Quali effetti reali della crisi finanziaria? Profili e prospettive

di Fabrizio Onida

(di prossima pubblicazione in "East. Europe and Asia Strategies", n. 22, novembre 2008)

Se la schumpeteriana "distruzione creatrice" stimola la crescita reale dell'economia tramite rapida diffusione delle tecnologie e forte concorrenza tra le imprese, la crisi finanziaria che stiamo attraversando assomiglia più ad una perversa "creazione distruttrice", cioè un eccesso di innovazioni finanziarie non regolate o mal regolate, che si traducono in paralisi dei mercati e innesco di crisi recessive. Per avere un'idea del fenomeno, basti pensare che – come stima la Banca dei Regolamenti Internazionale - il valore facciale dei tutti i contratti finanziari mondiali è passato in un decennio da 75 trilioni di dollari a fine 1997 a 600 trilioni di dollari a fine 2007 (circa 10 volte il PIL mondiale).

1. Che cosa suggerisce la teoria economica circa l'impatto di questa crisi finanziaria sull'economia reale?

Una sana (anche se tardiva) riscoperta della macroeconomia keynesiana fornisce gli elementi fondamentali di risposta. Il primo effetto di freno ai consumi delle famiglie nasce dal cosiddetto "effetto ricchezza": lo sgonfiamento della bolla speculativa sui prezzi degli immobili (negli USA, ma anche nel Regno Unito, in Spagna e in molti altri paesi) e della connessa bolla sui titoli dei mercati finanziari globali ridimensionano velocemente il potere d'acquisto dei risparmi, generando così una rapida revisione verso il basso dei piani di spesa, a cominciare dai beni di consumo durevole (auto, elettrodomestici, mobilio, computers, televisori ecc.). Il crollo dei titoli azionari e obbligazionari privati sui mercati globali, innescato dalla crisi dei mutui subprime attraverso la piramide invertita delle cartolarizzazioni opache, autoalimenta questo "effetto ricchezza" negativo. Nel clima di generalizzata crisi di fiducia nei rischi di mercato e nei rischi di controparte creditizia (con buona pace delle "aspettative razionali" stabilizzatrici, così diverse dalle aspettative keynesiane potenzialmente destabilizzatrici) si prosciuga drammaticamente la liquidità sul mercato interbancario e tende a rarefarsi il credito alle famiglie e alle imprese. Per far fronte alla ritirata dei propri clienti e soci timorosi per la sicurezza dei propri risparmi, banche e intermediari finanziari non bancari (dalle banche di investimento agli hedge funds) sono costretti a liquidare i propri attivi, contribuendo così alla caduta a vite delle quotazioni delle società migliori, più facilmente vendibili sul mercato. E le perdite di valore corrente dei risparmi in azioni e obbligazioni si avvitano pericolosamente su se stesse.

Dall'effetto ricchezza all'effetto "reddito disponibile" il passo è breve, perché la minor domanda di beni durevoli si traduce in riduzione di ore lavorate, minor domanda di prodotti intermedi, minori redditi e a sua volta minor domanda di consumi. Peggiori prospettive sulle vendite e sui profitti futuri inducono le imprese (manifattura, costruzioni, servizi) a rinviare nel tempo piani di investimento, l'altra importante componente della domanda che sostiene il PIL. Investimenti e finanziamento del capitale circolante delle imprese rischiano di essere strozzati da segnali (per ora limitati) di stretta creditizia da parte delle banche in maggior sofferenza.

Per compensare la caduta della domanda interna di consumi e di investimenti le imprese esportatrici cercano di espandere la propria clientela estera, anche sacrificando margini di profitto all'esportazione. Purtroppo il gioco non funziona quando, come sta accadendo, la crisi di domanda interna e la conseguente caduta delle importazioni interessa la maggior parte dei mercati.

Negli anni recenti, che hanno visto vigorosi tassi di crescita del PIL nei paesi emergenti, si è molto parlato di "disaccoppiamento" tra le prospettive di crescita delle diverse aree del mondo: a fronte di bassa o rallentata crescita delle economie avanzate (vecchia Europa, Giappone, USA), si conta sulla vigorosa espansione di questi nuovi protagonisti dell'economia mondiale. Il 6 novembre il Fondo Monetario Internazionale si è già affrettato a rivedere verso il basso le previsioni di crescita 2009 dell'economia mondiale formulate tre settimane prima, a loro volta abbassate di quasi un punto percentuale rispetto al *World Economic Outlook* di Aprile, sia per i paesi avanzati (oggi previsti a -0.8%), sia per i mercati emergenti (oggi previsti al 5.1%).

2. Si indebolisce il ruolo traente dei mercati emergenti rispetto al ciclo mondiale.

Temo che questo sia ancora uno scenario ottimistico, sia per il progressivo aggravarsi dei segnali recessivi nella Triade e dei riflessi negativi sul resto del mondo, sia perché molti mercati emergenti (OPEC, Russia, Brasile, Sud Africa e altri) saranno colpiti dalla fase discendente dei prezzi dei prodotti primari rispetto ai picchi toccati fino agli inizi del 2008.

L'effetto di disaccoppiamento tra locomotive trainanti nei mercati emergenti e convoglio frenante nei paesi ricchi rischia pertanto di attenuarsi nei prossimi trimestri, perché il ciclo recessivo tende a propagarsi attraverso mercati mondiali di beni-servizi e di capitali sempre più interdipendenti. Juan Somavia, direttore generale dell'International Labour Office di Ginevra, teme che entro la fine del 2009 il numero di disoccupati al di fuori della Triade salga di 20 milioni.

La Cina è da tempo seconda economia mondiale dopo gli USA quanto a dimensione del PIL misurato a parità dei poteri d'acquisto, e recentemente seconda anche a dollari correnti a ruota con la Germania, nonché secondo esportatore mondiale ai prezzi di mercato. Il FMI stima per ora che la

crescita della Cina rallenti di quasi tre punti nel 2009 (sotto il 9%), con effetti di minor traino sulle economie est-asiatiche, oltre che su Australia e Nuova Zelanda. Si è notata una flessione di circa il 20% nel turismo cinese in uscita, divenuto ormai un'importante voce di entrata valutaria per molti paesi dell'area circostante. La caduta dei valori immobiliari nelle città costiere si è accompagnata ad un crollo di circa il 70% nei valori della borsa di Shanghai rispetto ad un anno fa. Un effetto positivo del rallentamento dell'economia cinese è peraltro costituito dalla caduta dei prezzi di molte materie prime e semilavorati (in particolare minerali di ferro e acciaio), negli anni recenti sottoposti a forti rincari proprio a causa della vorace domanda provocata dai massicci investimenti infrastrutturali della Cina. Un sintomo preoccupante di recessione internazionale è la vertiginosa caduta (95% dallo scorso maggio) dell'indice dei noli marittimi per il trasporto di materiali sfusi (*Baltic Dry Index*) come minerali di ferro, riflesso della forte flessione nei flussi di questo traffico da paesi come Brasile e Australia verso Cina, America ed Europa.

Anche a prescindere dal rallentamento nel motore cinese, diversi paesi dell'area asiatica registrano una accresciuta volatilità nel mercato dei cambi, alimentata da un nervosismo nei flussi di capitali con l'estero, che in qualche caso richiama pericolosamente alla memoria la crisi valutaria del 1997-98. La Corea del Sud ha visto la propria bilancia dei pagamenti scivolare in pochi mesi da un confortevole avanzo ad un disavanzo di parte corrente e da capitali in uscita, e si trova con un sistema bancario sottocapitalizzato rispetto alla dimensione e alla qualità della propria esposizione creditizia. Il cambio effettivo del *won* coreano è crollato in pochi mesi del 30%, anche come riflesso del consistente apprezzamento sul dollaro da parte dello yen giapponese e (più moderatamente) dello yuan cinese. Nell'ASEAN si comincia a discutere sulla necessità di una struttura di vigilanza finanziaria comune ai paesi membri.

Per la Russia e i paesi produttori di petrolio e gas il dimezzamento in pochi mesi delle quotazioni internazionali dai picchi di inizio 2008 comincia a mordere seriamente sulle prospettive di mantenimento nei ritmi di crescita dei consumi e degli investimenti domestici. La massiccia fuga di capitali dalla Russia nelle scorse settimane riflette crescente sfiducia dei gruppi finanziari dominanti sulla capacità di governo del bilancio statale e rischia di provocare tagli ai programmi di investimenti pubblici: uno scenario preoccupante per l'urgente modernizzazione delle infrastrutture di base.

Una caduta del prezzo del petrolio sotto i 60-70 dollari, nonostante qualche taglio dell'offerta concordato in sede OPEC, erode rapidamente gli spazi alla politica espansiva populista di Chavez in Venezuela, con riflessi sfavorevoli sui paesi più poveri del suo vicinato. E nei paesi del Golfo la netta flessione nei valori immobiliari si combina con le attese di assai minori ricavi da esportazione

di petrolio, ponendo fine all'entusiasmo con cui gli investitori internazionali fino a pochi mesi fa aumentavano la quota dei propri portafogli in azioni rappresentative della ricchezza petrolifera.

La caduta dei prezzi internazionali di molte *commodities* agricole e minerarie, vantaggiosa per i paesi importatori, mette dunque a repentaglio la posizione finanziaria sull'estero di molti mercati emergenti in America Latina e in Africa. In Argentina la presidente Kirchner presenta in Parlamento un progetto di nazionalizzazione dei Fondi pensione (che amministrano 30 miliardi di dollari per 9,5 milioni di affiliati) il cui rischio di default ha provocato un crollo della borsa di Buenos Aires. E in Argentina, come in altri paesi il cui reddito nazionale dipende fortemente dalle esportazioni, si affacciano i timori di una stretta al credito all'esportazione, causata dalla minore offerta di rifinanziamento da parte del sistema bancario internazionale.

Segnali di fragilità vengono infine da molti paesi dell'Europa Centro-Orientale, che negli anni recenti hanno svolto un piccolo ma importante ruolo trainante del ciclo produttivo della vecchia Europa. Il disavanzo delle partite correnti corre verso soglie pericolose del 15% in Romania e del 25% in Bulgaria.

3. Quali prospettive e quali rischi nelle risposte dei governi all'aggravarsi della crisi?

Sul *Financial Times* del 28 ottobre scorso Jeffrey Sachs, dopo aver valutato che l'effetto diretto e indiretto della caduta di ricchezza immobiliare nei principali paesi (USA in testa) possa essere una flessione del PIL mondiale del 6%, inclusa la trasmissione lungo qualche trimestre degli effetti recessivi da domanda, ritiene che una pesante recessione generalizzata (lo spettro del grande crollo dell'economia del 1930-32 fino alla svolta del *New Deal* di Roosevelt) possa essere evitata a seguito di politiche di sostegno alla domanda interna in Cina (nuovo locomotore del ciclo mondiale?), combinate con i massicci interventi del FMI e delle banche centrali a presidio della liquidità dei mercati. In particolare è opinione largamente condivisa che vadano preservati i massicci programmi di investimenti infrastrutturali, nei paesi BRIC ma non solo, condizione necessaria per rimuovere le strozzature ad una piena integrazione dei mercati emergenti nell'economia globale. Sullo stesso giornale Steve Roach esorta le banche centrali a considerare la stabilità dei mercati finanziari come obiettivo altrettanto importante quanto il controllo dell'inflazione tramite l'offerta di moneta, poiché le bolle recenti insegnano che i mercati da soli non aggiustano, anzi possono aggravare le crisi. Con linguaggio non proprio morbido, Martin Wolf si augura che "*preventing a global slump should be the priority*" poiché "*the danger remains huge and time is short*". Larry Summers, notando che nel 2006 gli utili aggregati delle imprese negli

USA sono stati originati per il 40% nel settore finanziario, si augura che venga presto corretta questa abnorme redistribuzione dei redditi a favore della finanza.

L'esperienza delle crisi finanziarie in Asia, Russia e America Latina alla fine dello scorso decennio ha fatto maturare una riflessione critica sul cosiddetto *Washington Consensus*, soprattutto per quanto riguarda le tradizionali ricette di rapida e indiscriminata liberalizzazione dei movimenti di capitali a breve scadenza. Non sembrano esistere tuttavia, almeno per ora, soluzioni per fronteggiare crisi del debito e fuga di capitali che non includano uno shock al rialzo dei tassi di interesse, come si è visto di recente nel negoziato in cui il FMI ha imposto un balzo al 18% del tasso di sconto per il salvataggio dell'Islanda tecnicamente fallita. Mentre un numero crescente di paesi del Centro-Est Europa (dall'Ungheria alla Bulgaria all'Ukraina) torna a battere all'uscio del FMI per interventi di ripristino alla liquidità di sistema e di sostegno al cambio.

L'Europa a 27, assai meno sconvolta rispetto agli USA dalla bolla immobiliare e soprattutto dalla crisi dei mutui subprime, ha grandi responsabilità nel fornire risposte adeguate all'aggravarsi della congiuntura. In mancanza (ancora per un lungo tempo) di un vero federalismo politico-economico europeo, occorreranno altre e più rafforzate azioni collettive e coordinate come quelle recenti intraprese sotto la guida della presidenza francese che scade a fine 2008. Riemerge il grande tema di come supplire alla strutturale incapacità dei mercati di fornire beni pubblici come stabilità macroeconomica, sicurezza, fiducia, infrastrutture per lo sviluppo.

E' evidente il rischio che, senza cooperazione rafforzata tra governi nazionali, venga rimesso in discussione l'impianto dell'"*acquis communautaire*", cioè delle regole condivise che garantiscono una piena integrazione dei mercati e una progressiva spinta di modernizzazione e di efficienza competitiva all'intera regione.

A cominciare dalla ridefinizione degli aiuti di stato compatibili con le regole della concorrenza secondo l'art. 87(3) (b) e (c) del Trattato.

Non a caso la Commissione, rilevando l'eccezionalità delle circostanze che devono indurre governi e banche centrali a intervenire per salvaguardare la stabilità del sistema finanziario (incluse formule di ricapitalizzazione degli intermediari finanziari tramite iniezione di capitale pubblico), si è affrettata a emanare una Comunicazione (C270/8 del 25 ottobre 2008), che incorpora e specifica i principi d'azione approvati dall'ECOFIN del 7 ottobre 2008.

In sintesi, tali principi sono: a) gli interventi devono essere calibrati nella misura minima necessaria ed essere comunque temporanei; b) vanno salvaguardati per quanto possibile gli interessi dei

contribuenti; c) gli istituti beneficiari dell'aiuto di Stato devono subire conseguenze, accollandosi oneri (fees), impegni a parziali restituzioni future delle precedenti agevolazioni, perdite per gli azionisti, tagli alle remunerazioni dei managers; d) va rispettato il principio della non discriminazione e pertanto vanno evitati spillovers negativi lesivi della concorrenza.

Qualche preoccupazione in questo senso è infatti suggerita da possibili. Non mancano infatti segnali di rischi quanto alle reazioni politiche alla crisi in corso.

Sul fronte interno, in Germania la cancelliera Merkel e il ministro Steinbrück studiano provvedimenti selettivi a favore del settore automobilistico (come crediti d'imposta sull'acquisto di nuove auto non inquinanti e incentivi alla rottamazione) e un ampliamento delle garanzie Hermes sui crediti all'esportazione di beni strumentali. In Italia il ministro Scajola ventila simili provvedimenti di aiuto ai settori dei beni di consumo durevole come auto ed elettrodomestici. Beninteso, si tratta di provvedimenti di sostegno alla domanda interna, che tuttavia vanno attentamente valutati per evitare che nascondano tra le pieghe dettagli discorsivi della concorrenza. La Polonia rischia di espandere i sussidi al settore cantieristico, largamente non competitivo come un tempo quello della Germania Occidentale.

Sul fronte esterno occorre tenere conto delle ulteriori difficoltà che l'attuale fase di crisi finanziaria e il recente riemergere di partiti di chiara ispirazione populista (dalla Germania all'Austria-Olanda-Danimarca) pone ad una soddisfacente conclusione del *Doha Development Round* della WTO, oggi in larga misura bloccato dalla riluttanza di USA e Unione Europea ad accettare le ragioni di India, Brasile e altri paesi emergenti in difesa della propria agricoltura e alla ricerca di maggiori benefici netti dalle proposte di liberalizzazione multilaterale per merci e servizi. In questo contesto la UE potrebbe raccogliere la recente proposta di due economisti americani: sollecitare i governi dei principali paesi (G20) all'apertura di un dialogo globale articolato e impegnativo sui grandi temi (come sicurezza alimentare, energia, ambiente) che urgono da tempo, al di là della pura liberalizzazione commerciale. Fermo restando che l'azione permanente della WTO continua fortunatamente a rappresentare un robusto presidio per scongiurare scenari di ritorno ai fantasmi del lontano passato protezionista alla Smoot-Hawley Tariff del 1930.

In conclusione va sottolineato che vi sono buone ragioni per escludere il ripetersi oggi degli scenari di grande crollo dell'economia mondiale 1929-32. Tra questi vi sono:

a) la disponibilità dei governi e delle banche centrali a esercitare strategie cooperative di stabilizzazione dei mercati, contro le tentazioni di politiche di "beggar thy neighbour", di

isolazionismo e nazionalismo esasperato che hanno caratterizzato la grande crisi sotto i regimi di allora;

b) il presidio WTO di un regime multilaterale di scambi, contrapposto alla guerra delle tariffe di allora che produsse il periodo oscuro più autarchico del XX secolo;

c) la rinuncia a tentativi di fissare tassi di cambio irrealistici, come il ritorno della sterlina al gold standard nel 1925 con la conseguente sopravvalutazione della sterlina medesima (storia analoga alla mussoliniana “quota 90” della lira);

d) l’assenza di fenomeni degenerativi come l’iperinflazione tedesca.

Ma qualsiasi previsione va presa oggi con cautela. Basti notare che non manca chi (Anders Aslund del *Peterson Institute* sul *FT Economists’ Forum*) invece non esclude per il prossimo futuro scenari anche peggiori della Grande Depressione. Tale pessimismo è basato su elementi come il rischio di panico da contagio (titoli tossici) che l’enorme potenza dei media e di Internet contribuisce a diffondere, di fluttuazioni destabilizzanti dei tassi di cambio, di sgonfiamento della bolla immobiliare estesa ad aree come Russia e Paesi del Golfo, di fallimento di alcuni Stati (con l’Italia accomunata a Islanda e Ukraina!).