#### Quello che vola sotto i radar

di Riccardo Bellofiore e Francesco Garibaldo

Lo schianto

2008-2018

Come un decennio di

crisi economic ha cambiato

Adam Tooze

Adam Tooze
LO SCHIANTO
2008-2018
Come un decennio di crisi

ECONOMICA HA CAMBIATO
IL MONDO
ed. orig. 2018, trad. dall'inglese

ed. orig. 2018, trad. dall'inglese di Roberto Serrai e Chiara Rizzo, pp. 766, € 35, Mondadori, Milano 2018

Crashed. How a decade of financial crises changed the world di Adam Tooze è un libro di notevole interesse. Il titolo originale può essere meglio reso come *Il crollo*: fu il collasso finale del neoliberismo come lo abbiamo conosciu-

to. La crisi ebbe inizio nel 2007, e il volume si conclude nel 2017. E ci si chiede perché "crisi finanziaria" debba divenire "crisi economica": anche se è certamente vero che la crisi finanziaria del 2007-2008 configura la forma attuale del "crollo" capitalistico come fenomeno ricorrente, e mai finale. Il libro ha due dimen-



Tooze impiega lo schema teorico di Claudio Borio (con Piti Disyatat) e Hyun Song Shin, economisti della Banca dei regolamenti internazionali. Nel caso di Shin, il riferimento è all'esigenza di abbandonare una visione per "isole" della economia internazionale. Si tratta di prendere congedo dalla visione tradizionale keynesiana di metà Novecento, dove le unità di base sono "nazioni" che commerciano, incorrono in avanzi e disavanzi di partite correnti, e per questa via accumulano attivi e passivi finanziari. Attorno a questa realtà si raggruma tutta una visione della politica. La concezione adeguata al secolo che si apre è quella di una matrice che connette tra di loro gli stati patrimoniali di agenti finanziari e produttivi: l'incrocio dei bilanci delle varie corporation che l'autore definisce una "compatta oligarchia".

I flussi finanziari sono ormai largamente indipendenti dalla politica nazionale, e i poli messi in rapporto non hanno niente a che vedere con piccole unità di una supposta realtà di perfetta

concorrenza. Una visione per stati patrimoniali interrelati è quella che struttura l'analisi di Hyman Minsky.

Nel caso di Borio e Disyatat, il lavoro che più ha colpito Tooze è quello del 2011 che sostiene non vi sia legame tra le cosiddette *global imbalances* (gli squilibri commerciali tra paesi) e la crisi finanziaria. Il retroterra teorico della (non) relazione tra flussi di capitale e squilibri di conto corrente è meglio chiarito in uno scritto del 2015 sul prendere il "finanziamento" (più) sul serio. In una logica di circuito monetario, la questione che viene messa in rilievo è che non ha (più) troppo senso focalizzare lo sguar-

do sui flussi di capitale netti: semplificando, sottrarre alla "moneta" che entra via esportazioni la "moneta" che esce via importazioni. Bisogna invece porre attenzione ai flussi lordi di capitale, visto che ogni spesa deve essere finanziata, anche quando tali flussi si "coprano". Essi possono essere volatili o costruire con-

dizioni instabili e/o insostenibili.

La rilevanza per il discorso sulla crisi globale ed europea è immediata. La crisi fu prevista, ma era quella sbagliata. Si riteneva che il problema principale fosse l'enorme passivo commerciale degli Stati Uniti rispetto alla Cina. Si sarebbe trattato di un "eccesso di risparmio globale", che sarebbe affluito negli Stati Uniti alla caccia di titoli di stato "sicuri", abbattendo i rendimenti sui treasury bills e scatenando la caccia a rendimenti più elevati: di qui la crisi dei subprime. Ovvio il timore, economico e geopolitico, di una fuga di quei capitali dagli Stati Uniti, di una brusca svalutazione del dollaro, di un drammatico rialzo del tasso di interesse. Gli squilibri di partite correnti sono spesso posti al centro anche della crisi europea, che sarebbe dovuta agli avanzi commerciali del centro dell'eurozona rispetto alla periferia. Per quanto diffusa, una idea del genere è altrettanto sbagliata di quella secondo cui la crisi sarebbe dovuta al debito pubblico: fu invece dovuta all'implosione di un debito privato divenuto enorme. Il sistema circolatorio finanziario è ormai indipendente dai legami commerciali perché nella nuova finanza la liquidità che si può ottenere non è una somma fissa, limitata dai fondamentali della cosiddetta economia reale. Si tratta di un ammontare elastico, che in caso di bolle delle attività (finanziarie o immobiliari) può espandersi senza limiti su scala transnazionale.

Qual è la natura della crisi? Si trattò di una paralisi di quel funding o financing che gli agenti possono ottenere sempre più facilmente e a breve termine sul mercato monetario per investire a lunga, ampliando il loro "effetto leva" in percentuali sempre più elevate, senza all'apparenza dar luogo a rischi per la stabilità finanziaria. Questo finanziamento si è azze-

Primo piano

rato in pochissimo tempo, dalla crisi dei subprime (estate 2007) al fallimento della Lehman Brothers (settembre 2008). La crisi si è verificata non sull'asse finanziario sino-statunitense ma su quello della finanza transatlantica che connette l'eurozona (con al centro, dal punto di vista finanziario, il Regno Unito) agli Stati Uniti. Se si guarda ai flussi lordi, si vede come la dimensione di quelli cinesi o anche giapponesi impallidisce a confronto con l'eurozona o il Regno Unito. Le banche europee furono attive protagoniste delle innovazioni finanziarie: la crisi del 2007 le investì subito, in anticipo rispetto alle banche d'oltreoceano. Il conseguente crollo "collaterale" del funding significò la necessità degli agenti coinvolti – tutti, uno dopo l'altro - di realizzare liquidità svendendo le proprie attività. Un enorme panico (un global bank run) che nella nuova economia macro-finanziaria transnazionale poteva prendere una velocità inedita, e assumeva una potenza distruttiva mai sperimentata. La deflazione da debiti si metteva in moto in nuova forma, su dimensioni addirittura superiori a quelle del grande crollo degli anni trenta.

La seconda parte vede al centro la crisi dell'eurozona. Anche in Europa la circolazione dei fondi non era guidata dai flussi commerciali ma da banchieri alla caccia dei finanziamenti più a buon mercato e che garantivano i rendimenti più elevati. Anche qui ciò che guida il commercio non sono i rapporti tra le economie nazionali, ma le ampie catene del valore transnazionali. Non furono gli squilibri commerciali dell'eurozona a generare quelli finanziari, fu semmai il contrario. Se anche in Europa è il sistema bancario e finanziario al centro della crisi, il difetto di nascita dell'euro non va visto solo nell'assenza di una "costituzione fiscale" che consentisse politiche della domanda effettiva, industriali e strutturali, oltre che redistributive tra regioni. Pesa l'incapacità di mettere in piedi strumenti e regole che rendano l'eurozona capace di gestire una crisi bancaria, come

l'assenza di una volontà di agire su questo terreno in modo cooperativo e disciplinato, con adeguata determinazione. Mancanze tanto più gravi dato che proprio in Europa la finanza delle banche era cresciuta in modo particolarmente sproporzionato. Secondo Tooze, però, la crisi europea dal 2010 in poi tutto fu meno che inevitabile. Fu una crisi politica più che economica.

Mentre negli Stati Uniti la Federal Reserve pompava da subito liquidità nel sistema bancario, nell'eurozona erano gli stati patrimoniali delle banche ad assorbire il debito sovrano, e con un certo ritardo, a causa della scelta della Bce di Trichet di mettere in campo un piano di rifinanziamento a lungo termine astenendosi invece dall'acquistare titoli. Negli Stati Uniti per aiutare Main Street, cioè le attività reali, si è voluta salvare Wall Street, la finanza. La focalizzazione esclusiva sul sistema finanziario ha mobilitato tutte le risorse che lo stato aveva a disposizione per salvare l'infrastruttura finanziaria della società dal rischio di implosione sistemica, assimilato a un'emergenza militare. Se il mondo è sfuggito al ripetersi di un crollo come quello degli anni trenta del Novecento lo deve in parte a questo salvataggio finanziario, ma anche essenzialmente all'imponente manovra espansiva cinese (di impronta tradizionalmente keynesiana) e agli "stabilizzatori automatici".

Anche per quel che riguarda la stabilizzazione europea, lo sguardo di Tooze si volge alla finanza transatlantica, e mostra come gli Stati Uniti si siano riaffermati come il centro dominante, imponendosi come l'unico stato-nazione che poteva non soltanto parare i colpi all'interno, ma anche imporre una soluzione globale. L'ultima crisi riconferma come la crisi dell'egemonia degli Stati Uniti sia il mezzo della sua riaffermazione. Superato il periodo più critico, il consolidamento fiscale era tornato prepotentemente nell'agenda internazionale. Dal 2010 il ritorno a politiche di austerità nei bilanci pubblici nell'eurozona è particolarmente violento e determina un drammatico avvitamento della crisi: accelerazione che mette a rischio la stessa moneta unica. Di fronte all'intrattabilità del debito greco sarebbe stata necessaria una ristrutturazione del debito, e dunque un suo taglio, che lo rendesse gestibile. L'illusione di poter recuperare crediti ormai inesigibili configura un tipico caso di extend and pretend: prolunga (il credito, inasprendone i termini) e fingi di poterlo recuperare in futuro. Il contagio fece temere l'imminente fallimento di banche importanti come nel caso irlandese, portoghese e spagnolo. Le connessioni dei bilanci mettevano a rischio tutta l'Europa, ma se ciò fosse accaduto per via dei legami interni alla circolazione finanziaria transatlantica la crisi sarebbe potuta tornare negli Stati Uniti.

È ora l'Europa che rischia di trascinare a fondo la finanza globale. Quando la successione di crisi fece schizzare verso l'alto gli spread ci sarebbe stato bisogno che la Bce comprasse titoli sovrani. Non lo fece, e in questo il rifiuto di Berlino di svolgere un ruolo di leadership da "egemone benigno" configura quella che è stata definita una storia dell'orrore" politico. L'Europa, come tutti, più che un eccesso di dollari ne aveva una disperata necessità. L'uscita generale dalla crisi si materializzò grazie all'apertura da parte della banca centrale statunitense di linee di swap: uno scambio di flussi di cassa con cui la Fed immette liquidità, cioè cede dollari, al sistema bancario globale, autorizzando un nucleo selezionato di altre banche centrali a concedere a loro volta crediti in dollari. Chi ne beneficiò di più fu l'Europa, dove furono pompati trilioni di dollari. Non abbiamo qui né un salvataggio né qualcosa di non trasparente, ma si tratta certo di qualcosa che vola sotto i radar, ed è per questo trascurato nelle analisi e nella discussione.

A salvare l'Europa da un circolo vizioso di insolvenza e mancanza di liquidità nel settore pubblico e in quello privato fu il ruolo di prestatore di ultima istanza globale degli Stati Uniti. A questo, seguì il whatever it takes di Draghi, e il quantitative easing anche nell'eurozona: la stessa Bce accetta di fungere (sia pure indirettamente) da lender of last resort. Pensiamo qui si debba aggiungere qualcosa a Tooze. Ci riferiamo all'intervento sullo shadow banking: finanziamenti sul mercato monetario, o comunque di brevissimo termine, ottenuti per estendere prestiti a lungo termine. Negli Stati Uniti lo shadow banking si era costruito su sempre più sofisticati processi di cartolarizzazione di attività private, che hanno finito con lo svolgere funzione di collaterale per sostenere una piramide (sempre più intricata) di finanziamenti. Già dal 2008, la Fed comprese la necessità di sostenere il mercato monetario, facendosi non soltanto prestatore di ultima istanza ma anche dealer of last resort attraverso massicci acquisti dei titoli. A questo serve, tra l'altro, il quantitative easing. In Europa, le cose vanno diversamente. L'intervento della Bce nella



### N. 11 L'INDICE

### Primo piano

#### Il pensiero breve

Intervista ad Adam Tooze di Marta Musso

costruzione del mercato pronto contro termine e della cartolarizzazione di attività sicure da usare come collaterale è essenziale, con perno i titoli sovrani.

Tale azione viene dapprima impiegata a fini 'disciplinari', per imporre il rispetto dei parametri fiscali: il che finisce col rivelarsi pro-ciclico proprio in una fase recessiva. Si impone allora anche a Draghi l'adozione del *quantitative easing*. È chiaro che l'offerta di liquidità dipende ormai da un collaterale politicamente comandato, e il rischio di ripiombare nella crisi si fa valere sulla politica della BCE.

Alla fine del 2013 la crisi sembrava superata. Nel lato strettamente finanziario, la stabilizzazione pare funzionare. Magra consolazione, si dirà, ma nondimeno consolazione visti i rischi corsi, e l'incapacità di intravedere una alternativa. La crisi ha però disvelato che il sistema monetario-finanziario si erge su fondamenta irriducibilmente politiche. Ad alcuni spettano scelte, a tutti gli altri regole e disciplina. Il costo è elevato, e si traduce nella ripresa del sovranismo, nella deriva razzista, e così via. Governance capitalistica e democrazia sono in rotta di collisione. Dentro questa storia si inseriscono fattori destabilizzanti a cui Tooze presta attenzione in una terza parte del volume, scritta in tempo reale, e che apre ad un futuro incerto, senza "chiudere" il discorso sulla crisi. Protagonisti sono la Grecia, l'Est Europa (l'Ucraina), la Cina, Trump e la Brexit. Non possiamo trattarne, per ragioni di spazio.

Una recensione non è una recensione se accanto ad un apprezzamento del volume recensito non ne segnala i limiti. In inglese c'è una espressione che fa al caso nostro: full disclosure (trasparenza totale). È bene che il lettore sappia le ragioni delle nostre lodi e delle nostre critiche. Insieme a Mariana Mortàgua abbiamo pubblicato un volume nel 2019 (Euro al capolinea? La vera natura della crisi europea, Rosenberg & Sellier), preceduto da un saggio del 2014. Già nel saggio proponevamo una visione macro-finanziaria della crisi, globale ed europea convergente con quella di Tooze. Di qui le lodi. Nel nostro volume però l'accento sul ruolo centrale di una finanza trans-nazionale nella crisi del 2007-2008 viene inquadrato dentro una riconfigurazione concettuale del neoliberismo e viene integrato da una indagine del ruolo delle catene trans-nazionali della produzione.

Di qui i limiti: Tooze dice quasi niente sulla prima questione e pochissimo sulla seconda. *Crashed* fornisce un contributo essenziale a una letteratura che inizia solo ora ad essere scritta, e che deve constare di molti altri capitoli.

riccardo.bellofiore@unibg.it

R. Bellofiore insegna economia monetaria all'Università di Bergamo

fgaribaldo@gmail.com

F. Garibaldo è sociologo industriale e saggista Lo Schianto è la prima ricostruzione in chiave storica della crisi finanziaria del 2008.

Nonostante siano eventi che appartengono al presente, il libro ne dà una prospettiva storica, e regala una nuova interpretazione della crisi. Che fonti ha usa-

Il problema di scrivere questo tipo di storia, naturalmente, è che non c'è ancora materiale d'archivio. Ho lavorato sui verbali del Federal Open Market Committee della Fed, un organo insolitamente trasparente; e soprattutto sulle analisi di economisti, politici, e leader del mondo economico. Non credo di aver prodotto una nuova interpretazione della crisi a dire il vero, ho solo studiato quelle che considero le analisi più intelligenti fatte negli anni. La mia storia racconta la comparsa della macro-finanza come nuovo modello analitico, incentrato sullo studio dei bilanci delle grandi banche globali anziché dei bilanci dei singoli Stati: il libro inserisce questo passaggio nel più ampio contesto storico e geopolitico, al di là delle analisi tecniche, e ne spiega l'im-

# Cosa ha scoperto durante le ricerche per il libro, rispetto all'idea della crisi che aveva prima?

La dimensione transatlantica ed europea è stata sicuramente un punto di svolta. Ho iniziato il libro come critica alla storia economica della crisi come stava venendo sviluppata dagli economisti, penso soprattutto a Questa volta *è diverso* di Reinhart e Rogoff (il Saggiatore, 2010), un libro che ha ispirato le successive politiche sul debito pubblico, e la cui analisi storica è a dir poco semplicistica. Il mio progetto iniziale era dare un resoconto della crisi realmente calato nella storia, ma non riuscivo a capire molti degli sviluppi degli ultimi dieci anni finché non ho realizzato che i rapporti finanziari transatlantici erano il vero perno della crisi. Questo fatto fondamentale non era nascosto, ma semplicemente ignorato dalla narrativa ufficiale, e io l'ho messo al centro del discorso.

### Negli anni precedenti al 2008 pensava che una crisi di queste dimensioni potesse accadere?

Sì, ma ero anche io convinto dell'analisi che critico all'inizio del libro, quella per cui una possibile crisi finanziaria sarebbe stata causata dagli squilibri di bilancio tra Cina e Stati Uniti. All'epoca spaventavo i miei studenti dell'Università di Cambridge mostrando loro la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti di quegli anni, e poi quella della Repubblica di Weimar. Era il modo sbagliato di intendere la genesi del 2008, ma era la visione assolutamente dominante, soprattutto nei circoli vicini alla presidenza Clinton, che erano molto concentrati sui problemi geopolitici, sui grandi squilibri di bilancio che la guerra al terrore di Bush e i tagli alle tasse stavano causando, con una crescente dipendenza verso la Cina. Che la crisi non sia arrivata per problemi di bilancio nazionale, ma per l'implosione del sistema finanziale globale, è stato uno shock.

## Se ci fosse un nuovo 2008, il sistema finanziario mondiale sarebbe capace di tenerlo sotto controllo?

Un nuovo 2008 implicherebbe

una nuova gigantesca bolla di de-

bito privato tra Stati Uniti ed Eu-

ropa, e questo non è il caso di oggi.

È importante sottolineare che il 2008 non è stato solo un'altra crisi finanziaria, è stato la crisi terminale del modello bancario transatlantico emerso con il mercato dell'eurodollaro negli anni sessanta e settanta. Recenti dati di Oxford Economics mostrano che una bolla di debito privato paragonabile a quella del 2007 oggi esiste, ma si trova in Cina, dove il quadro geopolitico è completamente diverso. Nel 2008, la Fed si comportò come prestatore di ultima istanza, pompando letteralmente trilioni di dollari nel sistema bancario globale, con più della metà della liquidità versato nelle banche europee. La grande domanda, oggi, è se la Fed sia nuovamente disposta a intervenire con misure così drastiche. La logica del 2008 fu che la Fed doveva intervenire per prevenire la svendita degli asset americani, ma naturalmente un fattore importante fu il rapporto da sempre privilegiato tra Europa e Stati Uniti. Il punto cruciale è: può esistere un rapporto simile tra la Fed e la Banca popolare cinese? Nel 2015-2016 i due istituti cooperarono fortemente per evitare una nuova crisi, ma allora c'era Obama. E il problema non è solo Trump, ma il Partito repubblicano in generale. Già nel 2008 il Gop rifiutò di sostenere Bush in una serie di operazioni di bailout essenziali. Nel 2011, quando ci fu il rischio di default sui bond, una parte del partito ha dovuto organizzare seminari di altissimo livello con i propri membri per spiegare la gravità delle conseguenze di un default, perché molti esponenti del Congresso lo stavano seriamente prendendo in considerazione. In sostanza, uno dei due grandi partiti americani ha smesso di ragionare come forza di governo per diventare un movimento ideologico, lasciando ai democratici la responsabilità della gestione della crisi. C'è una lotta forte all'interno del partito perchè non venga interamente assorbito da questa ala estremista, nazionalista, pregiudizialmente contro il *big government*, che prima si articolava intorno al Tea Party. Il nocciolo della questione è se il Partito repubblicano tornerà mai ad essere normale. Nel Partito democratico stesso, per altro, sta crescendo un'ala fortemente di sinistra, il che da un punto di vista di politica interna è più che comprensibile, ma che non ha una visione per la politica estera. Non

è chiaro quindi, per la prima volta dal 1945, dove voglia stare l'America nel mondo.

Guardiamo all'Europa, che sta vivendo simili processi politici, specie nella radicalizzazione della destra. La Brexit ne è forse l'emblema, ma lei l'ha definita una nota a piè di pagina della storia.

Dopo che ci sarà un accordo, a chi importerà fuori dal Regno Unito? L'errore dei pro-Brexit è stato di pensare che per il resto d'Europa potesse annunciarsi una catastrofe, e che quindi il Regno avrebbe avuto man forte nei negoziati. In realtà la Brexit è una crisi solo nel Regno Unito, mentre a Parigi, Berlino, o Bruxelles, è considerato un problema tecnico, quasi irrilevante; sono molto più preoccupati per l'evoluzione politica in Italia o negli Stati Uniti. Fa eccezione l'Irlanda, che però ha potere di veto sugli accordi, il che in un certo senso è una giustizia storica: un paese che cent'anni fa lottava per la propria indipendenza, ora ha praticamente il controllo sull'uscita del Regno Unito dall'Europa.

# Dal suo libro si evince che dieci anni fa i governi non avevano idea di cosa stessero facendo le banche. Quali sono i margini di manovra per riportare la finanza sotto la loro supervisione?

Questo è un punto che non possiamo più evitare, ormai si parla da più parti di piani simili a Bretton Woods. Ma Bretton Woods era un accordo basato su relazioni tra stati, mentre adesso si tratta di limitare il potere di enormi corporazioni private, come ho detto, macrofinanza contro la "vecchia" economia politica. La crisi ha messo in luce tutte le possibilità di azione da parte degli stati, ma ha anche sottolineato la scelta di questi di non agire. Anche quando i grandi attori finanziari privati stavano implodendo, ed erano interamente nelle mani di decisioni governative, il loro potere è stato ripristinato.

### Manca la volontà o manca la capacità da parte dei governi?

No, non è un problema di capacità. In Europa si può dire che manchi la capacità, ma questo è di per sé una scelta: l'Europa sceglie di non avere potere in materia. Negli Stati Uniti il Dipartimento del tesoro avrebbe tutte le risorse per affrontare il problema. Le azioni da intraprendere non sono estreme, si tratterebbe di ristrutturare il sistema bancario in istituzioni più piccole, cambiare il sistema di tassazione, impedire le attività speculative. Riforme in questo senso ci sono state, penso ad esempio alla Svizzera, ma timide rispetto al quadro generale.

#### Perché l'Europa sceglie di non agire? Per non perdere competitività nei grandi giochi del capitalismo mondiale?

Al contrario, le politiche seguite finora sembrano studiate per ridurre l'Europa e la propria industria a forza di seconda, terza, quarta categoria. Le conseguenze della crisi dell'eurozona sulle imprese europee sono state enormi, basti guardare all'Italia. Se l'eurozona era stata pensata come una piattaforma di accumulazione di ricchezza per le imprese europee, tra il 2008 e il 2015 ha fallito miseramente. No, il problema è la predominanza d'insignificanti tattiche di sopravvivenza politica da parte degli attori nazionali, che hanno potere di veto e che non hanno alcun desiderio di formulare soluzioni di larga scala, solo per paura di perdere le prossime elezioni. Non dicono che perché diventi una piattaforma stabile di prosperità, l'eurozona deve andare avanti in direzione federalista, integrando aree chiave di politica economica; e non parlano del vero rischio, gli effetti catastrofici di un suo collasso. Questo brevetermismo è un comportamento estremamente irresponsabile.

### Il brevetermismo però è una forza storica molto forte.

Vero, e nei prossimi dieci o vent'anni ne pagheremo tutte le conseguenze. Il brevetermismo è davvero a breve termine, ma si sa, nel lungo termine siamo tutti morti, e restiamo intrappolati in questo paradosso, mentre il tempo conta tantissimo, sia per le finestre di azione che si aprono e si chiudono, sia per i danni permanenti che possono cambiare le condizioni in cui potremo operare scelte nel futuro.

