

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
FACOLTÀ DI SCIENZE STATISTICHE
Corso di Laurea in Statistica Economia e Finanza

Tesi di laurea in MACROECONOMIA

Anno Accademico 2009/2010

“Crisi finanziaria: cause e possibili rimedi”

Relatore: **DOTT. EFREM CASTELNUOVO**

TESI DI LAUREA DI
CAMILLA BISCO

INDICE

Introduzione	5
I. Le cause del tracollo	9
II. La crisi: da crisi finanziari a recessione economica	21
III. Gli errori da non ripetere: nuove regole	27
IV. Manovre macroeconomiche	37
Fiducia	39
Consumi	44
Disoccupazione	51
Conclusioni	55

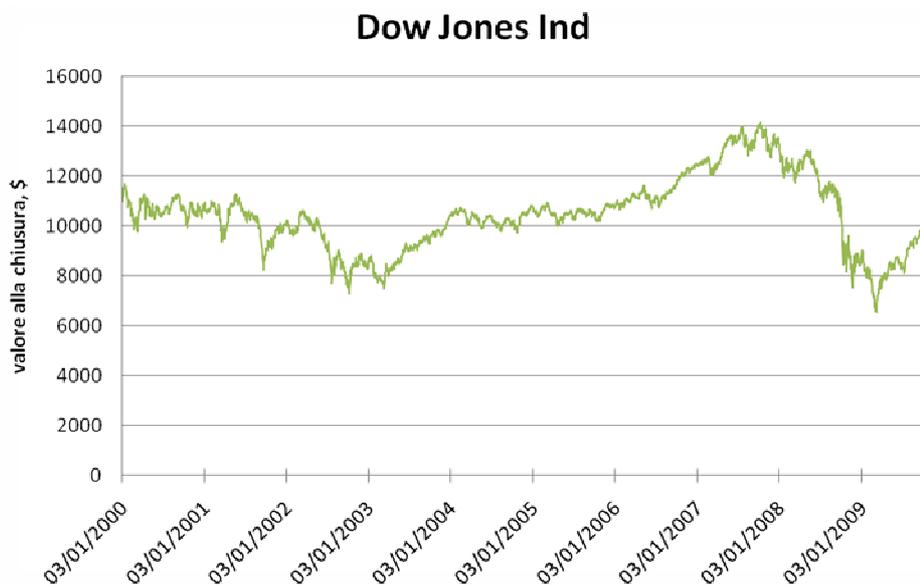
Bibliografia

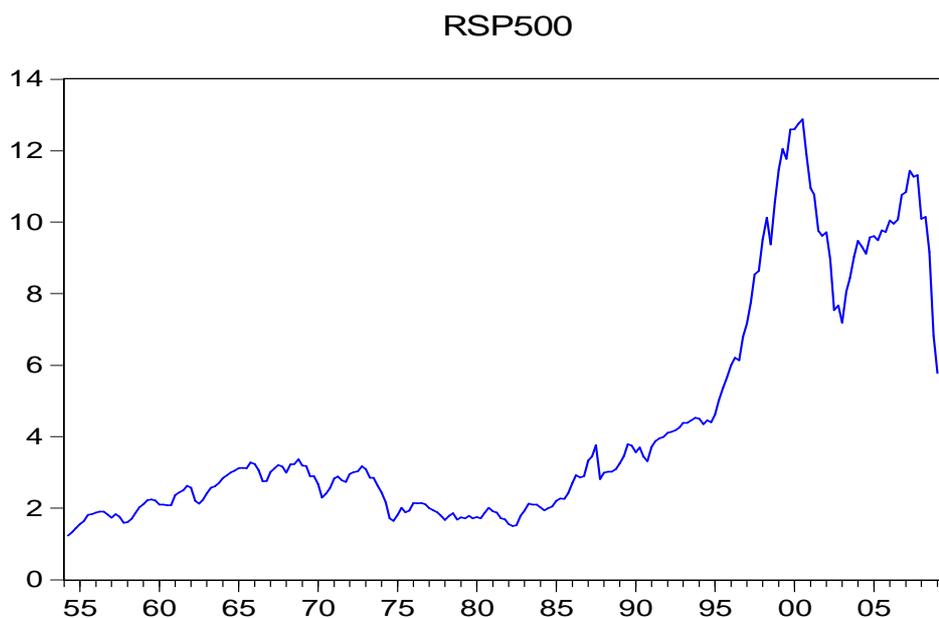
59

INTRODUZIONE

Dall'estate del 2007 il mondo è sconvolto dalla crisi finanziaria più grave della storia, e le perdite si contano ormai in migliaia di miliardi di dollari. Nel 2008 le borse hanno perso quasi 30 trilioni di dollari.

Riporto di seguito due grafici (Fonte: finance.yahoo.com) per vedere l'andamento della borsa americana dagli anni scorsi sino ad oggi; sono rappresentativi di tutte le borse mondiali, che hanno seguito quella americana. Si nota il calo a partire da metà 2007, preceduto da una fase di boom economico. L'indice Standard & Poor's 500 è diviso per l'indice dei prezzi al consumo: questo consente di valutare l'evoluzione della borsa in termini reali, perciò il calo della borsa implica una perdita effettiva del potere d'acquisto per gli americani ed il resto del mondo.





Avviare una ripresa economica è un compito che spetta alle Banche Centrali e ai Governi. Innanzitutto bisogna aver ben chiare le cause della recessione; in seguito bisogna capire quali sono le manovre migliori, ed attuarle. Questo non è un compito facile: le cause non sempre sono chiare e facilmente individuabili, e qualsiasi manovra ha molte implicazioni, sia positive che negative, che possono renderne difficile la valutazione. Commettere errori nel gestire una crisi può comportare conseguenze disastrose e prolungarne la durata.

In questa tesi ho dapprima cercato di descrivere quali sono state le cause di un tracollo di tali dimensioni. In seguito ho spiegato com'è stato gestito fino ad oggi e nei successivi capitoli ho approfondito quali possono essere le vie da seguire per rilanciare l'economia. Tra queste riporto quelle con un breve orizzonte temporale, ovvero quelle che hanno effetti nell'immediato, e quelle di lungo periodo. Quest'ultime sono le modifiche alla regolamentazione, le riforme; servono a ridare fiducia ai mercati e a modificare quelle regole che hanno fallito nel loro compito per evitare il ripetersi di una situazione simile.

Questi due tipi di manovre sono tra loro collegate, e per gestire al meglio una crisi devono essere coordinate e mirare ad un obiettivo preciso.

Per svolgere il lavoro, mi sono documentata leggendo articoli e libri di vari economisti. Ho riportato alcuni dei loro punti di vista, integrandoli con le mie riflessioni. Alle letture mi ha indirizzato il Prof. Efrem Castelnuovo che ringrazio sentitamente.

LE CAUSE DEL TRACOLLO

In ogni Paese l'attività economica non è sempre della stessa intensità, ma è soggetta a variazioni cicliche; queste vengono chiamate fasi del ciclo economico, e possono essere schematizzate in: fase di crescita, nella quale il PIL cresce rapidamente; fase di recessione, individuata da una diminuzione del PIL in almeno due trimestri consecutivi; fase di depressione, in cui la produzione ristagna e la disoccupazione si mantiene a livelli elevati; fase di ripresa, in cui il PIL inizia nuovamente a crescere.

La crisi attuale ha avuto il suo epicentro in America, negli Stati Uniti, i quali vantavano, da circa 15-20 anni una crescita economica molto veloce. Gli Stati Uniti erano caratterizzati da una domanda di beni di consumo sempre crescente; le famiglie americane consumavano più di quanto producevano, e questo è stato favorito sia dalla globalizzazione che permetteva l'indebitamento presso altri Stati, ma anche dalla politica monetaria della Federal Reserve System (banca centrale americana), che ha tenuto i tassi di interesse molto bassi. Questo significa un facile accesso al credito, tramite il quale i cittadini possono consumare al di sopra dei loro mezzi. Uno dei paesi che maggiormente ha fornito liquidità agli Stati Uniti è stata la Cina, che grazie alle esportazioni crescenti, ha accumulato risparmi da investire. L'indebitamento delle famiglie americane supera il reddito disponibile al punto che nel 2007 supera il 140%. Altri paesi come Irlanda, Spagna, Regno Unito, Australia, Islanda, seguono la stessa scia, raggiungendo in alcuni casi anche livelli maggiori.

“Gli Stati Uniti hanno registrato deficit in quasi tutti gli ultimi venti anni; nei tempi più recenti erano arrivati al 6-7 per cento del loro Pil. Negli anni novanta il mercato azionario cresceva a ritmi molto elevati. Nei primi cinque anni del decennio l'indice Dow Jones aumenta del 33 per cento e nella seconda parte addirittura del 180 per cento. Nel Nasdaq, il mercato dei titoli tecnologici, gli incrementi erano ancora più favolosi. “ (M. Onado, I nodi al pettine, 2009) È anche per questo che gli Stati Uniti ottenevano i risparmi di altri stati del mondo, perché offrivano investimenti allettanti, e gli investitori esteri erano attirati dai fantastici guadagni che la borsa (e in genere la finanza americana) sembrava in grado di offrire. Il mercato, come

spesso accade era in preda ad una bolla azionaria. Fino a quando questa è durata, “il dollaro ha continuato a rivalutarsi, nonostante l’ampliamento del suo deficit estero. Un risultato anomalo: come può un bene (in questo caso il biglietto verde) aumentare di prezzo quando la sua offerta cresce? La risposta dell’economista è semplice: perché si era spostata la curva di domanda, nel nostro caso perché gli investitori internazionali erano disposti a chiedere più dollari ad un prezzo superiore.” (M. Onado, I nodi al pettine, 2009)

Allo scoppio della bolla speculativa nel mercato azionario, nel 2001 gli stati Uniti si sono trovati in una fase di recessione, la Fed, decise di abbassare il tasso di interesse, per dare un impulso alla ripresa dell’economia; così in America si avviò un altro periodo prospero. Ma ancora cominciarono a crescere tre grandi bolle speculative: quella delle azioni (in particolare tecnologiche), quella delle fusioni e acquisizioni e quella delle case. Complice di questo probabilmente fu il basso tasso di interesse, ma anche altri motivi che vedremo.

Trovandosi in una situazione di recessione, ovviamente la Fed doveva anche cercare di dare motivo ai cittadini di utilizzare questo credito a basso costo che gli veniva offerto, e quindi si cominciò a parlare di “American dream”: una casa di proprietà per tutti; sembra quasi uno slogan pubblicitario che vuole indurre i cittadini ad un bisogno.

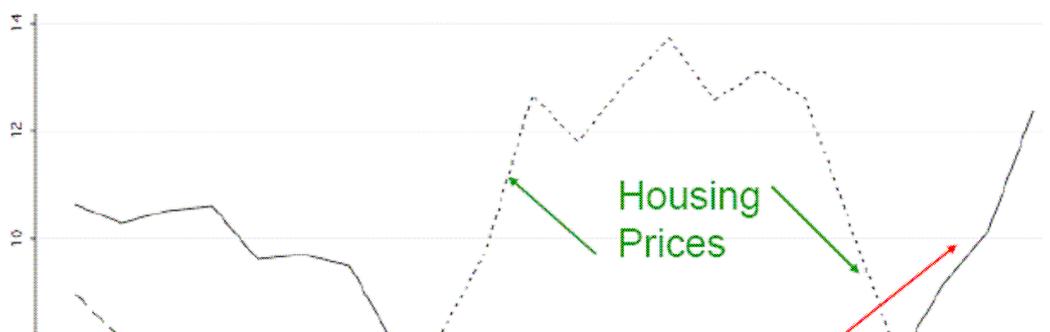
Giustamente, inutile indurre questo bisogno se non si dà la possibilità a tutti di soddisfarlo: tramite i mutui subprime, anche coloro che in un sistema con una regolamentazione più prudente non avrebbero mai avuto accesso al credito, potevano ottenerlo. “Per realizzare il sogno americano di una casa per tutti, nel 2004 il

Dipartimento di Housing and Urban Development (cioè il ministero per le politiche sull'abitazione) diede esplicito mandato a Fannie e Freddie di aumentare i prestiti ad alto rischio. Anche il Congresso ebbe un ruolo importante, e non solo con riferimento alle due agenzie governative. Nel 2003 fu approvata una legge, l'American Dream Downpayment Act, che sussidiava l'acquisto di abitazioni quasi interamente finanziate con prestiti, cioè senza che l'acquirente dovesse mettere soldi suoi. Di fatto, era un sussidio agli acquisti irresponsabili." (G. Tabellini, Il Sole 24 Ore, 28 settembre 2008)

Dunque il mercato immobiliare era in crescita, e la Fed incentivava la concessione di mutui subprime. Dato che più prestiti una banca concede, più guadagna (se vengono restituiti), si svilupparono nuovi prodotti, che apparivano molto allettanti, soprattutto all'inizio. Per esempio un cliente, poteva ottenere un mutuo ipotecando la sua casa. Quando il valore della casa aumenta, può chiederne un altro, di importo più grosso, dato che la garanzia ha aumentato il suo valore, e utilizzare una parte della somma ottenuta per estinguere il primo mutuo. Questa procedura era considerata come un modo di "estrarre capitale" dal valore crescente della propria casa. Come dice Onado, nel suo libro 'I nodi al pettine' la casa sembra diventata una specie di Bancomat! Per non dire poi il nomignolo che venne dato ai mutui subprime: *teaser loan*, specchietto per le allodole. I mutui subprime infatti erano ad interesse variabile, confezionati in modo da sembrare molto sostenibili nei primi due-tre anni, in cui l'interesse è relativamente basso. Ma le banche non si accorgevano che questi comportamenti, al posto che una fonte di guadagno, erano clausole che aumentavano il rischio di insolvenza del debitore, quindi il

rischio di perdite. Ovviamente i cittadini non erano obbligati ad accollarsi questi mutui, e se sapevano già che non sarebbero stati in grado di pagare, potevano evitare di indebitarsi, per poi trovarsi a non riuscire a pagare le rate. Ma, ragionandoci, in effetti questo era un problema secondario; nel caso in cui non riuscivano a pagare, avevano pochissime responsabilità: perdevano l'anticipo versato (di solito molto basso o addirittura assente) e per azzerare il debito con la banca, bastava andarsene di casa. Sicuramente sarà un danno grosso per le famiglie, ma in questo modo si toglievano dalle responsabilità. Il danno economico resta alla banca, che si ritrova proprietaria di una casa, e con problemi di liquidità.

Non bisogna dimenticare però che questi mutui in alcuni casi sono veramente stati utili allo scopo declamato, ovvero hanno dato la possibilità a moltissime famiglie, per esempio immigrati che prima non avevano accesso al credito, di acquistare una casa. L'essere proprietario di una casa, ha un valore che va oltre ai significati economici: significa diventare cittadini, quindi più attenti, più interessati ai problemi del luogo dove si vive, ecc. Qui sotto riporto un grafico (Fonte: J. B. Taylor, novembre 2008), che mostra come la criminalità e la discriminazione siano diminuite con il crescere dei prezzi delle case: questo può essere collegato al fatto che man mano che i prezzi delle case aumentavano, gli incentivi ai mutui immobiliari erano maggiori, e quindi più persone potevano accedervi; per pagare i mutui le famiglie dovevano lavorare di più, e quindi erano più impegnate in attività produttive.



Di sicuro però non era questo lo scopo delle banche, anche se di sicuro è un'externalità positiva per tutti. Allora, perché mai le banche avrebbero dovuto concedere le loro liquidità a personaggi dei quali nutrivano poca fiducia? Si potrebbe rispondere con una sola parola: securitization. La securitization è una tecnica promossa dalle grandi banche, diffusasi a partire dagli anni novanta. Consiste nella trasformazione dei prestiti in titoli che possono essere venduti sui mercati ad un ampio numero di investitori.

Questa procedura viene anche chiamata *originate to distribute*. Concedere prestiti, non per riscuoterli a scadenza dal debitore, ma trasferimento ad altri del rischio. L'importante non è più concedere finanziamenti che possano essere rimborsati alla scadenza, ma massimizzare il volume dei prestiti erogati e dunque le commissioni da incassare. "Vari studi scientifici documentano, con dovizia di particolari, che in questo modo si producono proprio le situazioni che non dovrebbero esistere in un sistema finanziario efficiente:

asimmetrie informative, azzardo morale, selezione avversa”(M. Onado, I nodi al pettine, 2009). In effetti, il motivo per cui gli investitori si rivolgono alle banche, è proprio per evitare questi problemi. Se si riconosce che il metodo della securitization possa portare uno sviluppo al settore finanziario, questi però devono essere ben regolamentati.

La tecnica adottata per distribuire questi debiti, può essere schematizzata nel modo seguente: i debiti delle famiglie venivano “impacchettati” e venduti a società apposite (Spv) che li “trasformava” in titoli obbligazionari (Abs). Un’obbligazione è uno strumento facilmente negoziabile. L’emissione veniva organizzata da una banca di investimento, che divideva i titoli a seconda della classe di rischio, e questi venivano poi sottoposti al giudizio delle agenzie di rating. In base ad un rapporto del Fmi il 75% dei mutui subprime vennero trasformati in titoli, e l’80% di questi era classificato con la tripla-A (che sta ad indicare un titolo con rischio pressoché nullo).

“Ma non basta: per una serie di motivazioni tecniche, da questi titoli vengono prodotti altri titoli, strumenti derivati e così via in un vero e proprio processo di produzione di “finanza a mezzo di finanza”, come avrebbe detto Piero Sraffa¹. I volumi complessivi della finanza si dilatano a vista d’occhio, a parità di rapporti finali con i debitori. Detto in parole povere, per ogni euro di mutuo ipotecario si generano un multiplo di strumenti finanziari di vario tipo, che naturalmente dilatano le opportunità di ricavo e profitto per le banche.”(M. Onado, I nodi al pettine, 2009) Si creano strumenti

¹ Piero Sraffa è stato un influente economista del ‘900. Per maggiori informazioni si veda http://it.wikipedia.org/wiki/Piero_Sraffa

molto complicati. Riferendosi a questo John B. Taylor parla del “problema della Donna di picche”, riguardante il gioco di Hearts. Ovvero gli investitori comprano titoli derivati, senza avere un’idea precisa del sottostante, e soprattutto, senza sapere in quale dei titoli prodotti siano finiti i sottostanti di bassa qualità.

Tuttavia questi prodotti avevano un’enorme richiesta, offrivano rendimenti superiori ai titoli pubblici di pari categoria di rating. Rendimenti giustificati solamente dalla continua crescita della bolla speculativa. Gli investitori istituzionali che per legge possono investire solo in titoli classificati con la tripla-A, accolsero molto bene queste nuove opportunità di investimento. Dato questo successo, aumentava di pari passo l’offerta di mutui fatta dalle banche, in modo da poter ripetere il procedimento sopra e rifornire il mercato.

“E dove va a finire l’enorme massa di strumenti finanziari prodotta senza sosta dalla grandiosa macchina da guerra del sistema bancario mondiale? In giro per il mondo, naturalmente, grazie alla globalizzazione. A livello microeconomico c’è un americano che si indebita con le banche per comprare la casa o il SUV; a livello macro gli Stati Uniti si indebitano verso il resto del mondo cedendo i prodotti dell’innovazione finanziaria. La possibilità di trasferire fuori dai bilanci delle banche e addirittura fuori dal paese, i rischi di un credito facile e basato su aspettative troppo ottimistiche ha rappresentato una specie di dispensa divina dalle responsabilità. Il boom dei prestiti, in particolare di quelli immobiliari coincide con una svolta radicale nel modus operandi delle banche, che inizia dalle grandi banche americane.” (M. Onado, I nodi al pettine, 2009)

Il governo americano offriva garanzia sui nuovi titoli messi in circolazione a fronte dei mutui, attraverso due agenzie governative: Fannie Mae e Freddie Mac; Questa garanzia aveva come scopo la promozione dei nuovi strumenti, ma probabilmente ha anche innescato un comportamento meno prudente da parte delle istituzioni del sistema finanziario che si sentivano le "spalle coperte". Le ideologie liberiste americane, secondo le quali individui razionali interagiscono in mercati perfetti, e quindi i mercati si autoregolano, non concepivano che il mercato potesse fallire, e perciò non si considerò il fatto che nell'eventualità di una crisi la garanzia offerta avrebbe portato un aumento del debito pubblico. A partire dagli anni novanta comunque si diffuse la securitization anche a settori non coperti da garanzia pubblica.

Altre istituzioni cominciarono a seguire l'esempio delle banche, e questo portò il mercato finanziario ad "assomigliare ad una piramide rovesciata: un volume incredibile di investimenti rischiosi si reggeva su un piedistallo di capitale troppo esiguo perché banche e altre istituzioni potessero sopravvivere a una caduta dei prezzi di mercato"(A. Alesina, F. Giavazzi, La crisi, 2008).

Molte banche, poi, vendevano i loro prestiti con una clausola di riacquisto nel caso in cui le cose fossero andate male; in questo modo si coprivano dal rischio solo apparentemente, e non realmente. Un'idea della fragilità dei bilanci delle banche si può avere con questi dati: "su uno stock di 26.000 miliardi di dollari di obbligazioni in circolazione negli Stati Uniti, circa la metà di queste (13 miliardi) sono mutui immobiliari. Dei mutui immobiliari il 10% era concesso a famiglie attraverso i mutui subprime. Questi mutui non sono rimasti

nei bilanci di chi li erogava, ma sono stati venduti ad altri investitori: una metà per un valore di 600 miliardi è poi finita nei bilanci delle banche che li hanno riacquistati a leva.”(A. Alesina, F. Giavazzi, La crisi, 2008) Questo perché essendo che un mutuo immobiliare dipende dal valore della casa che è stata acquistata grazie ad esso, il loro valore cresceva, trainato dalla bolla immobiliare.

I mutui subprime, erano alla base di questo sistema, proprio perché, per la loro rischiosità elevata garantivano alle banche tassi di interesse più elevati. In finanza si sa: più rischio implica più rendimento.

E' classico che quando il tasso di interesse è tenuto basso, gli investitori si spostano su investimenti più rischiosi, per avere rendimenti più elevati. L'aumento della domanda di titoli rischiosi ne fa diminuire i rendimenti e questo ha portato le banche a cercare una leva finanziaria elevata. Questo a maggior ragione se il mercato azionario è in preda a una bolla speculativa che fa crescere il valore delle azioni continuamente.

La finanza pian piano stava cambiando, si stava innovando, e sarebbero servite nuove regole. E' per questo che si parla di regolamentazione sbagliata, perché la normativa finanziaria doveva essere adeguata ai cambiamenti; ciò non è stato fatto, e ci sono state conseguenze molto gravi. Due leggi proposte all'inizio di questo decennio consentivano che le banche utilizzassero con poca prudenza la leva finanziaria: innanzitutto l'eliminazione della separazione tra banche commerciali e di investimento e l'assegnazione di molte responsabilità di sorveglianza alla Sec (competente solo per le banche commerciali), e una legge che

liberalizzò i prodotti derivati consentendo che le banche investissero in derivati anche se non avevano un capitale sufficiente per assorbire eventuali perdite. Questo permetteva un'esposizione al rischio molto più alta rispetto alla capacità effettiva di supportarlo da parte dell'intermediario; possibilità accentuata dal fatto che il tasso d'interesse molto basso (quindi sinonimo di credito "a buon mercato") faceva preferire alle banche l'indebitamento, piuttosto che non un aumento di capitale proprio.

Nel mercato finanziario quindi vi erano una moltitudine di titoli derivati in cui il prodotto sottostante non era affatto sicuro, e soprattutto con una leva finanziaria così elevata che nel caso di perdite il capitale non sarebbe stato sufficiente a coprirle.

Un altro fattore che sicuramente ha contribuito all'eccessiva esposizione al rischio delle banche sono i bonus percepiti dai manager. Tali bonus erano collegati al rendimento di breve periodo, e questo portava i manager a ragionare con un'ottica diversa da quella dell'investitore. La giustificazione di questi bonus è che le banche vogliono assicurarsi risorse manageriali adeguate, e vogliono incentivare a fare ottime prestazioni. Questo può essere vero, ma se fatto in un certo modo pone il manager in un ovvio conflitto di interesse. Inoltre nel caso di perdite sarebbe stata la banca a subirne le conseguenze e non loro personalmente; è interessante notare come i fondi hedge hanno avuto meno fallimenti rispetto a quelli gestiti dai banchieri, e proprio perché i loro gestori possedevano una parte rilevante del fondo da loro gestito.

Dunque nell'analisi della situazione antecedente la crisi, notiamo enormi errori delle banche. Se le banche hanno sbagliato, operando in modo troppo rischioso, era di sicuro perché c'era una regolamentazione che glielo permetteva; Quindi la regolamentazione conteneva degli errori; ma ci sono appositamente organismi preposti al controllo, che non dovrebbero avere alcun interesse collegato con gli organismi controllati, il cui compito è quello di denunciare comportamenti troppo rischiosi e provvedervi. Purtroppo non è stato così, questi supervisori hanno consentito alle banche di "accumulare passività implicite fuori bilancio e hanno tollerato una crescita eccessiva della leva finanziaria, e quindi del debito. Questo può essere dovuto a fenomeni di arbitraggio e competizione internazionale tra agenzie di supervisione, e a carenze nell'attuazione. Ma soprattutto a un errore di tipo concettuale: la scelta di monitorare ogni istituzione finanziaria su un base esclusivamente individuale considerando quale parametro di valutazione il *Value at risk* del singolo intermediario, senza tener conto del rischio sistemico "(G. Tabellini, Il Sole 24 Ore, 07.05.09). Il rischio sistemico è proprio quel rischio da tenere molto sotto controllo, poiché coinvolge un intero sistema e non solo i suoi singoli soggetti, e può estendere le problematiche di un'unica entità con una reazione a catena.

Il fulcro del problema è stato un rapporto distorto tra regolatori e regolati, soprattutto nel Regno Unito e negli Stati Uniti. I regolatori furono troppo permissivi nei confronti dei regolati, permettendo l'acquisizione di rischi, la massimizzazione dei profitti e del Roe a scapito della robustezza patrimoniale. Come dice Onado, in gergo

economico si potrebbe tradurre come una 'cattura dei regolatori': "un eccesso di cautela e rispetto nei confronti degli interessi dei soggetti regolati."

Le istituzioni che si occupavano dei problemi strutturali del sistema finanziario mondiale, e della sua stabilità sono il Fondo monetario internazionale (Fmi) la Banca dei regolamenti internazionali (Bri) e l'organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo (Ocse). I rapporti di questi organismi hanno nel corso degli anni sottolineato gli aspetti di pericolo per la stabilità finanziaria, ma tutto era avvolto in un'ondata di ottimismo che aveva troppa fiducia nei mercati.

Per via di queste carenze nella regolamentazione, il fenomeno della securitization cominciò ad assumere forme così complicate che addirittura non era possibile avere un quadro preciso della situazione. A riprova di ciò, nel giugno 2007, la Bri di Basilea dichiara nel suo rapporto annuale di 'assumere' che le grandi banche avessero distribuito in modo capillare il rischio, ma di non essere onestamente in grado di dire dove questi rischi fossero finiti.

Anche le agenzie di rating non sono esenti da responsabilità. Queste agenzie, danno un giudizio alle attività finanziarie presenti in borsa, rappresentativo della rischiosità. La tripla A indica un investimento molto sicuro. Ma gli strumenti che si andarono creando, erano di una complessità tale, che risultava molto difficile calcolarne la rischiosità. E le società di rating ne approfittarono per cedere alle pressioni degli investitori istituzionali, che potevano investire solo in attività finanziarie con un rating AAA. Vennero quindi concesse troppe valutazioni di tipo AAA, inducendo gli investitori ad essere meno

accorti nel valutare il rischio di un investimento. E' curioso notare che la regolamentazione, proprio in questo caso che doveva indurre alla prudenza, abbia invece avuto l'effetto contrario. Questo ovviamente perché se le agenzie di rating sono pagate da chi emette i titoli oggetto di valutazione, hanno un ovvio conflitto di interesse!

Istituzioni statali, alle quali vennero dati compiti molto importanti, come Fannie Mae e Freddie Mac furono in qualche modo "privatizzate", ovvero passarono in mano a manager che le gestirono come se fossero istituzioni private. Quindi agirono in modo simile alle banche, giocando sulla leva finanziaria, correndo rischi altissimi e arricchendosi con la protezione di politici nel Congresso che facevano chiudere un occhio a chi avrebbe dovuto vigilare. "Una recente ricerca di tre economisti di Chicago, Atif Mian, Amir Sufi e Francesco Trebbi, rivela che in realtà dietro il mito americano di una casa per tutti si celavano interessi politici ben più concreti. Tra il 2001 e il 2006 gli intermediari che raccoglievano i mutui immobiliari, inclusi Fannie Mae e Freddie Mac, si impegnarono in una sfrenata attività di lobbying, finanziando la campagna elettorale di molti membri del Congresso. E non a caso, i finanziamenti delle lobbies si concentrarono proprio sui deputati eletti nei distretti a più alta concentrazione di mutui subprime". (G. Tabellini, Il Sole 24 Ore, 28.09.08)

Per un paese il fallimento di un'istituzione finanziaria, può portare a conseguenze disastrose, come il fallimento di imprese perfettamente

sane e il crollo dell'offerta di credito. Questo a maggior ragione ai giorni nostri, in cui il libero mercato e la globalizzazione sono supportati e favoriti dalla tecnologia, che danno all'industria finanziaria una dimensione e un impatto sull'economia mondiale che può avere effetti dirompenti. "In un caso simile un intervento dello stato è nell'interesse nazionale. Ovviamente il rischio è quello di creare incentivi sbagliati: le banche confidando nei salvataggi sviluppano la tendenza ad assumersi troppi rischi. Ecco perché ai salvataggi non si dovrebbe mai arrivare e se ci si arriva significa che qualcosa è andato storto" (A. Alesina, F. Giavazzi, La crisi, 2008)

DA CRISI FINANZIARI A RECESSIONE ECONOMICA

Andiamo quindi a vedere come la situazione finanziaria americana appena descritta, che è stata presa a modello anche in molti altri

paesi, abbia condotto alla crisi economica di cui tanto si parla e di cui tutti sentiamo gli effetti.

Riporto un breve riassunto degli eventi che hanno caratterizzato la crisi, preso dal quotidiano 'Il Sole 24 Ore'. (G. Tabellini, 07.05.09)

“Prestiti immobiliari concessi a soggetti ad alto rischio di insolvenza: i «subprime» erano la fragile base sul quale poggiava il sistema finanziario mondiale. Da qui è partita, due anni fa, la frana che ha messo ko le Borse e le economie.

7 Febbraio 2007. Il paziente zero della crisi: È la banca californiana New Century il «paziente zero» della crisi finanziaria. Il 7 febbraio 2007 l'istituto, specializzato in mutui subprime, lancia un allarme utili. È questa la prima avvisaglia della crisi che colpirà poi il mondo intero.

8 giugno 2007 Inizia il crollo da 31mila miliardi : La crisi dei mutui subprime inizia a pesare sulle Borse. L'8 giugno 2007 Wall Street perde l'1,5%: è l'inizio di un crollo che brucerà, da quella data fino al minimo toccato il 9 marzo 2009, 31mila miliardi di dollari sulle borse di tutto il mondo.

Febbraio 2008 Northern Rock salvata: La crisi si allarga alle banche di tutto il mondo. In Gran Bretagna la prima vittima è Northern Rock, banca di credito ipotecario. A metà febbraio il Governo britannico getta la spugna e procede alla nazionalizzazione dell'istituto, travolto dalle code allo sportello dei risparmiatori presi dal panico.

15 marzo 2008 Il sollievo per Bear Stearns Il colosso Usa Bear Stearns finisce in crisi di liquidità. JP Morgan, con il sostegno della

Federal Reserve, la salva. L'operazione fa volare il titolo Bear Stearns del 76% in un solo giorno, facendo partire un rally di tutte le Borse che durerà qualche mese.

15 settembre 2008 Il crack di Lehman Brothers Il 15 settembre è il giorno in cui la crisi finanziaria sale di livello. La banca d'affari Lehman Brothers, in crisi da qualche mese, finisce in bancarotta. Il Governo Usa decide di non salvarla. Da questo momento inizia un crollo vorticoso delle Borse.

19 settembre 2008 Il piano Paulson da 700 miliardi Dopo il crack di Lehman il Governo Usa interviene. Oltre al salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac (6 settembre), il ministro Paulson annuncia un piano di salvataggio da 700 miliardi: l'obiettivo è acquistare titoli tossici dalle banche.

Fine 2008 La recessione globale La crisi finanziaria si trasforma ben presto in una crisi dell'economia reale. Vanno in difficoltà industrie e famiglie. Molti Paesi finiscono in recessione: è la prima volta che accade su scala mondiale.

20 gennaio 2009 Obama alla Casa Bianca Gli Stati Uniti hanno un nuovo presidente. Anche Obama e il ministro Geithner intervengono a sostegno dell'economia. Il piano più rilevante è stato annunciato di recente: serve per "ripulire" dai bilanci delle banche mille miliardi di asset tossici."

La miccia di questo tracollo è stata accesa da un grave fallimento dei mercati finanziari che hanno fallito nel loro compito principale: l'allocazione del rischio; ma dietro a questo stanno una serie di errori di regolamentazione, degli organismi preposti al controllo ed errori

politici. Gli investimenti ad alto rischio erano relativamente piccoli rispetto alla dimensione complessiva dei mercati finanziari mondiali (i mutui subprime ammontavano a un po' più di un trilione di dollari, rispetto al totale di circa 80 trilioni di dollari di attività finanziarie del sistema bancario mondiale). Quindi una crisi di queste proporzioni non può essere scaturita solo dagli errori dei mercati finanziari. Si sapeva che la bolla immobiliare americana sarebbe scoppiata prima o poi, ma nessuno immaginava che questo avrebbe travolto i mercati immobiliari di tutto il mondo.

Dunque perché c'è stato questo effetto? Perché nel gestire la crisi economica, sono stati fatti molti errori. Innanzitutto la regolamentazione finanziaria, per certi versi, induceva meccanismi che hanno amplificato gli effetti dello shock. "Questi sono la pro-ciclicità della leva finanziaria, indotta dai vincoli imposti sul capitale delle banche e in secondo luogo i principi contabili che impongono di valutare i titoli secondo i valori di mercato." (G. Tabellini, *Il Sole 24 Ore*, 07.05.09)

Secondo i vincoli di Basilea, infatti, a fronte di una perdita sugli investimenti, come ad esempio un aumento del livello di insolvenza da parte dei debitori, un intermediario deve ridurre la leva finanziaria, quindi deve riaggiustare il bilancio, adeguando il valore iscritto alla effettiva qualità del credito. Questo comporta una riduzione del livello di patrimonializzazione che deve essere riportato ai livelli richiesti dalle autorità di controllo. Per farlo l'intermediario è costretto a vendere titoli in attivo per fare cassa. In questo modo però le vendite forzate riducono il prezzo di mercato dei titoli peggiorando i bilanci di altri investitori, inducendo ulteriori

vendite forzate di titoli, e una contrazione dell'offerta di credito. Si entra quindi in un circolo vizioso, che amplifica gli effetti della crisi.

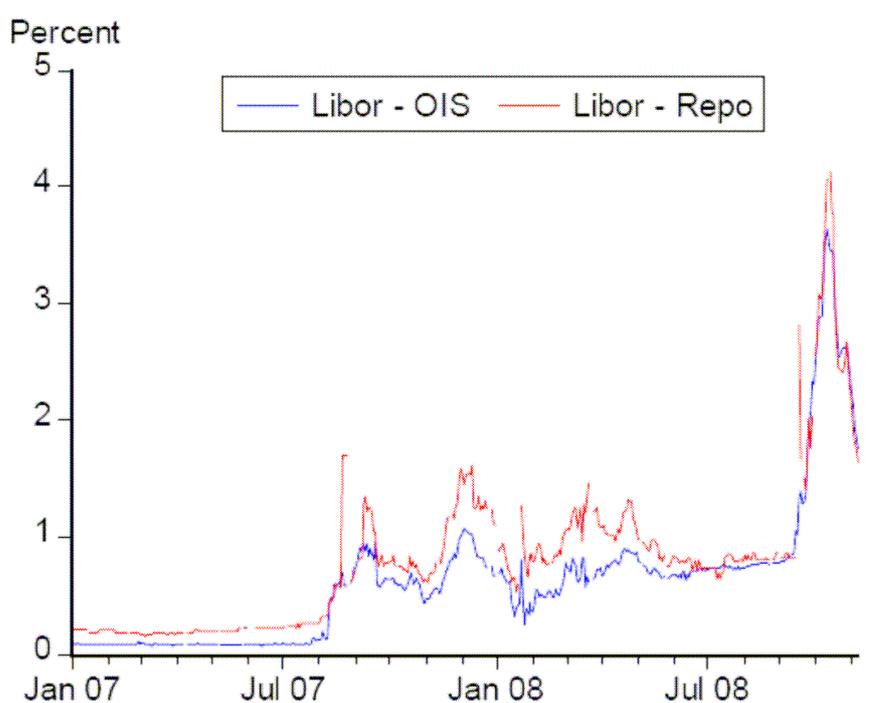
Inoltre la crisi è stata gestita dall'inizio in modo un po' improvvisato, senza aver chiare le cause, e senza una precisa direzione. Conseguenza di ciò è che gli interventi delle autorità di politica economica hanno diffuso panico e paura, anziché ridare fiducia.

E sappiamo bene come la mancanza di fiducia blocchi il sistema finanziario.

Le avvisaglie non sono state lette nel giusto modo, e perciò non si sono prese le giuste misure in tempo. "Ad aprile del 2007, davanti ai primi segnali di tensione nel settore subprime, il Fmi esclude che da lì possano nascere problemi di carattere sistemico. Un anno dopo, la Bank of England annuncia che il peggio è passato. Nelle relazioni di metà 2008, fra cui quella della Banca d'Italia, si evita accuratamente di parlare di crisi e si usa il termine più soave di 'turbolenza' ".(M. Onado, I nodi al pettine, 2009)

Il 9 agosto del 2007 nelle sale operative di tutto il mondo, dove si scambiano fondi a breve tra le banche, succede qualcosa che in finanza viene chiamato cigno nero, ovvero qualcosa al di fuori delle aspettative. Tutti i tassi interbancari schizzano verso l'alto, contro ogni previsione. Per l'America lo vediamo nel grafico dello Spread Libor-OIS riportato in seguito (Fonte: J. B. Taylor, Novembre 2008). "Fino all'estate del 2007 lo spread tra Libor e i tassi di riferimento attesi era molto ridotto, circa 10 punti base, che probabilmente riflettevano il prezzo dell'assicurazione. Da allora, ha registrato oscillazioni tra i 50-60 e i 100 punti base, a seconda del mercato

considerato (dollari, sterline o euro).” (F. Giavazzi, Lavoce.info, 30.06.08)



Si nota come la crisi peggiora drammaticamente tra settembre e ottobre 2008

Perché di colpo le banche pretendono tassi così alti per prestare ad altre banche? Le motivazioni potrebbero essere due: o una riduzione di offerta di liquidità, con conseguente crescita del tasso, inteso come prezzo di equilibrio, oppure una variazione dovuta non tanto all’offerta di liquidità ma alla crescita del livello di rischio percepito: in pratica le banche non si fidano più l’una dell’altra. In entrambi i casi la situazione è grave, e indica uno stress del mercato.

A fronte di questo avvenimento le banche centrali non hanno dubbi, intervengono subito a sostegno delle principali banche mondiali; il mercato interbancario è troppo importante per il funzionamento dell’intero sistema finanziario. In pochi giorni la Fed, la Bce e altre banche centrali mettono a disposizione delle banche mondiali più

grandi una grossissima quantità di fondi. Ma gli interventi hanno scarso effetto, ed è in quel momento che l'opinione pubblica comincia a capire la gravità della situazione, e la crisi viene portata in primo piano dai mass media.

Il crollo si fa vorticoso e continuo, come citato negli avvenimenti sopra, e le banche centrali continuano a immettere liquidità nell'economia e ad abbassare i tassi di interesse.

In Europa i fallimenti maggiori a livello finanziario si sono accusati in Inghilterra, Francia, Svizzera e Germania. Spagna e Italia sembrano meno esposte. In settembre 2008 le azioni bancarie sono sottoposte a una raffica di vendite, e crollano ai minimi storici. In alcuni casi le quotazioni di banche importanti vengono addirittura sospese per eccesso di ribasso. (Per l'Italia è successo con Unicredit, Intesa San Paolo, Banco Popolare).

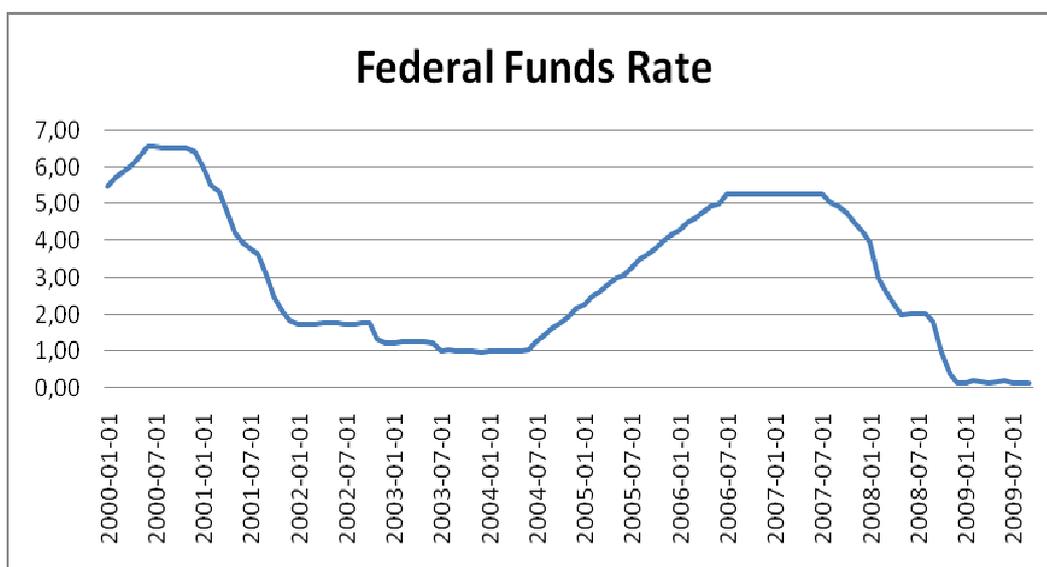
La Bce, che aveva alzato i tassi a fine di luglio 2008, li riabbassa a partire da ottobre. Lo stesso fa la Bank of England. Entrambe si dichiarano disposte ad acquistare dalle banche i titoli rischiosi che esse hanno in portafoglio.

I capi europei si incontrano il 12 ottobre 2008 a Parigi, per decidere le linee generali del sostegno da dare alle banche. Nonostante le proposte, nessun governo europeo si è dimostrato disposto ad affidare la vigilanza di una propria banca ad un organismo sovranazionale.

Per avere un'idea più precisa dell'andamento dei tassi di interesse, riporto di seguito due grafici (Fonte: OCSE). Uno riguarda il tasso di

interesse americano, e l'altro quello italiano, che ha un andamento molto simile a quello europeo.

La crisi finanziaria è partita dall'America, ma ha avuto eco in tutto il mondo. Le banche americane hanno ispirato e realizzato gran parte delle innovazioni finanziarie degli ultimi vent'anni, e sono state poi imitate in molti altri paesi. "Come dice Stiglitz: 'la crisi è made in America per parecchi motivi. L'America ha esportato in tutto il mondo i suoi prodotti tossici, sotto forma di titoli garantiti da asset. Ha esportato ovunque la sua filosofia di libero mercato deregolamentato, che persino il suo sommo promotore Alan Greenspan ammette essere stato un errore. ' "(M. Onado, I nodi al pettine, 2009)





GLI ERRORI DA NON RIPETERE: NUOVE REGOLE

Abbiamo detto che tra gli effetti negativi la crisi economica conta la perdita di fiducia di qualsiasi soggetto verso i mercati e altre

istituzioni. Si diffonde panico e paura, che si traduce in una chiusura: chi ha poche risorse preferisce il risparmio, perché si ha più incertezza per il futuro, e chi ne ha tante non le investe poiché pensa che andrebbero sprecate; si fatica quindi a riprendere l'andamento "normale" dell'economia. Secondo me la crisi economica si brucia risorse, soprattutto quando si tratta di strumenti finanziari, che possono perdere anche quasi tutto il loro valore da un giorno all'altro; ma è anche una situazione in cui le risorse economiche di un paese, che prima erano in mani che le 'facevano girare', si spartiscono in malo modo. Ovvero sono finite nelle mani sbagliate. Si è detto che quando la bolla immobiliare è scoppiata ha fatto scendere drasticamente il valore delle case... certo, male per chi le aveva appena comprate... e per chi le aveva appena vendute?? E l'esposizione al rischio delle banche... non era forse collegata a stipendi da favola che ricevevano i manager? Non è che quei soldi sono andati bruciati... piuttosto credo che siano nelle mani sbagliate, e soprattutto in poche mani. Quindi c'è necessità di riportare ordine nelle risorse dello Stato, per aiutare la ripresa economica. Innanzitutto voglio precisare che lo Stato deve agire solo in nome della ripresa del Paese, perseguendo obiettivi sia di breve che di lungo periodo, e se necessario operando con scelte impopolari. Difficile sarà il compito, considerando che in economia ci sono molti fattori che non possono essere controllati tramite regolamenti e manovre monetarie; ad esempio "i limiti della razionalità umana (che spesso provocano le bolle e il loro scoppio), i problemi delle istituzioni (che possono impazzire), i difetti dei mercati (che determinano crolli improvvisi del sistema) e i pericoli che si creano

quando i regolatori non credono alla regolamentazione.” (Paul Krugman, Internazionale, 18.09.09)

Regole ideali capaci di evitare qualunque crisi non esistono, e se esistessero non consentirebbero ai mercati di operare, perché capitalismo significa assumersi rischi e regole che rendono impossibile o troppo costoso assumere rischi sarebbero la negazione del capitalismo. Tuttavia, bisogna porre ordine alla regolamentazione finanziaria attuale che, abbiamo visto contenere troppi errori, per evitare che gli eventi degli ultimi mesi possano ripetersi. Il governatore Draghi ha riassunto il da farsi in quattro punti: più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza.

Si è visto che il mercato non sa autonomamente darsi delle regole per funzionare in modo efficiente, e così lo Stato deve cominciare a scriverne di nuove, senza però sostituirsi ad esso. “L'emergenza ha portato a una situazione in cui, dagli Stati Uniti alla Germania (con la rilevante eccezione dell'Italia), i sistemi bancari sono in larga misura nazionalizzati e la tentazione di rendere permanente questa situazione è sicuramente molto forte. [...] Ma la vicinanza eccessiva alla politica genera clientelismo, quando non corruzione vera e propria e inefficienze di ogni tipo. Inoltre impedisce la concorrenza tra paesi.” (M. Onado, I nodi al pettine, 2009)

La crisi ha dimostrato che le banche hanno pian piano deviato dal loro scopo originario di finanziatori dell'economia reale per inseguire obiettivi di massimizzazione del profitto, a scapito dell'interesse generale, e soprattutto a scapito della loro stessa incolumità. Tuttavia, scrive G. Tabellini: “Attenzione a non trarre lezioni

sbagliate dai drammatici eventi di questi mesi. L'idea che i politici sono i nostri santi protettori, che ci proteggono dall'avidità degli speculatori, è priva di fondamento. La crisi che attanaglia l'America è frutto di tanti errori. Non c'è dubbio che vi sia stata un'eccessiva assunzione di rischi da parte dell'intera industria finanziaria, e una grave disattenzione delle autorità di supervisione. Ma anche la politica ha avuto un ruolo determinante, sia nell'alimentare la crescita dei mutui ad alto rischio, sia nell'impedire una regolamentazione più severa. E questi errori politici non sono il frutto di ideologie liberiste. I politici americani sono stati catturati dai quattrini di chi raccoglieva i mutui subprime, vendendo agli ingenui il mito del sogno americano di una casa per tutti." (G. Tabellini, Il Sole 24 Ore, 28.09.08)

Bisogna rifarsi a quella 'sana e prudente' gestione alla base delle leggi bancarie di tutti i paesi.

Di seguito riporto alcune proposte per fare in modo che la finanza divenga più vicina agli interessi degli utenti finali, con meno eccessi e meno soggetta a conflitti di interesse.

1) Obbligare le banche a detenere più capitale. Là dove lo stato lo ha già fatto ricapitalizzando, sostituire il risparmio privato. Quindi più severi vincoli di capitale per le posizioni in titoli delle banche: garantirebbero una maggiore copertura dal rischio.

2) Proprio per la definizione di intermediario finanziario, inoltre, bisognerebbe impedire che la diversificazione arrivi al punto che la banca perda ogni incentivo a controllare i prestiti che concede;

altrimenti le imprese potrebbero finanziarsi rivolgendosi direttamente ai singoli risparmiatori. Un modo per farlo è imporre alle banche di mantenere a proprio carico una certa percentuale di rischio.

3) Una maggiore tutela dei clienti, obbligando le banche a dare informazioni specifiche sul debito che si sta chiedendo, o sull'investimento che si sta per fare. Mettendo un accento particolare sui rischi. In pratica le banche dovrebbero essere libere di cercare di massimizzare i loro profitti, ma bisognerebbe evitare che questo venga fatto sfruttando l'ignoranza finanziaria dei clienti.

“L'amministrazione Obama ha appena presentato un piano di riforma della regolamentazione del sistema finanziario che prevede la creazione di una agenzia per la protezione finanziaria del consumatore, la *Consumer Financial Protection Agency*. Insieme al *Credit Card Act*, approvato dal Congresso il mese scorso, questa proposta rappresenta un passo importante verso una migliore protezione del consumatore nel mercato finanziario.” (A. Lusardi, Lavoce.info, 23.06.09)

Le iniziative possono avere più successo se supportate da meccanismi che puntino a una maggiore diffusione della cultura finanziaria. Potrebbe essere fatta a partire dalle scuole: tutti prima o poi si troveranno ad avere a che fare con le banche, quindi sarebbe un argomento utile in qualsiasi tipo di scuola, non solo quelle commerciali. Oppure fornita tramite degli uffici pubblici (indipendenti dalle banche) nei quali poter chiedere informazioni gratuite di tipo finanziario. In molti casi i cittadini non sanno il

funzionamento degli strumenti cardine della finanza, come per esempio il tasso di interesse. E' evidente come in questi casi la trasparenza non sia sufficiente. La carenza di cultura finanziaria è più acuta tra gli anziani, le donne, le minoranze e i divorziati o separati, quindi gruppi già finanziariamente più vulnerabili. "In una indagine che ho condotto insieme a Peter Tufano con la società di ricerche di mercato TNS Global, ho trovato livelli di alfabetizzazione finanziaria sorprendentemente bassi tra la popolazione statunitense. Solo un terzo degli intervistati ha familiarità con il tasso di interesse composto e sa come funzionano le carte di credito. Molte famiglie americane usano regolarmente le carte di credito e post-pongono spesso il pagamento del saldo, ma solo una minoranza degli intervistati sa che prendere un prestito a un tasso di interesse del 20 per cento, composto per l'intero anno, comporta il raddoppio del debito in meno di cinque anni. [...] E coloro che sono meno informati pagano a caro prezzo la loro ignoranza: il costo dell'uso della carta di credito per un individuo con bassa conoscenza finanziaria è del 50 per cento più alta del costo per un consumatore medio che usa le carte di credito." (A. Lusardi, Lavoce.info, 23.06.09)

4) Modificare gli incentivi dei manager, facendo in modo che l'ottica del manager sia allineata con quella dell'investitore. I bonus devono essere collegati solo al valore effettivo creato per la banca, e non a risultati di breve periodo riguardanti operazioni non terminate. Bisogna però stare attenti però a non limitare troppo lo stipendio, altrimenti si rischia che i migliori se ne vadano, e quindi di perdere risorse professionali importanti. Una riforma in questo senso è stata fatta recentemente al G20 di Pittsburgh. "Ironicamente, la soluzione

prospettata per i compensi dei banchieri è ispirata da quanto fanno i migliori hedge fund, che molti avevano dipinto come diavoli pericolosi, e invece sono sopravvissuti alla crisi meglio di molte banche. Le nuove regole prevedono tempi lunghi per la liquidazione dei bonus e la possibilità per le banche di attingere ai compensi individuali per far fronte a eventuali perdite. Ma l'idea più innovativa è che i requisiti di capitale si applichino a livello individuale. L'ammontare di rischio che un banchiere può assumersi dovrebbe dipendere dal capitale che ha accumulato attraverso i bonus ricevuti in passato: se li ha spesi non ha capitale e non può lavorare. Le grandi banche hanno evitato che venisse loro sottratto il monopolio nella negoziazione di titoli non governativi e di altri strumenti finanziari. Il trasferimento di queste contrattazioni su piattaforme pubbliche (come accade per i Bot) ne aumenterebbe la liquidità, renderebbe più facile vigilare su chi li tratta e quindi imporre requisiti minimi di capitale. Ma sottrarrebbe profitti alle grandi banche e il tema, pure affrontato dal G20 di Londra, è stato accantonato." (F. Giavazzi, *Il Corriere della Sera*, 27.09.09)

5) Bisognerà studiare elaborate e dettagliate procedure per gestire il fallimento delle grandi banche (sebbene ci auguriamo che non ci sia il bisogno di utilizzarle!!). Molte banche hanno dimensioni enormi rispetto al PIL del loro paese, oppure sono multinazionali. Nel primo caso interventi di aiuti da parte dello Stato potrebbero non essere alla portata di un singolo paese. Per quanto riguarda l'Europa si potrebbe perciò pensare ad eventuali salvataggi tramite un fondo europeo sovranazionale il quale ridurrebbe il rischio che un salvataggio sia troppo costoso per un singolo paese e il rischio di interferenze

politiche nazionali sulle banche ricapitalizzate con denaro pubblico. Questo può essere utile anche per le banche multinazionali. Le procedure per il salvataggio di tali banche infatti dovrebbe essere coordinato a livello internazionale; Di sicuro questo non è un compito facile, dato che il fallimento di una banca di solito colpisce lo Stato a cui appartiene quella banca, ma è di certo un obiettivo sul quale riflettere per il futuro.

6) La nuova regolamentazione dovrebbe misurare il rischio in modo diverso da come è stato fatto fin ora, cioè controllando il rischio sistemico. Non sarà più sufficiente limitarsi a valutare la gestione del rischio solo all'interno di un singolo intermediario.

Inoltre, ci potrebbero essere innovazioni matematiche anche per quanto riguarda la valutazione del rischio, che solitamente viene svolta dai quant (quantitative analyst). Un autore del sito La voce, F. De Vita, sottolinea il fatto che le sperimentazioni effettuate dai quant per verificare la bontà di modelli finanziari, hanno bisogno di innovazioni per fare previsioni più accurate. Per ora, i modelli vengono valutati sfruttando principi matematici che sono nati per spiegare fenomeni in ambiti completamente diversi, e sono poi stati applicati alla finanza. "Nell'agosto 2007, allo scoppio della crisi dei mutui, ci sono stati i primi importanti cedimenti dell'edificio quant. Il rischio del credito subprime, si è pensato, si può ammortizzare in un paniere di credito in cui la parte più rischiosa viene compensata da una parte meno rischiosa, non correlata. Ma è stata proprio questa correlazione a crescere a dismisura, facendo fallire miseramente il modello. Non esistono modelli adeguati per trattare le brusche

impennate della correlazione. [...] Più avanti nella crisi, ha giocato un ruolo fondamentale il VaR: una misura della perdita massima possibile entro una data soglia probabilistica. Il VaR però nulla dice su cosa succede oltre la soglia data (quello che è successo col crollo di Lehman non rientra nel novantacinquesimo né nel novantanovesimo percentile – i percentili rilevanti per il calcolo del VaR). Le dimensioni degli investimenti decise in base al VaR sono risultate inadeguate (troppo rischio sul tavolo) e le perdite conseguenti ingenti, compresi i fallimenti di banche d'affari.”(F. De Vita, Lavoce.info, 24.09.09)

7) Sarebbe utile, in generale, indirizzare le politiche macroeconomiche al compito di stabilizzare l'andamento delle curve del ciclo economico nel lungo periodo; moderando le fasi positive per poter attenuare le fasi negative. Quindi creare, o aggiornare, parametri che riducano la pro-ciclicità della leva finanziaria, come i coefficienti di capitale minimo delle banche o i fondi per coprire le perdite prevedibili su crediti e titoli. Per svolgere questa funzione questi parametri andrebbero manovrati in modo restrittivo quando il ciclo del credito è positivo e viceversa. “La regolamentazione dei rischi finanziari tende spontaneamente a fare il contrario: a essere più permissiva quando le cose vanno bene e diventare troppo prudente, in ritardo, quando nessuno vuol più correre rischi e si moltiplicano le insolvenze. La politica macro-prudenziale, coordinandosi con quella monetaria più tradizionale, deve invertire questa tendenza pro-ciclica e stabilizzare lo sviluppo del credito perché non alimenti i boom e non precipiti le crisi.” (F. Bruni, ViaSarfatti25.unibocconi.it, 02.09.09)

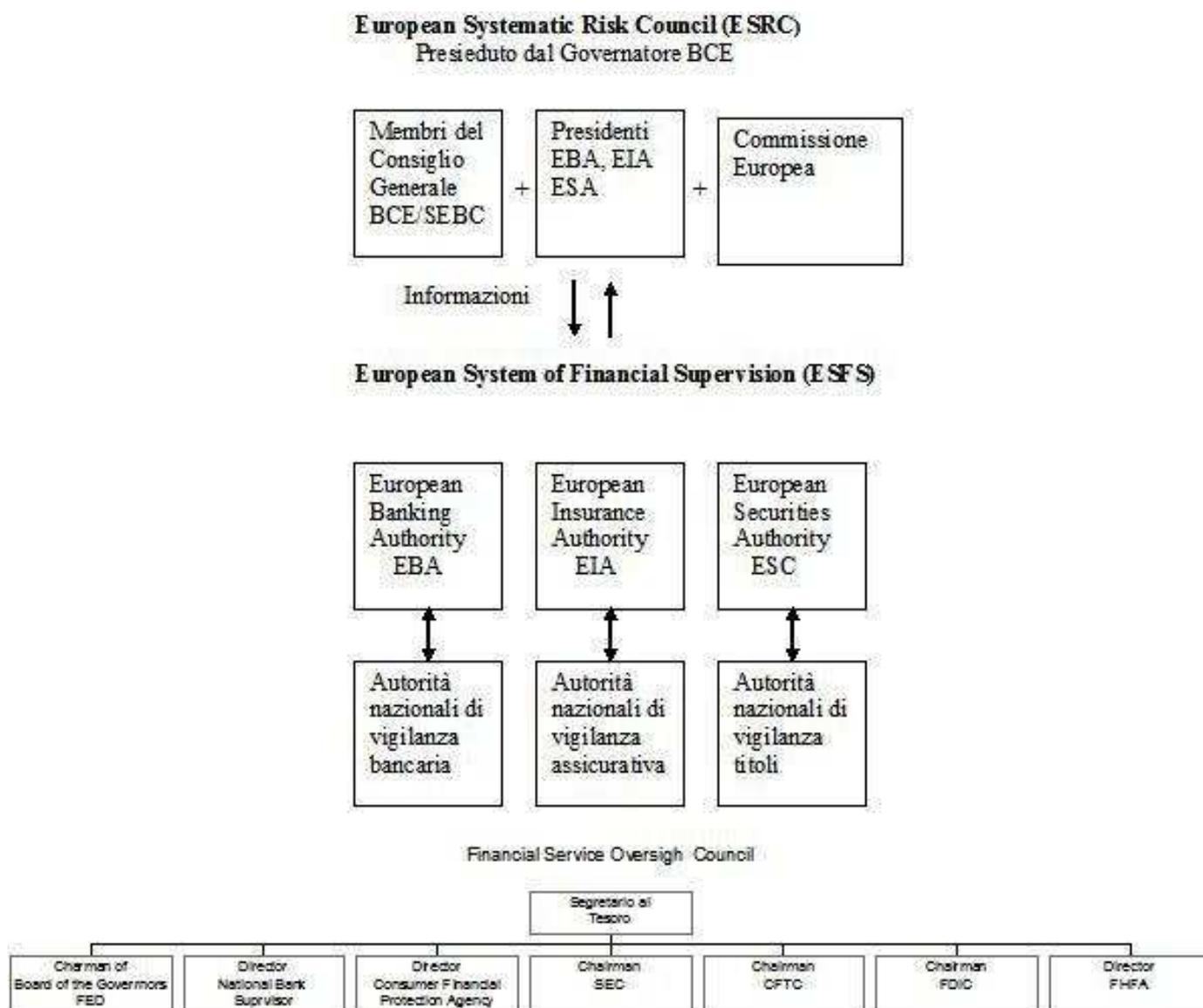
8) Rafforzare le carenze nella vigilanza prudenziale. Per quanto riguarda questo, il Dipartimento al Tesoro americano e la Commissione Europea hanno varato due radicali progetti di riforma dei loro sistemi di regolazione e vigilanza finanziaria. Questi sono il *Financial Regulatory Reform* americano e il rapporto De Larosière, che sta alla base della comunicazione della Commissione Europea. Entrambi traggono origine da ciò che è successo.

“Molto simili sono le modifiche alla regolamentazione proposte, segno che esiste oramai un vasto consenso su alcuni punti: il capitale delle banche va rinforzato e reso meno pro-ciclico; è necessario depotenziare il ruolo delle agenzie di rating nella regolamentazione; la normativa riguardante i principi contabili va stemperata dal principio del *fair value*; il cosiddetto sistema bancario parallelo (fondi *hedge*, fondi di *private equity* e così via) reso più trasparente e regolamentato; i derivati Otc, per quanto possibile, intermediati da *clearing house*; la remunerazione dei manager deve essere legata a risultati di lungo periodo; devono essere messe a punto procedure più trasparenti in termini di risoluzione delle crisi bancarie; la cooperazione internazionale va rafforzata, assegnando un ruolo cruciale a organismi internazionali quali il Comitato di Basilea sulla supervisione bancaria, il Financial Stability Board e il Fondo monetario internazionale.

In entrambi i casi, poi, la frammentazione delle autorità di vigilanza è vista come un elemento di debolezza da sanare.” (R. Hamaui, Lavoce.info, 01.09.09)

Ad entrambe le banche centrali viene assegnato un ruolo importante nella vigilanza, anche se diverso. Mentre la Fed avrà la responsabilità di vigilare tutti gli intermediari finanziari bancari e non, e il tipo di vigilanza sarà sia macro che micro-prudenziale, la Bce avrà il solo compito di coordinare e presiedere l'European Systemic Risk Council (Esrc), con compiti di supervisione solo a livello macro-prudenziale.

Schema del nuovo assetto di vigilanza prudenziale



Il ragionare su possibili meccanismi che attenuino un'eventuale crisi futura, oltre a quelli che cercano di evitarle, è alquanto ragionevole. Innanzitutto per la teoria dei cicli economici, e inoltre perché l'industria finanziaria che è parte fondamentale della nostra economia, è un mercato abbastanza instabile, quindi risulta difficile pensare che non avrà altre imperfezioni. Questo è dovuto al fatto che sul mercato si riflettono i comportamenti irrazionali degli investitori, che, "somigliano ben poco ai freddi calcolatori dei mercati efficienti: sono troppo soggetti ai comportamenti del branco, a scoppi di esuberanza irrazionale e panico ingiustificato" (P. Krugman, Internazionale, 18.09.09)

MANOVRE MACROECONOMICHE

Per avere un'idea di ciò che gli Stati si trovano a dover affrontare, riporto alcuni dati, presi dal libro di M. Onado: per quanto riguarda le nazionalizzazioni, secondo i dati della Bce, nel 2008 sono stati annunciati piani per 201 miliardi di Euro in Eurolandia, 64 miliardi in altri paesi dell'Unione Europea (quasi tutti per il Regno Unito) e 683 miliardi negli Stati Uniti (Piano Paulson). Lo Stato è diventato azionista di riferimento di quasi tutti i sistemi bancari, ad eccezione di Italia e Spagna, che comunque hanno annunciato piani di ricapitalizzazione. Poi bisogna contare gli altri sussidi, che sono acquisto di titoli rischiosi e garanzie speciali concesse sulle passività. Tutto ciò ha aumentato enormemente l'attivo delle banche centrali. Secondo la Bri, nel giro di qualche settimana il bilancio della Bank of

England e della Fed sono praticamente raddoppiati, e quello della Bce e della banca centrale Svizzera sono aumentati di oltre il 30%. Ma ciò che allarma, oltre a queste cifre esorbitanti, è la qualità dell'attivo di cui si sono caricate le banche centrali. Ora possiedono titoli a scadenza più lunga e soprattutto più rischiosi rispetto a quelli che hanno sempre caratterizzato le banche centrali. Ci potrebbe essere il rischio che le banche centrali si siano caricate di rischi eccessivi. E se quei rischi dovessero emergere, potrebbero avere anch'esse bisogno di un aiuto da parte dello Stato. In quel caso sorgerebbero problemi mai incontrati fin'ora, dato che le banche centrali sono sempre state considerate un cardine robusto del sistema finanziario.

Situazione di crisi economica significa aumento della *disoccupazione*, *consumi* molto bassi, quindi di conseguenza bassa produzione e PIL decrescente. Questi sono gli aspetti macroeconomici sui quali gli Stati e le Banche centrali devono lavorare. Inoltre, riferendoci alla crisi attuale, necessitano di aiuto gli intermediari finanziari, sia per la fragilità dei loro bilanci che per il fatto che la collettività ha perso *fiducia* nei loro confronti. Per quanto riguarda gli Stati Uniti: "Come è oramai dolorosamente chiaro, quelle famiglie che stanno risparmiando - siano esse negli Stati Uniti o all'estero non fa differenza, grazie alla globalizzazione dei mercati finanziari - non sono più disposte a far prestiti a quelle famiglie americane che consumano più del loro reddito allo stesso ritmo con cui l'hanno fatto durante l'ultimo decennio. In parte ciò dipende dalla situazione in cui gli intermediari finanziari (cioè: le banche) si trovano. Ma

dipende anche, e soprattutto, da altri fatti. I "consumatori keynesiani" made in USA:

(i) Sono troppo indebitati: se non sono in grado di pagare le proprie case, cosa prestiamo loro a fare perché si comprino il Ford pick-up nuovo?

(ii) I loro attivi (case e titoli mobiliari) sembrano avere un valore molto inferiore al previsto e sembra che nessuno se li voglia comprare.

(iii) Il loro reddito non può crescere tanto velocemente come molti di noi avevamo sognato." (M. Boldrin, NoiseFromAmerika, 24.02.09)

Perciò questa sfiducia generalizzata porta le banche in crisi di liquidità, poiché non ricevono i risparmi delle famiglie.

Solitamente, in una normale recessione, una manovra fatta dalla banca centrale potrebbe essere comprare buoni del tesoro (debito pubblico a breve) dalle banche, ovvero rilasciare loro liquidità. Questo aumenta la quantità di moneta in circolazione, e fa scendere il tasso di interesse. Il basso tasso di interesse fa riprendere l'economia. Ma nel nostro caso abbiamo visto che i tassi sono già molto bassi, (praticamente zero) e perciò da questa manovra non ci si può attendere l'effetto desiderato. Allora probabilmente si potrebbe metter mano alla spesa pubblica, attraverso sgravi fiscali, incentivi agli investimenti, aumento della spesa pubblica.

Ad aggravare una crisi economica, ci sono gli aspetti psicologici della popolazione. La crisi lascerà cicatrici profonde ancora per parecchi anni. “L’analisi statistica mostra che effettivamente le recessioni hanno un impatto significativo sulle opinioni degli individui, specialmente se hanno tra i 18 e 25 anni. Le persone che hanno vissuto durante una recessione tendono a credere che il caso conti più dell’impegno personale nello spiegare il successo nella vita.” (P. Giuliano A. Spilimbergo, Lavoce.info, 29.09.09) Queste persone sono quelle che si aspettano una maggiore redistribuzione del reddito. Per questo è importante studiare anche gli elementi psicologici della popolazione. Le opinioni degli individui derivano dalle esperienze vissute, e determineranno le politiche nel futuro.

Fiducia:

Abbiamo detto: dare sostegno alle banche. Questo deve avvenire all’interno di una strategia ben definita che miri a una stabilità economica nel complesso, e soprattutto nel lungo periodo. Cioè: le ricapitalizzazioni, i sussidi, le garanzie pubbliche che i governi hanno impiegato per sostenere le banche, lasceranno un’eredità pesante, ovvero un aumento del debito pubblico e una possibile inflazione per il futuro. Questo non è un fattore da sottovalutare... Non sembra molto saggio elargire moneta e inondare i mercati di liquidità senza avere un’idea di come poter gestire e limitare gli eventi negativi che ne potrebbero derivare. In America “Uno studioso di prestigio come John Taylor, della Stanford University, denuncia preoccupato che “il deficit federale sta esplodendo” (Financial Times del 26 maggio

2009): dal 48% del Pil di fine 2008 è previsto dal Congressional Budget Office balzare all'82% in 10 anni e al 100% in altri cinque."(F. Giavazzi, Il Corriere della Sera, 03.07.09) La gestione di questo debito aggiuntivo, sarà difficile, tanto che si è verificato un rialzo significativo dei tassi di interesse a lungo termine.

All'inizio del 2009 il sistema finanziario ha cambiato sembianze. Alcune banche sono state nazionalizzate, altre fallite, altre acquisite. Il loro valore di borsa è crollato. Quasi tutte si sono rette in piedi solo grazie agli ingenti aiuti dello Stato.

Le nazionalizzazioni, oltre a un aumento del debito pubblico e a un aumento della liquidità nei mercati significano azzerare, o almeno diluire il capitale degli azionisti. Questo rischio può far crollare le Borse. Inoltre la gente non capisce, si impaurisce e travolge la banca. È per evitare questi panici che sono nate le garanzie pubbliche sui depositi bancari. In questo modo lo Stato non spende nell'immediato, ma garantisce solamente, e la liquidità alle banche viene fornita direttamente dai cittadini che con le garanzie si sentono più protetti. Si muove in questo senso una proposta del governatore della Banca d'Italia, Draghi, cioè di dare garanzie pubbliche non sullo stock di attività oggi detenute dalle banche ma sui nuovi prestiti.

Oppure ci sono altre proposte, scrive Giavazzi: "I mutui negli Stati Uniti oggi non valgono praticamente più nulla e tuttavia il prezzo delle case è sceso del 20-30%, non si è azzerato. Nelle città americane le abitazioni non sono scomparse, sono ancora tutte lì: varranno meno di due anni fa, ma dubito che non valgano più nulla. Come

riportare il mondo alla ragionevolezza, come arrestare questa spirale perversa? E' possibile e potrebbe non costare nulla. Per far uscire i mercati dal vortice della sfiducia il governo americano dovrebbe garantire tutte le attività finanziarie collegate al mercato immobiliare, cioè impegnarsi ad acquistarle a un prezzo prefissato, superiore all'attuale prezzo di mercato. Una simile garanzia rialzerebbe immediatamente i prezzi e con essi la ricchezza delle famiglie. Risolverebbe anche i problemi delle banche. Se le banche americane siano, o meno, fallite, dipende dai prezzi delle attività che hanno in bilancio: se il prezzo di questi titoli è zero sono tutte fallite; se il prezzo è ragionevole non lo è nessuna.

A quale prezzo dovrebbero essere offerte queste garanzie? Certo non ai prezzi precedenti la crisi, ma nemmeno ai prezzi di oggi, che per molti titoli sono prossimi a zero. Una possibilità è usare i prezzi precedenti il fallimento di Lehman, cioè quando i mercati già scontavano la crisi, ma prima del crollo.

E quanto costerebbero le garanzie ai governi? È probabile che su alcuni titoli il governo perda, cioè che i prezzi di realizzo siano inferiori al valore della garanzia. Ma per la maggior parte – quando il mondo tornerà alla ragionevolezza – il prezzo salirà ben oltre il valore della garanzia: in questi casi si potrebbe tassare la plusvalenza. Non solo le garanzie potrebbero non costare nulla: per i contribuenti potrebbero rivelarsi un grande affare. In questo fine settimana a Washington si è fatta strada anche un'altra idea: essa pure potrebbe spegnere il vortice senza costare nulla. Sul Washington Post Ricardo Caballero, economista del Mit, ha proposto che il governo si impegni ad acquistare fra due anni il doppio delle

azioni delle quattro maggiori banche al doppio del prezzo di oggi. Il primo effetto sarebbe quello di raddoppiare il capitale delle banche tramite fondi privati.

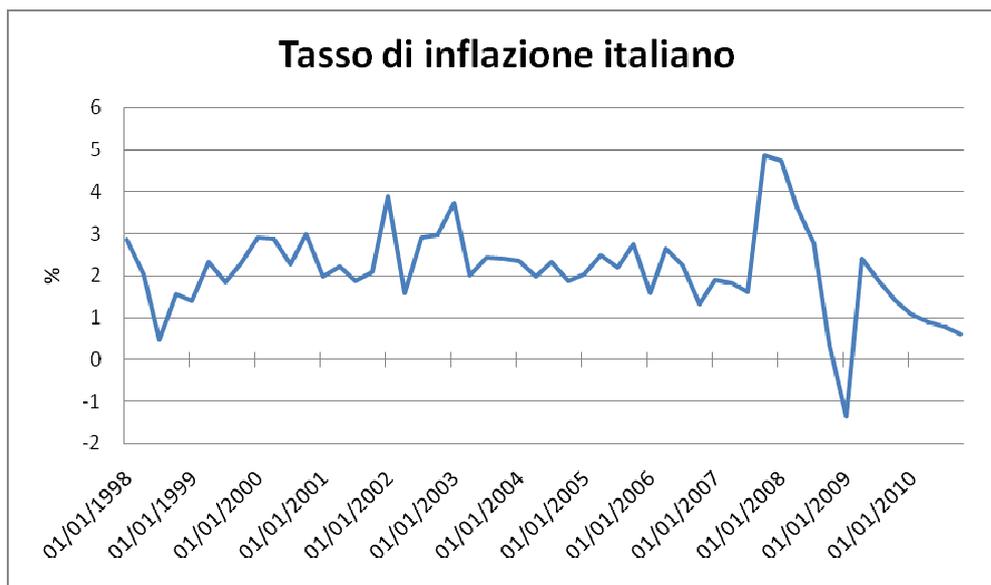
Nello stesso tempo il prezzo delle azioni salirebbe immediatamente vicino al livello della garanzia pubblica, sollevando tutto il mercato. Anche questo provvedimento non costerebbe nulla ai contribuenti. Il vantaggio rispetto alle garanzie sull'attivo delle banche è che in questo caso basta un annuncio: potrebbe accadere già domani."(F. Giavazzi, *Il Corriere della Sera*, 22.02.09).

Sappiamo che l'aumento dell'offerta di moneta spinge verso l'alto il tasso di inflazione, ma per il momento non è stato così: "Se questa massa si riversa in consumi non può che fare aumentare il livello dei prezzi. Ma in un momento di panico, come quello attraversato lo scorso autunno, la gente non voleva moneta per fare acquisti ma per paura: per sfiducia in qualsiasi altra forma di investimento. Non accomodare questa domanda avrebbe aumentato le liquidazioni forzate, i fallimenti, il panico. Immettere moneta nel sistema fu una scelta giusta."(L. Zingales, *L'espresso*, 04.09.09)

Per quanto riguarda l'Italia si ha conferma di ciò guardando il grafico del tasso di inflazione a pagina seguente(Fonte: OCSE). Il livello di inflazione è abbastanza basso, e addirittura in un momento siamo andati in deflazione. Questo ci dà alcuni gradi di libertà nel gestire il rilancio dell'economia, e si può pensare ad una politica espansiva.

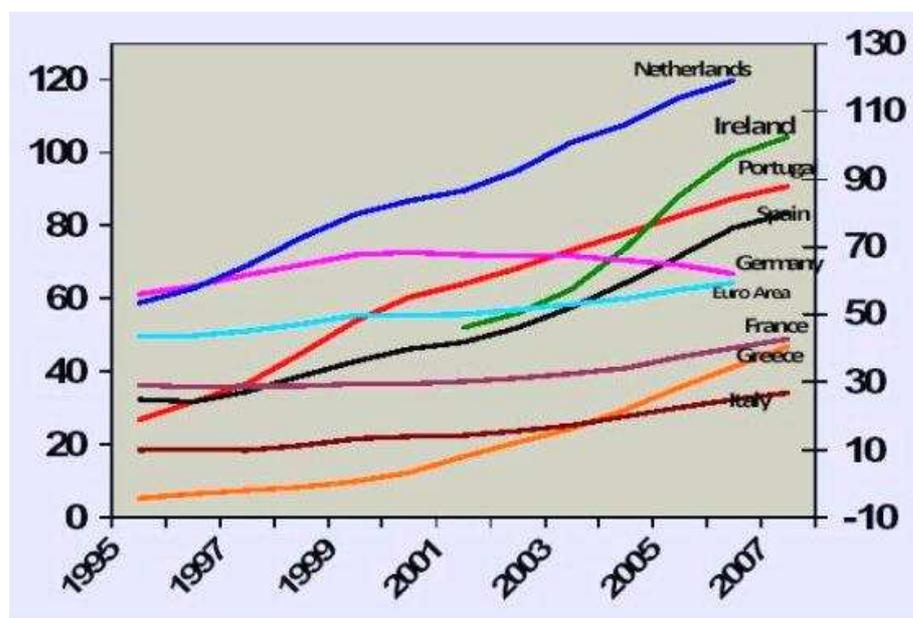
Bisogna tuttavia essere consapevoli del fatto che quando la situazione si stabilizzerà la domanda di liquidità tornerà a scendere a livelli normali, e se l'eccesso di moneta non verrà ritirato, finirà per far lievitare il livello dei prezzi. Il ritiro di tale eccesso dal mercato

non è cosa facile se si considera che una svolta di politica monetaria troppo rapida potrebbe causare perdite sui titoli in circolazione e far precipitare di nuovo la crisi, mentre una svolta tardiva non riuscirebbe a contrastare l'avvio di una spirale inflazionistica. Si deve decidere quindi come gestire e come eventualmente smaltire interventi di tali proporzioni.



E' necessaria inoltre una collaborazione internazionale, per prendere decisioni che assicurino sia un miglior coordinamento delle politiche economiche, sia le linee guida per la futura regolamentazione. Si sostiene che addirittura sia necessario un accordo almeno bilaterale tra America e Cina che induca la Cina a rilanciare la domanda interna, modificando un modello di sviluppo esclusivamente trascinato dalle esportazioni e basato su un anomalo livello di

risparmio interno, spiegato essenzialmente dalle carenze di uno Stato sociale che comprime ai minimi termini l'assistenza sanitaria e la previdenza. Si sa infatti che i Cinesi con quelle grandi risorse che stanno accumulando potrebbero rappresentare un motore non indifferente per l'economia mondiale. Ne hanno già dato prova nel momento in cui si è verificata la crisi di liquidità che ha colpito il mercato americano: l'accumulo di risparmio asiatico è servito, i flussi non si sono prosciugati. Per quanto riguarda l'Italia, dal punto di vista finanziario il nostro sistema si è dimostrato più solido di quasi tutti gli altri paesi industrializzati. I risultati di bilancio annunciati per il 2008 segnano generalmente arretramenti rispetto ai livelli degli ultimi anni, ma non certo le voragini che si sono aperte nelle altre grandi banche. Le famiglie e le imprese non sono molto indebitate, come si vede dal grafico seguente, addirittura il debito delle famiglie è meno della metà dei paesi anglosassoni, e non si ravvisano in genere eccessi di debito. Secondo il governatore M. Draghi, le nostre banche possono "contare su un modello di attività fondamentalmente sano, sui forti recuperi di efficienza conseguiti negli anni passati, su un patrimonio sufficiente, su un quadro normativo esteso e prudente."



Incidenza dei debiti finanziari delle famiglie sul PIL nei principali paesi europei

Fonte: BCE, "Statistical Data", 2008.

In una crisi globale tuttavia, nessun paese può considerarsi al riparo, e infatti abbiamo detto che dall'autunno 2008 le azioni delle banche italiane sono sottoposte a una raffica di ribassi che hanno portato le quotazioni ai minimi storici, non diversamente da quanto avviene nelle banche globali che hanno problemi ben più gravi. La paura e la sfiducia della gente ha generato una corsa alla vendita delle azioni bancarie. Per ovviare a questa situazione bisognerebbe immettere nuove risorse patrimoniali. E' quanto ha fatto lo Stato italiano, che ha sostenuto le banche con procedure formalmente uguali a quelli degli altri paesi, ma per fortuna molto diverse nell'importo.

Inoltre l'indebitamento delle famiglie italiane sta crescendo rispetto agli anni passati e sarebbe interessante capirne il perché. I motivi potrebbero derivare da un eccesso di consumi rispetto al proprio reddito, che sfrutta la facilità di concessione dei finanziamenti e di utilizzo delle carte di credito; oppure potrebbe essere legato a cause

superiori, come perdita dell'occupazione, deprezzamento di beni patrimoniali, gravi malattie, separazioni ecc.

Consumi:

In un periodo di crisi, la domanda di beni di consumo si abbassa; Sicuramente perché si diffonde paura e incertezza per il futuro, ma anche perché diminuisce il reddito a disposizione dei cittadini. Questo è molto grave se si considerano quelle famiglie che già prima vivevano poco sopra la soglia di sopravvivenza, o quelle persone che hanno perso il lavoro. Una politica espansiva da parte dello Stato che fa aumentare la domanda di beni e servizi e quindi i consumi (aumento della spesa pubblica, sgravi fiscali ecc.), garantirebbe l'input per una ripresa economica (più domanda, più produzione per le imprese, assunzioni di personale ecc...). A sostegno di questo c'è la teoria del moltiplicatore del reddito (keynesiano), che dice che più grande è la quota del proprio reddito che una persona in media consuma, più alto sarà il reddito complessivo della nazione.

Prendiamo in considerazione questa teoria, applicandola ai giorni nostri. Bisogna innanzitutto ricordare che tanto più i cittadini consumano, meno hanno a disposizione per risparmiare e investire. E tanto più si consuma, tanto più bisogna essere in grado di prendere a prestito da qualcun altro, quindi maggiormente occorre indebitarsi. Oppure, se non occorre indebitarsi, si consuma la propria ricchezza, e ciò funziona sino a quando detta ricchezza non si esaurisce. In un'economia aperta, se la tendenza a consumare più di quanto si

produce è generalizzata in tutto il paese, allora ci si indebita con un paese estero (è quello che è successo negli USA). “Quando (negli anni scorsi) abbiamo preso a prestito per consumare in quel "oggi" (che oggi-oggi è diventato "ieri") i nostri finanziatori si aspettavano che li ripagassimo con i nostri futuri risparmi. Altrimenti, come potrà, il debito che abbiamo accumulato, essere mai rimborsato? Visto che il problema sembra essere dovuto al fatto che alcuni di noi o (in media) tutti noi ci si trova incapacitati a restituire i debiti contratti, non è che la soluzione forse sta nel risparmiare un pelino di più? [...] Quando uno ha risparmiato poco e preso a prestito molto per un sacco di tempo, consumare di meno e risparmiare di più è la cosa giusta da fare. Questo vale, sembra, nella casa di ognuno di noi. Com'è che non vale nell'aggregato?” (M. Boldrin, NoiseFromAmerika, 24.02.09)

Secondo quanto sostiene Boldrin i consumatori, soprattutto in America, dove sono molto indebitati, potrebbero provare a lavorare di più, cominciare a risparmiare una percentuale più elevata del loro reddito e ripagare un pezzo sostanziale del loro debito. In questo modo avrà luogo un processo di "de-leveraging", che implicherebbe una diminuzione del debito degli Stati Uniti d'America e una crescita degli investimenti produttivi. In questo caso sarà ragionevole aspettarsi che il consumo possa ripartire di nuovo e che si ricominci ad indebitarsi. Inoltre bisogna considerare che il risparmio è quella cosa da cui provengono gli investimenti e gli investimenti consistono anch'essi, per alcune imprese che producono beni di investimento, in domanda di beni e servizi. Insomma, anche il risparmio, può generare occupazione e valore aggiunto.

Anche altri economisti sostengono che gli Stati Uniti dovrebbero risparmiare di più, e lo hanno già cominciato a fare. Questo significa che i paesi che prima esportavano negli Usa, devono trovare nuovi sbocchi per i propri prodotti, il che richiede tempo. "Secondo la Banca mondiale, nel 2009 il commercio internazionale scenderà del 2,1%, dopo esser cresciuto in media dell'8-9% nei cinque anni precedenti. A novembre le esportazioni sono crollate quasi dappertutto: in Cina del 14,5% mensile, in Taiwan del 18%, in Germania del 10,6% e di quasi il 12% rispetto a un anno prima. È vano illudersi che anche il settore manifatturiero italiano non sia travolto da questo crollo degli scambi mondiali. Inoltre, il nostro settore produttivo sconta un lento ma grave accumulo di perdita di competitività, dovuto alla bassa crescita della produttività e alle carenze infrastrutturali del Paese." (G. Tabellini, *Il Sole 24 Ore*, 18.01.09)

L'America, ha sentito per prima gli effetti della crisi, sia perché è partita da lì, sia perché l'Europa ha un mercato del lavoro più rigido, dove i licenziamenti non avvengono immediatamente. Tuttavia, il crollo del mercato internazionale ha colpito maggiormente i paesi esportatori, come Italia e Germania. "Mentre per gli Stati Uniti il Fondo monetario internazionale prevede un prodotto interno lordo piatto per il 2010 dopo una caduta del 2,8 per cento nel 2009, per la Germania si stima un calo dell'1 per cento nel 2010 dopo un meno 5,6 per cento nel 2009. Per l'Italia viene prevista una riduzione del Pil dello 0,4 per cento nel 2010 dopo un meno 4,4 per cento nel 2009. Esternalizzando la loro produzione industriale in altri paesi gli Stati Uniti sono riusciti ad esportare la loro crisi nel resto del mondo." (L.

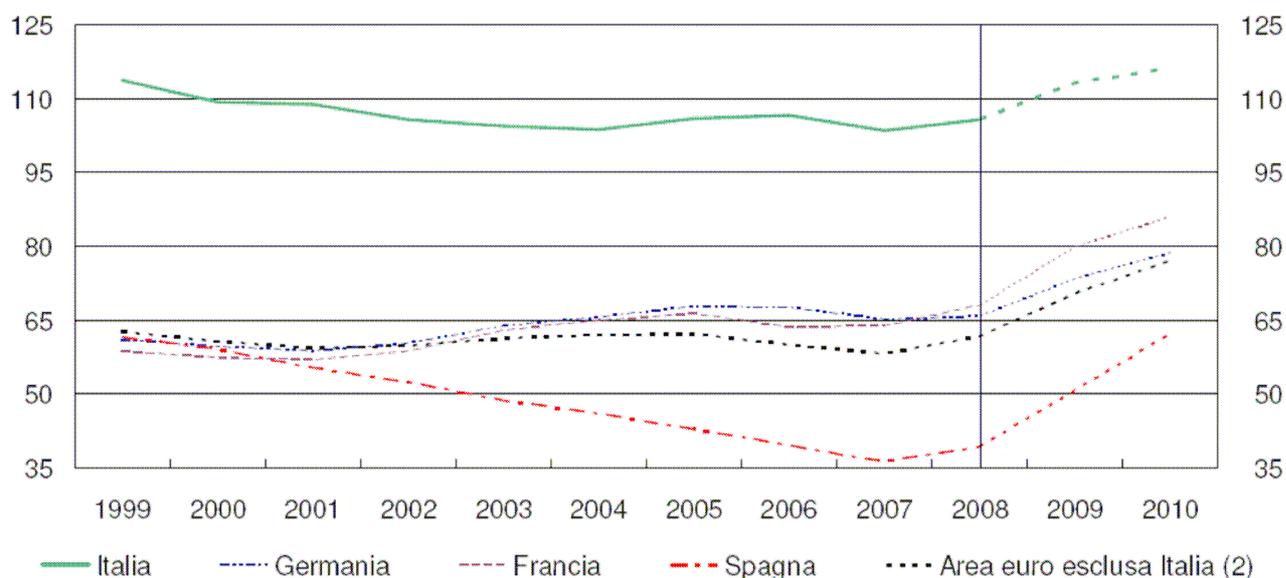
In Italia la crisi si è sovrapposta a una debolezza strutturale, e ha aggravato i problemi economici di sempre. Innanzitutto la stagnazione della produttività del lavoro. Questa è stata peggiorata da una diminuzione degli investimenti (nel primo trimestre del 2009 hanno segnato quasi il 15% in meno rispetto al terzo trimestre dell'anno scorso), riducendo la capacità produttiva; e dal crollo del commercio mondiale, che ha messo in difficoltà la parte più produttiva del sistema industriale italiano, cioè le imprese che esportano e investono all'estero.

E non è da sottovalutare l'aumento del già elevato debito pubblico (Oltre 200 miliardi di Euro di emissioni nel 2009). "Il debito pubblico italiano, che era sceso al 104% del Pil a fine 2007, supererà il 115% nel 2009 e, secondo le stime del governo, raggiungerà il 118% nel 2010. Il ministro dell'Economia ci ricorda spesso come sia difficile gestire la politica economica del paese con il più grande debito pubblico in Europa. Questo fardello di colpo è diventato molto più pesante. Se già in passato era urgente rallentare la dinamica della spesa pubblica corrente, ora questa esigenza è diventata ancora più pressante." (G. Tabellini, Il Sole 24 Ore, 01.09.09). Perciò, nel caso dell'Italia, da un lato sembrerebbe utile sostenere l'economia mondiale anche con la politica fiscale, ma dall'altro, l'instabilità finanziaria e l'alto debito pubblico suggerirebbero un maggior rigore nei conti pubblici, quindi pressione fiscale e rientro del debito pubblico. Si potrebbe però agire attraverso modifiche alla composizione del bilancio pubblico.

La pressione fiscale italiana ha superato la soglia del 43% del PIL nel 2007, e anche nella previsione per il 2009, il quale è un valore molto alto rispetto alla media europea. In Italia sono state intraprese politiche espansionistiche, come alcuni sgravi fiscali alle imprese, trasferimenti monetari alle famiglie a basso reddito, il rafforzamento degli ammortizzatori sociali per il biennio 2009-2010, e stanziamenti per investimenti in opere pubbliche. Gli oneri derivanti sono stati finanziati con aumenti di entrate e, in misura minore, con riduzioni di spese.

Secondo me, lo Stato dovrebbe cercare in questi casi di ridurre al minimo gli sprechi, come le inefficienze, e la scarsa produttività di alcuni settori pubblici. Probabilmente si potrebbe avere un risultato migliore in questi settori, attraverso maggiori controlli ai dipendenti, per verificare la qualità del loro lavoro e la loro produttività; oppure anche attraverso un

Debito in Italia e nell'area dell'euro (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea. Per omogeneità di confronto, le previsioni sono di fonte Commissione europea (Spring Forecasts maggio 2009).

(1) I dati includono gli effetti delle operazioni di swap e di forward rate agreement. – (2) Per omogeneità di confronto, l'area dell'euro include Grecia, Slovenia, Slovacchia, Cipro e Malta in tutti gli anni considerati.

Come sostiene il governatore della Banca d'Italia "Non basta ritornare ai ritmi di crescita degli ultimi anni, estremamente modesti nel confronto internazionale. Sono necessarie riforme strutturali che pongano il nostro sistema produttivo nelle condizioni migliori per poter cogliere le opportunità che saranno offerte dalla ripresa economica mondiale. Una volta superata la crisi, il nostro Paese si ritroverà con un capitale, fisico e umano, depauperato dal forte calo degli investimenti e dall'aumento della disoccupazione. La caduta della crescita potenziale del prodotto che potrebbe derivare, è una delle conseguenze più preoccupanti della crisi." (M. Draghi, 21.07.09)

Già da circa una ventina d'anni l'Italia cresce meno degli altri paesi industriali. Il progresso economico dei paesi emergenti ha ridotto il nostro vantaggio competitivo nei prodotti a basso valore aggiunto, mentre le carenze del nostro sistema scolastico rendono difficile competere nei settori ad alta tecnologia (e valore aggiunto). Spesso i paesi emergenti, come la Cina vengono additati come causa del declino italiano. La Cina ha dei costi di produzione talmente bassi che rendono la competizione impossibile. Si potrebbe però guardare la medaglia dall'altra faccia ... I paesi più ricchi, che durante la prima globalizzazione venivano chiamati paesi industrializzati perché esportavano prodotti industriali, oggi hanno cambiato tipo di specializzazione. In Europa e Nord America, l'industria rappresenta dal 20 al 30 per cento del PIL, e a parte una piccola percentuale dell'agricoltura, il resto sono servizi. I paesi in cui il settore dominante è l'industria sono Messico, Cina, India, Corea del Sud, cioè i paesi emergenti. Quindi anche l'Italia dovrebbe cominciare a

specializzarsi nei servizi: finanza, educazione, sanità, comunicazioni, consulenza, ricerca, innovazione, ecc...

Inoltre per ora la Cina sta risparmiando, ma ben presto comincerà a consumare, e ai nostri prodotti si aprirebbe un mercato enorme: più di un miliardo di potenziali consumatori. Questa potrebbe essere un'opportunità storica.

Per quanto riguarda il settore secondario l'Italia non dovrebbe concorrere sui costi, ma sulla qualità. Si dovrebbe puntare su quei prodotti che necessitano di tecnologie e risorse iniziali tipiche italiane, e svilupparli e valorizzarli. Lo Stato potrebbe pensare di agevolare le aziende che operano in questo modo.

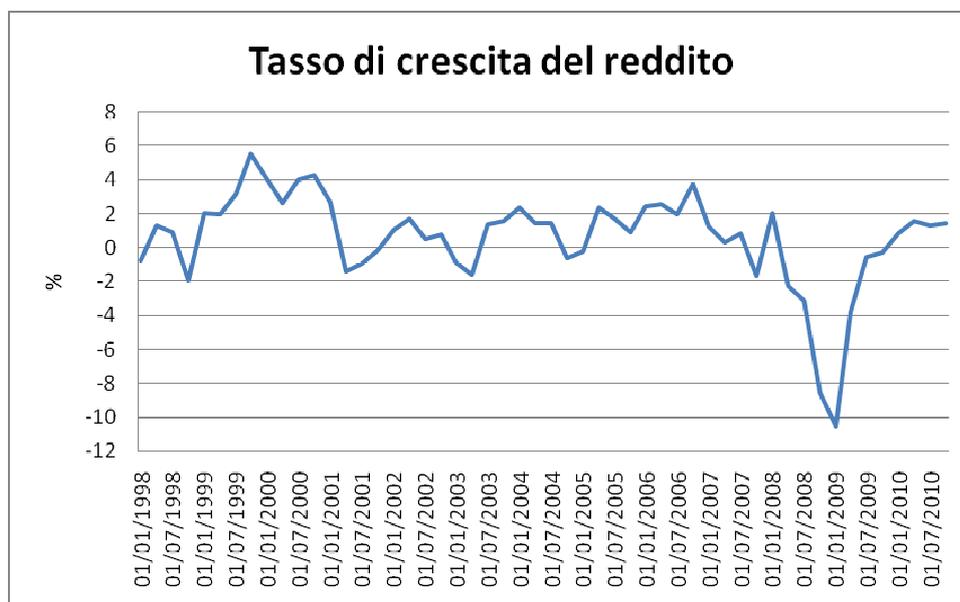
Le risorse che l'Italia ha come nazione dovrebbero essere sfruttate in un modo migliore. Vorrei fare un esempio, riguardante la musica classica: l'Italia, nella storia della musica vanta un prestigio superiore a molti altri paesi. Si pensi ai violini di Stradivari, si pensi alle opere di Verdi, ecc. È stata la culla di molte innovazioni nella storia della musica, e per questo ha goduto di fama e ammirazione. Ma allora, perché in Italia non viene data importanza a questo settore, come in altri paesi europei?

Questo per dire che noi italiani necessitiamo di incentivi, per innovare e per migliorare i nostri punti di forza, e in primis dovrebbero partire dall'istruzione. Credo che il mondo di domani rifletta l'istruzione di oggi, e se in Italia non si fa in modo di avere un sistema scolastico di qualità rischiamo di restare per sempre il fanalino di coda dei paesi più sviluppati. Probabilmente sono di parte perché sono una studentessa, ma l'istruzione deve essere

rafforzata, e servirebbero anche più controlli. Quando in una scuola pubblica una classe di alunni si trova davanti un pessimo professore, non c'è niente da fare... Ma gli alunni ne vengono molto penalizzati. Io non esiterei a proporre severe ripercussioni per quei professori che non svolgono almeno sufficientemente il loro lavoro. Rafforzando questo settore, le aziende avrebbero a disposizione capitale umano più qualificato, quindi potrebbero investire di più nella ricerca. E l'Italia diverrebbe più appetibile anche per le persone qualificate all'estero.

Nell'immediato tuttavia ci sono altri problemi e anche molto più gravi. L'economia italiana è in difficoltà e per la prima volta dopo anni molte famiglie della classe media fanno fatica ad arrivare a fine mese. L'Italia, come già accennato, da circa 20 anni accusa uno scarso aumento del reddito medio, perdendo posizione in termini relativi rispetto agli altri paesi Ocse. Questo è cosa molto grave nel momento in cui la disuguaglianza tra i redditi dei cittadini ricchi e poveri è molto elevata. Se la disuguaglianza è grande, vuol dire che gli effetti negativi che accusiamo alla media del reddito, vengono sentiti in modo molto maggiore nelle fasce più basse di reddito. Quindi un aumento della forbice tra redditi bassi e alti, può causare povertà e insoddisfazione della maggioranza. In Italia la disuguaglianza, rispetto ad altri paesi Ocse, era ed è rimasta relativamente alta, e perciò sembra improrogabile una riforma seria del welfare. "il sistema redistributivo italiano è molto inefficiente: per data pressione fiscale il welfare muove relativamente poche risorse dai ricchi ai poveri. Le cosiddette spese redistributive si disperdono in una serie di rigagnoli che finiscono per pesare sul contribuente medio e non

aiutare i veri poveri.[...] Per risanare questa situazione va messa a punto una riforma dello stato sociale di ampio respiro che sposti risorse dalle pensioni di chi non è povero ai veri poveri” (A. Alesina, F. Giavazzi, La crisi, 2008).



Tre economisti del lavoro, Andrea Ichino, Valentina Adorno e Giovanni Pica, hanno fatto uno studio di prossima pubblicazione in cui sostengono che la situazione non è buona dal punto di vista dei salari, ma nemmeno dal punto di vista dei profitti. Questi sostengono: “il declino non ha colpito tutti in egual misura. Da un lato le grandi imprese, che sono soprattutto grandi imprese di servizi che operano in mercati protetti, sembrano aver accresciuto i loro margini di profitto, invece nel settore manifatturiero i profitti sono diminuiti. D'altra parte i lavoratori sia uomini che donne, e soprattutto quelli con lavori a tempo pieno, a partire dai primi anni 2000 hanno recuperato parte del potere d'acquisto perso negli anni

novanta con una crescita salariale che per quanto modesta, è stata superiore alla crescita della produttività del lavoro. Per gli stranieri invece è stato un bagno di sangue.”

Il calo della produttività oraria, del quale si legge anche tra queste righe è uno dei fattori che hanno rallentato la crescita italiana. Circa da metà anni novanta, la produttività del lavoro in Italia è cresciuta molto meno della media europea. Bisognerebbe capire il perché. Sicuramente un fattore che incide sulla produttività, è la qualità della manodopera e del capitale umano. Per questo, ribadendo quanto detto sopra, scuola e università richiedono un peso maggiore, e tanto più in anni come questi, ricchi di innovazioni tecnologiche. Inoltre maggiore efficienza si può raggiungere sia con l’innovazione e la ricerca, ma anche con metodi meritocratici, premiando i migliori, sia nel settore pubblico che in quello privato.

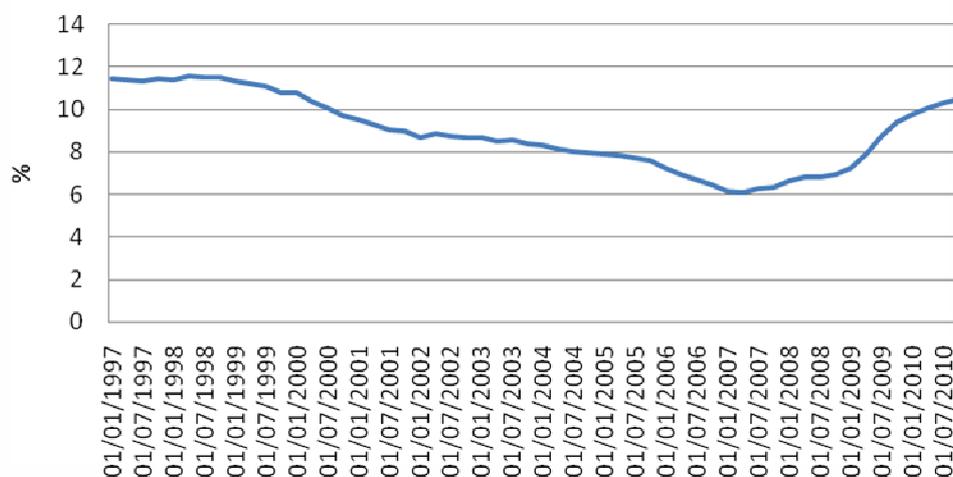
Disoccupazione

Oltre a tutto ciò che abbiamo detto, il problema forse più palpabile tra la popolazione è la disoccupazione. I cittadini sentono quest’effetto direttamente sulla loro pelle, e diffonde una sensazione di impotenza e di sfiducia verso il sistema. Per lo Stato è un problema da risolvere il più presto possibile anche perché più occupati significa più contribuenti, quindi maggiori entrate e minori spese per i sussidi alla disoccupazione.

Concentriamoci sulla situazione italiana. Il grafico seguente mostra l’andamento del tasso di disoccupazione. (Fonte: OCSE)

Coloro che perdono il lavoro, vengono aiutati in Italia con la cassa integrazione e sussidi di disoccupazione. “Rispondere alla crisi prolungando sine die la cassa integrazione è evidentemente la strada sbagliata perché la cassa protegge anche il posto di lavoro, non solo il lavoratore: così facendo lo illude che la sua azienda sopravvivrà alla crisi e non gli da alcun incentivo a guardarsi intorno per cercare una nuova occupazione. Un altro buon motivo per sostituire la cassa con un moderno sistema di sussidi di disoccupazione.”(F. Giavazzi, Il Corriere della Sera, 17.06.09) Questo renderebbe il mercato del lavoro più flessibile, creando ammortizzatori sociali che proteggano chi perde il lavoro, ma che non eliminino l’incentivo a cercare una nuova occupazione. Ricordo a questo proposito un avvenimento: un mio amico, studente lavoratore prossimo alla laurea ha perso il lavoro, e lo hanno ‘messo in cassa d’integrazione’. Lui, che in quel periodo era impegnato con la scrittura della tesi, era addirittura contento, dato che sarebbe stato pagato per non lavorare, e poteva così occuparsi dei suoi studi. Questo è un effetto negativo della cassa integrazione.

Tasso di disoccupazione italiano



Si dovrebbero più che altro aumentare gli incentivi che favoriscono lo spostamento della forza lavoro da un'azienda a un'altra, o addirittura da un settore all'altro, a seconda delle opportunità. Cioè, come dicono Alesina e Giavazzi nel loro libro 'I nodi a pettine', proteggere i lavoratori e non i posti di lavoro. Questo potrebbe essere fatto anche con corsi di aggiornamento gratuiti o almeno a basso costo per i lavoratori ai quali, per esigenze di cambiamenti di mercato, vengono chieste competenze diverse da quelle che hanno acquisito nella loro vita lavorativa. È una cosa molto importante, poiché siamo in un periodo di cambiamenti; comincia ad esserci meno richiesta di lavori manuali, rimpiazzati con macchine e computer, e aumenta la richiesta di lavori ad alto capitale umano diversificato, che deve essere pronto ad adattarsi ad esigenze di mercato in evoluzione e a tipi di lavoro sempre diversi.

“Il nostro sistema di sicurezza sociale lascia scoperta la parte più vulnerabile della forza lavoro, i circa quattro milioni di lavoratori che non hanno un contratto a tempo indeterminato e che non possono usufruire della cassa integrazione. Nel primo trimestre del 2009 gli occupati di cittadinanza italiana sono diminuiti di oltre 400 mila unità rispetto a un anno prima. Quasi tutti erano lavoratori precari. A questi si sommano i giovani in cerca di prima occupazione che non la trovano. La disoccupazione, che segue il ciclo con ritardo, è destinata ad aumentare ancora per molti mesi. L'estensione della cassa integrazione a settori e imprese che ne hanno bisogno, per quanto necessaria, non raggiunge questi nuovi disoccupati. Per farlo

occorrerebbe una riforma più completa del sistema di ammortizzatori sociali, che estenda il sussidio di disoccupazione a tutti i lavoratori. Senza una riforma delle pensioni, dove trovare le risorse?" (G. Tabellini, Il Sole 24 Ore, 01.09.09)

Effetti positivi possono derivare anche dallo spostare la contrattazione dal livello nazionale a quello aziendale. Crescerebbe la produttività: gli incentivi sul lavoro sarebbero collegati ai risultati della singola impresa. E l'occupazione sarebbe più stabile: quanto più i compensi dei lavoratori sono legati ai risultati aziendali, tanto più l'impresa potrà far fronte alla recessione senza tagliare posti di lavoro. Questo secondo aspetto sarebbe particolarmente importante nella fase attuale della crisi, con domanda ancora debole e molte imprese che hanno manodopera in eccesso.

Il mercato del lavoro italiano è troppo bipolare, da un lato i precari che hanno contratti temporanei e scarsissime garanzie e dall'altro i lavoratori tradizionali, praticamente illicenziabili. Inoltre spesso tra i lavoratori del settore pubblico ci sono molte inefficienze.

Indipendentemente dalla crisi, migliorando questi aspetti elencati, l'Italia potrebbe dare una spinta verso l'alto all'economia, e renderla più solida.

Sarebbe bene quindi sfruttare questa 'occasione' per fermarsi a guardare quali sono le debolezze del nostro paese e riformarle.

Il rilancio della crescita è molto importante. Senza una crescita duratura non si potrà risanare la finanza pubblica, non si daranno

prospettive ai giovani e ai disoccupati, non ci saranno risorse per migliorare le infrastrutture e i servizi pubblici.

CONCLUSIONI

La crisi che ha travolto l'economia mondiale negli ultimi anni, è stata la più grave dopo quella del 1929. Alle autorità nazionali e sovranazionali spetta ora il compito di guidare l'economia fino alla sua ripresa, e abbiamo visto come questo sia difficile e complesso.

Spero che i vari Paesi, e soprattutto coloro che hanno avuto responsabilità di ciò che è successo, traggano i giusti insegnamenti, per non trovarci in futuro a dover ancora fronteggiare una crisi di queste dimensioni.

La situazione mondiale sta pian piano migliorando, alcuni segni di ripresa si sono avviati dal 2009; le borse di tutto il mondo hanno registrato una netta ripresa dall'inizio dell'anno, e la crescita negativa dei volumi del commercio mondiale si è ridotta.

Tuttavia, non possiamo ancora affermare che la crisi sia finita. La relazione della Banca dei regolamenti internazionali di Basilea, pubblicata a fine di giugno 2009, afferma che la crisi è ancora alla prima fase: quella dei salvataggi bancari; la seconda, quella della ripresa, non potrà iniziare fino a quando non ci sarà chiarezza sulla situazione effettiva delle banche internazionali; solo allora può avviarsi la terza, cioè quella della riforma. (In inglese, le tre "R": rescue, recovery, reform).

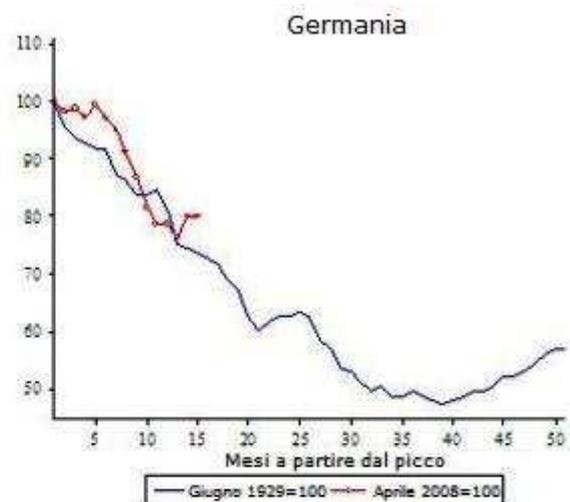
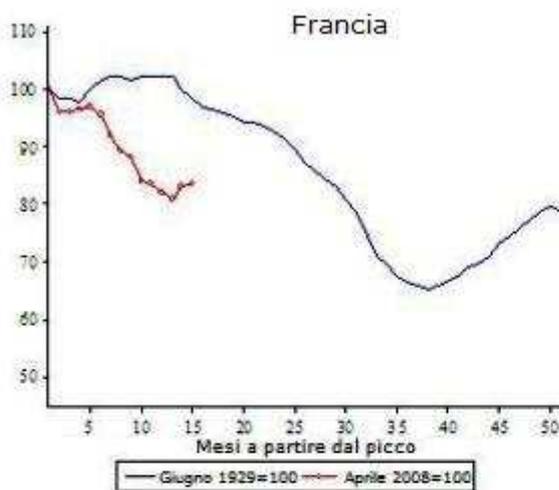
Quando la crisi ha raggiunto la sua fase più acuta, c'è chi temeva che il mondo potesse precipitare in una crisi pari nelle dimensioni a quella della grande depressione del 1929, dove il declino della produzione proseguì per tre interi anni, ma non è stato così. A tal proposito riporto i seguenti grafici che mostrano un miglioramento della situazione mondiale in generale, e offrono un confronto con la crisi del 1929. (Fonte: La voce.info)

Si nota, come già accennato, che i paesi esportatori (Italia e Germania) hanno subito le maggiori perdite, e che l'Italia in particolare sta faticando a riprendersi. Tuttavia, trainata dalla ripresa mondiale, l'attività produttiva del nostro paese dovrebbe tornare a crescere nel corso del 2010.

Produzione industriale mondiale, prima e oggi



Produzione industriale, 4 maggiori stati europei, prima e oggi



Il mondo è stato attraversato da molte crisi, che come abbiamo detto sono una caratteristica tipica dell'economia, soprattutto di tipo capitalistico. Si è visto che quando una crisi si conclude, gli Stati che ne sono stati attraversati, possono ricominciare a crescere raggiungendo anche livelli più alti di quelli che precedevano la recessione. Inoltre lasciano dietro di sé un patrimonio di nuove conoscenze: errori da non ripetere, nuove regole e una maggior consapevolezza.

È quello che ci auguriamo per il futuro dell'economia mondiale, nella speranza che la finanza diventi più umana e più solida.

BIBLIOGRAFIA

- Alesina Alberto, Giavazzi Francesco, *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, Il Saggiatore, Milano 2008.
- Alesina Alberto, Tabellini Guido, *Due strade per il Paese senza perdere altro tempo*, 16 Novembre 2008, Il Sole 24 Ore
- Boldrin Michele, *Sette miti, anzi no, sette confusioni*, 24 Febbraio 2009, NoiseFromAmerika.org

- Bruni F., *Una crisi frutto della miopia*, 2 Settembre 2009, Via Sarfatti25.unibocconi.it
- De Vita Federico, *Un quant di responsabilità*, 22 Settembre 2009, Lavoce.info
- Draghi Mario, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2010-2013*, 21 Luglio 2009
- Eichengreen Barry O'Rourke Kevin H., *A che punto è la crisi*, 15 Settembre 2009, Lavoce.info
- Giavazzi Francesco, *Come salvarci dall'abisso*, 22 Febbraio 2009, Il Corriere della Sera
- Giavazzi Francesco, *Il rebus dei consumi*, 14 Agosto 2009, Il Corriere della Sera
- Giavazzi Francesco, *Le occasioni da non perdere*, 17 Giugno 2009, Il Corriere della Sera
- Giavazzi Francesco, *Troppa cautela verso le banche*, 27 Settembre 2009, Il Corriere della Sera
- Giavazzi Francesco, *L'IRAP punisce chi dà lavoro*, 14 Ottobre 2009, Il Corriere della Sera
- Giavazzi Francesco, *Lo spread che allarga l'Atlantico*, 30 Giugno 2008, Lavoce.info
- Giuliano Paola Spilimbergo Antonio, *Le cicatrici della Crisi*, 29 Settembre 2009, Lavoce.info

- Hamauï Rony, *America in vantaggio nella partita della vigilanza finanziaria*, 1 Settembre 2009, Lavoce.info
- Krugman Paul, *Gli errori degli economisti*, in “Internazionale”, 18 settembre 2009
- Lusardi Annamaria, *Quell'ignoranza che costa cara*, 23 Giugno 2009, Lavoce.info
- Manasse Paolo, *Senza la sfera di cristallo*, 23 Giugno 2009, Lavoce.info
- Onado Marco, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Laterza, Bari 2009
- Onado Marco, *Perché Draghi ha frustato le Banche*, 12 Luglio 2009, Lavoce.info
- Pizzati Lodovico, *Sostenibilità fiscale*, 3 Maggio 2009, NoiseFromAmerika.org
- Porrini Donatella, *Denaro di plastica e debiti da pagare*, 30 Luglio 2009, Lavoce.info
- Tabellini Guido, *Una cattiva politica dietro la crisi del mercato*, 28 Settembre 2008, Il Sole 24 Ore
- Tabellini Guido, *Recessione e debito, i due volti della crisi*, 18 Gennaio 2009, Il Sole 24 Ore
- Tabellini Guido, *I tre rischi che possono aggravare la recessione*, 1 Febbraio 2009, Il Sole 24 Ore

- Tabellini Guido, *Non sparate sul manager colpireste la ricchezza*, 16 Aprile 2009, Il Sole 24 Ore
- Tabellini Guido, *Idee e regole dopo la tempesta*, 7 Maggio 2009, Il Sole 24 Ore
- Tabellini Guido, *Liberiamo i fondi italiani dall'handicap*, 11 Giugno 2009, Il Sole 24 Ore
- Tabellini Guido, *Per crescere l'occasione dei contratti*, 1 Settembre 2009, Il Sole 24 Ore
- Taylor John B., *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, Novembre 2008
- Zingales Luigi, *La crisi non è finita*, 12 Giugno 2009, L'Espresso
- Zingales Luigi, *Quanto conta la fiducia*, 3 Luglio 2009, L'Espresso
- Zingales Luigi, *Un errore il Bernanke 2*, 4 Settembre 2009, L'Espresso
- Zingales Luigi, *Banchieri nuovi untori*, 25 Settembre 2009, L'Espresso