseria esistente nei paesi che non sono stati capaci di inserirsi nel sentiero di accelerata crescita prodotto dalla globalizzazione.

Il contrasto distributivo tra la parte maggiore della popolazione del pianeta rimasta poverissima e quella minore, ma crescente che ha potuto accrescere il proprio livello di vita, è divenuto sempre più intenso e insopportabile.

Per i maggiori consumi indotti dalla globalizzazione si è inoltre acuito l'utilizzo insostenibile delle risorse naturali esauribili e si è aggravato il rischio di effetti devastanti dei cambiamenti climatici.

2. Il nuovo contrasto distributivo è un fenomeno appena agli inizi. Nei paesi industriali nei settori tradizionali a media-bassa tecnologia e valore aggiunto un crescente numero di lavoratori perde il posto di lavoro per l'erosione della base produttiva e vede ridursi il proprio potere di acquisto per l'aumento dei prezzi dei

beni alimentari e dell'energia determinato dalla dinamica della domanda dei paesi di nuova industrializzazione.

Gli effetti di impoverimento che ne conseguono aprono una nuova questione sociale. Esplodono crescenti tensioni per l'accresciuta disuguaglianza derivante dall'impoverimento dei redditi medio-bassi a fronte dell'erogazione di trattamenti ultragenerosi ritenuti un ingiusto e inaccettabile privilegio.

I milioni di nuovi posti di lavoro nei settori a elevata tecnologia e valore aggiunto compensano solo in parte i posti di lavoro perduti nei settori tradizionali. Il saldo tra posti di lavoro creati e perduti non è nel complesso positivo, ma alcuni paesi che riescono a trasformare il proprio sistema produttivo a favore dei settori nuovi a elevata tecnologia e valore aggiunto meglio di altri, riducono e talora anche compensano gli effetti negativi sull'occupazione complessiva.

La globalizzazione crea una nuova dicotomia distributiva tra i lavoratori generici nei settori di beni e servizi tradizionali e quelli specializzati che operano nei comparti all'elevata tecnologia e valore aggiunto che riescono ad accrescere i propri redditi spesso grazie alle rendite derivanti dalle situazioni di protezione dei settori in cui operano. Nel complesso crescono gli indicatori delle differenze distributive.

Sulle fasce crescenti di famiglie che hanno perso il lavoro si è anche abbattuta la perdita di potere di acquisto generata dall'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia prodotto dall'accresciuta domanda da parte dei paesi in via d'industrializzazione.

Solo gli Stati possono correggerle, ma devono superare difficili ostacoli politici

1. La nuova questione distributiva creata dalla globalizzazione interessa, anche se in misura differente, i paesi di vecchia e nuova industrializzazione. Essa crea l'esigenza di applicare meccanismi compensativi per difendere i livelli di vita di coloro che la globalizzazione danneggia.

Intaccando la competitività nei paesi europei di vecchia industrializzazione la globalizzazione riduce le dimensioni dei settori cosiddetti tradizionali, producendo un tasso di disoccupazione crescente di natura diversa da quella prodotta nelle fasi riflesse del ciclo economico, una disoccupazione che è stata denominata “strutturale”.

Per fronteggiare questa disoccupazione negli anni Ottanta si è erroneamente ricorsi a politiche di bilancio espansive di tipo keynesiano. Si è così determinata, almeno sino ai primi anni Novanta, una crescita senza soste del debito pubblico, un aumento dell’inflazione e del costo del denaro e un abbassamento del tasso di crescita economica. La ricetta adottata non era efficace a curare la disoccupazione, perché non attaccava le determinanti della disoccupazione e del declino economico.

Gli effetti negativi della globalizzazione hanno prodotto una linea di pensiero che indica nel mercato e nella globalizzazione il nemico-responsabile dell’impoverimento di ampie fasce di lavoratori e delle loro famiglie e chiede il ricorso a restrizioni quantitative e a dazi protettivi.

Il fondamento di queste richieste poggia sull’erosione della base produttiva dei paesi di sbocco prodotta dall’utilizzo di pratiche dirigiste, in primo luogo dall’artificiosa gestione del cambio della moneta, oltre che da estese forme di *dumping* sociale, vale a dire dall’applicazione di *standard* di lavoro inaccettabili in Occidente.

Non è questa la risposta adeguata alle nuove sfide prodotte dalla globalizzazione. Solo in qualche caso, particolarmente quando la crescita delle esportazioni assume una velocità troppo accelerata e una dimensione rilevante, l’adozione di politiche di protezione temporanee può essere utile a fare superare gli ostacoli politici che nei paesi di nuova industrializzazione contrastano il venir meno delle pratiche dirigiste.

2. Si discute se l’obiettivo redistributivo, per quanto giustificabile di per sé sotto il profilo politico, possa avere un costo tale, in termini di efficienza, da sconsigliarne il

perseguimento. Il problema è di valutare se esista e quale sia il *trade-off* tra l'efficienza e la modifica distributiva desiderata, perché potrebbe avvenire che la redistribuzione desiderata abbia costi troppo elevati in termini di efficienza. Alcuni ritengono che la redistribuzione abbia costi di efficienza superiori ai vantaggi che essa produce.

In altre parole se la collettività, o la sua maggioranza, desidera una distribuzione della ricchezza in senso maggiormente egualitario, occorre accertare se l'azione redistributiva prodotta dai tributi o dai trasferimenti non sia tale da condurre a una perdita di efficienza intesa come una riduzione del prodotto. In questo caso una parte del prodotto andrebbe perduta nella distribuzione dal ricco al povero.

I risultati di crescita economica registrati in un ampio gruppo di paesi sembrano suggerire che una minore disuguaglianza induce una maggiore crescita economica. Due sarebbero le politiche che, in presenza di accresciuta disuguaglianza, produrrebbero l'impatto negativo sulla crescita economica: l'aumento dell'imposizione sui redditi di capitale necessario per attuare la redistribuzione desiderata dall'elettore mediano e il disincentivo prodotto sui ricchi a detenere attività espropriabili dai poveri dall'accresciuto conflitto sociale.

In alcuni casi i miglioramenti distributivi conducono ad aggiustamenti delle distorsioni nell'allocazione delle risorse. Tra questi si possono ricordare, ad esempio, gli accordi redistributivi tra i paesi industriali a favore dei paesi del Terzo Mondo per ottenere che essi adottino politiche di controllo delle emissioni nocive nell'atmosfera.

3. Non è la globalizzazione il nemico da abbattere se si vuole correggere gli effetti negativi che essa produce. Nei paesi industriali la perdita di posti di lavoro e i bassi salari di una parte crescente dei lavoratori sono la conseguenza dell'incapacità politica di governare il cambiamento attraverso lo sviluppo di nuove attività nei settori a elevato valore aggiunto e tecnologia e attraverso la crescita della produttività.

Questo cambiamento richiede la rimozione dei protezionismi corporativi mediante le liberalizzazioni, l'adeguamento delle regole che consentono un efficiente

funzionamento del mercato, l'aumento degli investimenti per adeguare la dotazione infrastrutturale e il miglioramento della formazione e della ricerca, particolarmente di quella tecnico-scientifica.

Spetta allo Stato governare i costi sociali della globalizzazione mediante adeguati interventi redistributivi, non strettamente assistenziali, a favore dei redditi più bassi e mediante politiche dirette a facilitare la mobilità tra settori industriali e tra professionalità. Il principale e più difficile di questi interventi è la riforma dello Stato Sociale senza fare venire meno le protezioni acquisite.

La correzione delle crescenti differenze distributive richiede l'intervento pubblico anche nei paesi di nuova industrializzazione. Questo tipo di intervento è diverso e più difficile che nei paesi di vecchia industrializzazione, perché deve svilupparsi in uno scenario in cui la protezione sociale è limitata, se non inesistente e perché le capacità normative e amministrative dell'intervento pubblico sono nella maggior parte dei casi inadeguate.

L'attenuazione delle differenze distributive determinate dalla globalizzazione non può venire dall'imposizione di nuovi vincoli al funzionamento del mercato, ma solo da interventi pubblici diretti a correggere le crescenti differenze distributive che la globalizzazione produce. Ma per svolgere questa funzione redistributiva gli Stati devono superare estese difficoltà politiche, perché le classi dirigenti dei paesi più ricchi e i ceti privilegiati dei paesi in via di industrializzazione sono restii a sopportare i sacrifici richiesti.

¹Sugli effetti distributivi rinvio al mio *Globalizzazione ed equità distributiva: il ruolo del mercato e delle scelte politiche*, in corso di pubblicazione su "Economia pubblica" e in un volume edito dallo "Studium Marcianum" di Venezia.

² *Global Financial Stability Report*, ottobre 2008.