

**LEZIONI PER IL FUTURO**

# Il mondo ritorna a correre l'Italia non si fermi

di **Guido Tabellini**

**I**l dibattito sulle «Lezioni per il Futuro», aperto sul Sole 24 Ore con il mio articolo del 7 maggio, ha ospitato interventi di grande rilievo e offerto numerosi e importanti spunti di riflessione. Il dibattito è stato troppo ricco di contenuti per poterlo riassumere o per commentare tutte le questioni sollevate. Senza alcuna pretesa di completezza, vorrei tuttavia riprendere alcune delle idee che sono emerse.

**La crisi e le dottrine economiche**

Non c'è alcun dubbio che la crisi in corso sarà ricordata come un evento d'importanza storica, paragonabile alla Grande Depressione del '29 e alla spirale inflazionistica che è seguita al crollo di Bretton Woods e al primo shock petrolifero negli anni 70. Entrambi quegli eventi hanno avuto un profondo impatto, non solo sulla realtà economica e politica, ma anche sul mondo delle idee.

La Grande Depressione ha portato alla rivoluzione keynesiana e ha trasformato il modo di pensare su ruolo e obiettivi della politica economica e sui confini tra stato e mercato. L'inflazione degli anni 70 è stata seguita

dalla controrivoluzione monetarista guidata dalle idee di Milton Friedman. E questa volta? Vi sarà un'altra rivoluzione nelle idee degli economisti circa i compiti della politica economica e il funzionamento di un'economia di mercato?

Io penso di no. Le lezioni da trarre, per quanto importanti, sono più circoscritte. Riguardano principalmente il funzionamento di alcuni aspetti dei mercati finanziari, e in particolare la gestione del rischio, e l'assetto della regolamentazione finanziaria. Ma non vi sarà una revisione sostanziale degli obiettivi di politica economica, né dei concetti fondamentali di come funziona un'economia di mercato.

Chi afferma il contrario in genere pensa che la crisi abbia minato il cosiddetto principio della capacità di autoregolamentazione dei mercati finanziari. Ma questa affermazione rivela una conoscenza superficiale della moderna teoria economica. Come ha ricordato Roberto Perotti (Il Sole 24 Ore del 27 maggio), la fiducia nella capacità di autoregolamentazione dei mercati finanziari appartiene all'ideologia politica, non alla dottrina economica.

È da trent'anni che gli economisti studiano i fallimenti dei mercati finanziari, le bolle speculative, le asimmetrie informative che distorcono

gli incentivi dei manager e degli intermediari finanziari, le crisi di liquidità. Le lezioni da trarre riguardano l'impostazione e i contenuti della regolamentazione finanziaria, non la sua necessità. Prova ne è che la crisi ha travolto soprattutto le banche, il settore più regolamentato di tutti.

**La nuova regolamentazione finanziaria**

In questi giorni cominciano a prendere forma le prime proposte di come ridisegnare la regolamentazione finanziaria. Il piano più dettagliato, appena presentato da Barack Obama, si basa su tre lezioni tratte dalla crisi. Primo, l'assetto di regole esistenti si concentrava sulla stabilità delle singole istituzioni finanziarie, trascurando il rischio sistemico.

Continua ► pagina 2

## ► Continua da pagina 1

**P**er rimediare a questo problema, Obama ha proposto d'istituire un nuovo organo di coordinamento tra le diverse agenzie di regolamentazione, e di dare alla Federal Reserve un ampio mandato di supervisione e regolamentazione su tutte le istituzioni finanziarie sufficientemente grandi e interconnesse da poter influire sul rischio sistemico (e non solo le banche) prevedendo la possibilità di variare discrezionalmente i requisiti patrimoniali e di liquidità anche in funzione anti-ciclica. È anche prevista una regolamentazione assai più stringente dei mercati dei derivati e dei sistemi di pagamento.

Secondo, la gestione della crisi ha evidenziato le difficoltà nel contenere le conseguenze di fallimenti di istituzioni come Lehman, Bear Stearns o Aig, con implicazioni sistemiche. Per questo l'amministrazione propone un meccanismo di risoluzione delle crisi di grandi istituzioni finanziarie, che concede alle autorità poteri straordinari per difendere la stabilità sistemica, anche a scapito degli interessi di azionisti o di particolari classi di creditori.

Terzo, la crisi ha messo in luce i conflitti d'interesse associati alle agenzie di rating e alle innovazioni finanziarie basate sulle *asset backed securities*, che separavano le attività d'erogazione dei prestiti dalle decisioni d'investimento finanziario. Per ovviare a questi problemi, l'amministrazione chiede che chi eroga il prestito sia costretto a tenerne in portafoglio una quota (per altro molto piccola, solo il 5%), impone maggiori requisiti di trasparenza e riduce la rilevanza delle agenzie di rating.

Si può dissentire nel merito dei singoli

provvedimenti. In particolare, è un peccato che il Presidente Obama si sia lasciato scappare questa occasione per semplificare l'assetto complessivo che attualmente prevede un numero eccessivo d'autorità di supervisione e regolamentazione. E forse non si sentiva il bisogno di aggiungere anche una nuova agenzia con il compito di proteggere



i consumatori contro pratiche predatorie nella concessione dei prestiti. Al contrario, il vincolo di tenere in portafoglio almeno il 5% dei prestiti erogati sembra troppo blando per incidere davvero sugli incentivi distorti degli intermediari. Ma non c'è dubbio che si tratti di un progetto ambizioso e in linea con i principali insegnamenti che è possibile trarre dalla crisi. Speriamo ora che il Congresso e le lobby della finanza non ne stravolgano o indeboliscano i contenuti.

È anche interessante notare cosa Obama ha ommesso di fare: il progetto di riforma non prevede alcun tetto o limite ai compensi dei manager delle banche. Chi vedeva nel nuovo Presidente il paladino della guerra alla disuguaglianza e alla plutocrazia dei manager troppo pagati resterà deluso.

Anche l'Unione Europea sta impostando una riforma della regolamentazione finanziaria, che pone particolare enfasi sul rischio sistemico. Ma i primi segnali sono deludenti. Il Consiglio dei capi di stato riuniti a Bruxelles il 18-19 giugno ha approvato l'idea di costituire un nuovo organo, lo European Systemic Risk Board (Esrc), con compiti analoghi a quelli del nuovo Consiglio proposto dal Presidente degli Stati Uniti, tra cui quello di emettere raccomandazioni alle autorità nazionali di supervisione per prevenire il rischio sistemico. Ma mentre il piano Obama prevede che vi sia un'unica agenzia, la Federal Reserve, con il compito di supervisione e regolamentare le istituzioni finanziarie che hanno implicazioni sistemiche, in Europa ne resterebbero 27.

Nulla garantisce che le raccomandazioni emesse dal centro siano poi attuate alla periferia. Rispetto alla situazione attuale, la nascita dell'Esrc sarebbe un passo avanti, perché darebbe più efficacia al coordinamento della supervisione nazionale. Ma rispetto alle esigenze della finanza globale e agli insegnamenti di questa crisi, rischia di essere ancora un'occasione sprecata. Sarebbe stato meglio conferire alla Bce poteri di supervisione e regolamentazione analoghi a quelli previsti dal piano Obama per la Fed.

### Gli squilibri internazionali

Una lezione importante della crisi, sottolineata da diversi contributi al dibattito, riguarda il ruolo avuto dagli squilibri internazionali. Prima della crisi, in molti pensavano che i disavanzi con l'estero degli Stati Uniti fossero insostenibili, e che prima o poi avrebbero provocato un crollo nella finanza internazionale. La crisi c'è stata, ma non è stata causata da un'interruzione del flusso degli investimenti in dollari.

Il meccanismo che lega la crisi agli squilibri internazionali è più indiretto. Se le famiglie americane accumulavano debiti invece di risparmiare, è anche perché negli Stati Uniti si è riversato un fiume

di liquidità proveniente dai paesi in via di sviluppo, con diverse motivazioni: la manipolazione del cambio per favorire le esportazioni cinesi, la costituzione di riserve valutarie in seguito alla crisi asiatica del '97, la ricerca d'investimenti liquidi e a basso rischio altrimenti non reperibili.

Ora il consumatore americano ha imparato la lezione, e sta ricostituendo i suoi risparmi. Magli Stati Uniti restano in disavanzo con l'estero, sebbene meno che in passato, perché nel frattempo sta indebitandosi lo stato. Ciò è inevitabile, se si vuole evitare una frenata troppo brusca dell'economia americana. Ma non elimina le preoccupazioni originarie sull'insostenibilità della situazione. Prima o poi il disavanzo con l'estero americano dovrà chiudersi, e il flusso d'investimenti in dollari si prosciugherà. Come ha ricordato Barry Eichengreen, l'incognita è cosa succederà al dollaro e ai rendimenti sul debito pubblico americano in quelle circostanze. Ma qui non vi è alcuna riforma all'assetto nazionale della regolamentazione che possa rimediare al problema. E la moneta mondiale evocata da Tommaso Padoa-Schioppa rimane un sogno lontano.

### La fine della grande moderazione

Il decennio precedente lo scoppio della crisi era chiamato il periodo della "grande moderazione", per sottolineare la grande stabilità macroeconomica nei paesi avanzati rispetto alla volatilità degli anni 80 e 90. Ora, per fronteggiare la crisi, le banche centrali di tutto il mondo hanno iniettato ingenti dosi di liquidità nell'economia mondiale. Vuol dire che, dopo aver perso la stabilità della crescita, dovremo rinunciare anche alla stabilità dei prezzi?

Come ha sottolineato Carlo De Benedetti, nel prossimo futuro il pericolo maggiore sarà la deflazione. Le economie hanno accumulato una grande capacità inutilizzata, e la disoccupazione continuerà ad aumentare almeno per tutto il 2009. In queste circostanze, le pressioni su prezzi e salari continueranno a essere verso il basso, non verso l'alto.

Tuttavia la liquidità dovrà trovare uno sbocco. Al momento tutti chiedono investimenti liquidi e di breve periodo, e la liquidità ha trovato spazio nei portafogli dei risparmiatori e degli investitori istituzionali. Man mano che le prospettive miglioreranno, tuttavia, anche l'avversione al rischio tornerà a salire. Ed è probabile che ciò avvenga prima che la capacità inutilizzata sia riassorbita: i tempi di reazione dei mercati finanziari sono sempre più rapidi di quelli dell'economia reale.

Il corollario di questo ragionamento è che dobbiamo aspettarci un'accentuata volatilità dei prezzi delle attività finanziarie. Le bolle e gli eccessi speculativi non finiranno con questa crisi. Al contrario, la reazione della politica monetaria alla crisi

in corso, per quanto priva di alternative, ha posto le basi per i prossimi eccessi. I prezzi dei beni e servizi rimarranno stabili, contenuti dalla depressione economica. Ma i prezzi delle commodity, o di specifici prodotti finanziari, potranno subire variazioni violente spinte da una massa di liquidità alla ricerca di rendimenti elevati o di protezione contro le aspettative d'inflazione futura.

Una delle lezioni di questa crisi è che la politica monetaria non può limitarsi ad assicurare la stabilità dei prezzi, ma deve anche farsi carico della stabilità dei mercati finanziari, sia ex ante, nel prevenire gli eccessi, che ex post, al momento del crollo. Sarà importante ricordare questa lezione nel prossimo futuro.

### L'Italia e l'uscita dalla crisi

Sebbene immune dagli eccessi che hanno contraddistinto altre economie avanzate, anche l'Italia è stata travolta dalla recessione. Il crollo del commercio mondiale ha messo in ginocchio la parte più produttiva ed efficiente dell'economia italiana: le imprese manifatturiere che esportano e competono con successo in tutto il mondo. Purché la recessione mondiale non duri troppo a lungo, tuttavia, questa parte dell'economia italiana si riprenderà e forse, proprio perché efficiente e immune da eccessi, saprà approfittare delle nuove opportunità prima e meglio dei concorrenti.

I veri problemi dell'economia italiana erano e restano altri: il Mezzogiorno, la pubblica amministrazione inefficiente, la giustizia troppo lenta, l'istruzione e la ricerca inadeguate alle esigenze del paese, la mancanza di concorrenza in molti comparti dei servizi. Come hanno ricordato il Presidente Ciampi e Corrado Passera, è su questi problemi ben noti che si giocherà la sfida del nostro futuro economico. Ma le difficoltà in cui oggi versa la parte più produttiva del paese rendono ancora più intollerabile l'immobilismo politico e l'incapacità di affrontare i problemi di sempre.

*Con questo intervento si conclude la discussione «Lezioni per il futuro» iniziata sul Sole 24 Ore del 7 maggio*

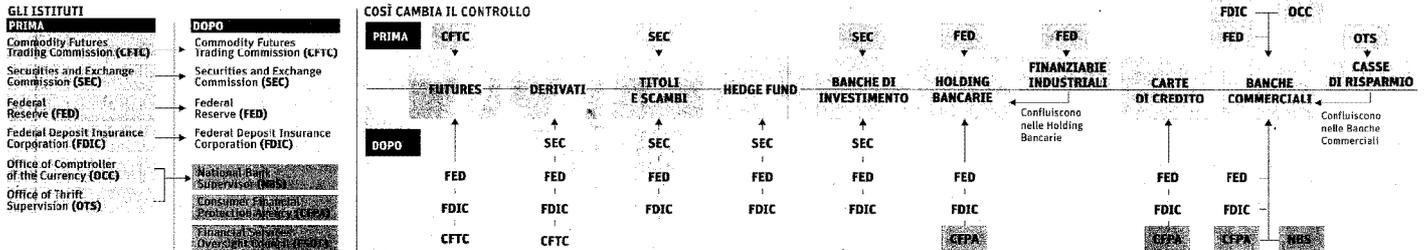
© RIPRODUZIONE RISERVATA

# La Ue. Persa un'occasione per istituire un solo ente regolatore L'Italia. Le imprese ripartiranno prima e meglio dei concorrenti Un rischio per tutti: il ritorno degli eccessi

Le regole e i nuovi controlli proposti da Obama saranno la via d'uscita dalla recessione

Più poteri alla Fed e aumentano gli enti di controllo

Il piano Obama per la regolamentazione dei mercati finanziari



**OPINIONI A CONFRONTO**



**Carlo Azeglio Ciampi**  
 Presidente emerito della Repubblica

Azione decisa. Il piano di Barack Obama si basa su tre lezioni tratte dalla crisi: nuove regole capaci di affrontare il rischio sistemico, contenimento delle conseguenze dei fallimenti e lotta ai conflitti d'interesse



I veri problemi italiani erano e restano altri: il Mezzogiorno, la pubblica amministrazione troppo lenta, la ricerca inadeguata. Da qui bisognerà ricominciare



**Tommaso Padoa-Schioppa**  
 Ex ministro dell'Economia e delle Finanze

Sugli Stati Uniti si è riversato un fiume di denaro proveniente dai paesi in via di sviluppo con diverse motivazioni. La moneta mondiale è ancora un sogno



**Barry Eichengreen**  
 Economista dell'Università di Berkeley

L'incognita è che cosa succederà al dollaro e ai rendimenti sul debito pubblico americano, ma nessuna riforma può porre rimedio al problema

