

ASTRID - Fondazione Italianeuropei - Fondazione La Malfa

Gruppo di studio

“Il governo della globalizzazione”

Politiche finanziarie e macroeconomiche globali

in periodo di crisi

di Ferdinando Targetti

1. Squilibri macroeconomici globali.

- a. Squilibri nelle bilance e inadeguatezza dei cambi. Per tre decenni, dalla fine di Bretton Woods, gli Stati Uniti hanno offerto il traino principale dell'economia mondiale, mantenendo un sistematico eccesso di domanda rispetto all'offerta interna e alimentando la domanda interna con ingenti trasferimenti di capitali dall'estero. Negli ultimi vent'anni i paesi asiatici emergenti si sono inseriti nel commercio mondiale e hanno adottato modelli tirati dalle esportazioni. Gli Stati Uniti hanno preso ad assorbire, in condizioni di cambio stabile, quantità crescenti di prodotti asiatici cinesi a basso costo, che hanno mantenuta bassi i salari interni e l'inflazione, pur in presenza di politiche di domanda aggregata, monetaria e fiscale, fortemente espansive, generando, come alla fine degli anni sessanta, crescenti disavanzi pubblici e con l'estero. D'altra parte la Cina ha mantenuto il Reminbi artificialmente basso facendo *pegging* sul dollaro per non frenare la crescita tirata dalle esportazioni (e la migrazione dalle campagne alle città).
- b. Paesi stabilmente in avanzo e redistribuzione delle riserve mondiali. Il mancato aggiustamento delle bilance dei pagamenti è attribuibile a quattro fattori: la mancata rivalutazione della moneta dei paesi in avanzo esportatori di beni manufatti (Cina); l'avanzo di paesi che esportano beni energetici a domanda rigida (paesi del Golfo e Russia); l'elevato risparmio e la lentezza della crescita di salari e consumi interni e di

spesa pubblica sociale in paesi emergenti in attivo (Cina); il modello americano di crescita basata sul debito. Il perdurare di questa situazione ha portato all'accumulo di riserve nei paesi emergenti e petroliferi (le riserve valutarie mondiali sono circa 6 md di dollari, quelle dei paesi avanzati circa 2, quelle dei paesi emergenti circa 4, di questi la Cina, il paese con maggiori riserve valutarie al mondo, possiede 1.200 md, un sesto delle riserve complessive) e alla costituzione di Fondi Sovrani.

- c. Crescita USA basata sul debito e debolezza del dollaro. Deregolamentazione, progresso tecnico e delocalizzazione internazionale (*offshoring*) hanno ridistribuito, nei paesi industrializzati e in Usa in particolare il reddito a favore dei profitti e di alti redditi da lavoro. Questa redistribuzione e la conseguente stagnazione del reddito delle famiglie delle classi medie è stata resa compatibile con la crescita della domanda e dei consumi in particolare con l'adozione di un modello di crescita basato sul debito. In Usa il debito delle famiglie equivale al 141% del Pil americano. L'aspetto più emblematico è stato lo sviluppo delle carte di credito e la politica bancaria dei mutui a debitori incapaci di ripagare il debito sulla base del flusso di reddito, ma meritevoli di credito sulla base della presunzione della rivalutazione della garanzia immobiliare (carte di credito e mutui sono stati i due principali attivi bancari oggetto di cartolarizzazioni). A ciò aggiungasi la crescita del debito pubblico per far fronte alla crisi dot-com (inasprita dall'attacco terroristico alle Torri gemelle) e il finanziamento a debito della guerra dell'Iraq (che non è stata finanziata con le imposte, come non lo fu quella del Viet Nam negli anni '70). Il disavanzo pubblico e quello privato (investimento maggiore del risparmio) ha determinato disavanzi commerciali e debito estero (coperto con trasferimento di fondi dal resto del mondo). Per lungo tempo la politica economica americana si è potuta basare sul "*benign neglect*" rispetto al dollaro e ai propri disavanzi esterni. Questo perché il risparmio mondiale fluiva verso gli Usa attratto dalla crescita del reddito americana maggiore di quella di Ue e Giappone. L'accumulo del debito estero americano ha tuttavia invertito negli ultimi due anni le aspettative dei mercati sul dollaro che ha cominciato a deprezzarsi.
- d. Tensione sui prezzi delle materie prime. La forte crescita dell'economia mondiale, e l'aumento della domanda, generato dai nuovi attori economici sulla scena mondiale ha creato crescenti tensioni sui mercati delle materie prime energetiche e alimentari, che, al di là di oscillazioni dovute a forti speculazioni sulle materie prime soprattutto energetiche, la Banca Mondiale conviene abbiano assunto carattere strutturale. Mentre la

- variazione delle ragioni di scambio nella crisi petrolifera del 1973 e del '79 creò una forte inflazione internazionale, oggi produce trasferimento di reddito che colpiscono i paesi poveri (che hanno un'alta propensione alla spesa alimentare) e in disavanzo energetico.
- e. Politiche anti-inflazionistiche e Bce. Le politiche anti-inflazionistiche tradizionali (*inflation-targeting*) attuate dalle Banche Centrali di singoli stati o aree monetarie (Federal Reserve e Banca Centrale Europea) si sono mostrate inadeguate a fronte di tensioni inflazionistiche che derivano dall'aumento dei prezzi delle materie prime. A fronte di tale evidenza la nuova ortodossia distingue l'inflazione in due determinanti, una *core-inflation*, basata sull'andamento dei prezzi delle materie prime e dell'energia e un'inflazione aggiuntiva che deriverebbe dal trasferimento di maggiori prezzi su maggiori salari e da lì di nuovo sui prezzi. Questa inflazione sarebbe aggredibile con una politica monetaria basata su saggi di interesse fissati in funzione di un valore prestabilito dell'inflazione. La teoria è debole e i fatti non sono di grande sostegno. Il saggio di interesse ufficiale della Bce è stato stabile per lungo tempo (al 4,25% - è diminuito di 0,5% ai primi di ottobre 2008) malgrado il ciclo europeo fosse prossimo alla recessione; questo saggio è due volte e mezzo quello praticato dalla Fed, mentre tra le due sponde dell'Atlantico né l'inflazione (4% nella Ue e 5% negli Usa) né il divario di crescita dei salari nominali giustifica tale diversità.
 - f. Crisi generalizzata. Gradualmente il sistema è entrato in tensione: per il surriscaldamento dell'economia cinese, l'esplosione dei prezzi delle materie prime e soprattutto l'insostenibilità dei debiti delle famiglie americane connessa alla deregolamentazione finanziaria.

2. Crisi finanziarie. Molteplicità delle crisi.

- a. Instabilità finanziaria. Il sistema finanziario internazionale da un lato consente di finanziare gli squilibri nazionali di risparmio e investimento e di ripartire il rischio a livello mondo, d'altro lato può di colpo far mancare l'ossigeno a parti del sistema quando si incrina la fiducia, generando default a catena sul debito estero dei paesi e crisi bancarie. Il potenziale di instabilità finanziaria del sistema richiede meccanismi cooperativi più incisivi nella gestione delle politiche economiche e di sorveglianza degli squilibri finanziari.

- b. Accentuazione del fenomeno. Considerando le crisi finanziarie in una prospettiva storica possiamo rilevare che dagli anni '70 il fenomeno si è accentuato. Nei paesi industrializzati il numero delle crisi nell'ultimo venticinquennio è stato superiore ad ogni periodo antecedente e anche superiore ai turbolenti anni tra le due guerre; nei paesi in via di sviluppo il numero delle crisi è stato quasi il doppio in trent'anni rispetto a tutto il secolo precedente. A cavallo del secolo le crisi finanziarie sono state più gravi di quelle che le hanno precedute sia per la loro numerosità, sia in termini di declino dell'attività economica reale che ne è conseguita (F. Targetti e A. Fracasso, *Le sfide della globalizzazione*, Francesco Brioschi editore, Milano, 2008).
- c. Nei paesi periferici. Limitandoci alle crisi nei paesi periferici a cavallo dei due secoli rileviamo come alla crisi asiatica del 1997 (che colpì Thailandia, Indonesia, Corea e Malesia) di natura valutaria e bancaria, è seguita a breve una grave crisi del debito e della valuta russa nel 1998. L'impatto di questi due episodi su tutti i mercati emergenti è stato notevole: l'Indonesia e la Thailandia furono i due paesi maggiormente colpiti; lo stock di investimenti in Asia e, in misura minore in America Latina, nel 2004 non era ancora tornato ai livelli precedenti alle crisi asiatica e russa. Una grave crisi valutaria si è poi abbattuta sul Brasile nel 1999. Nel 2000-2001 la Turchia è stata pesantemente colpita da una crisi valutaria e bancaria che ha fatto balzare il debito pubblico a livelli elevatissimi. E' ancora il debito estero a creare seri problemi all'Argentina nel 2001-2002. Nel 2002 è il turno dell'Uruguay che, profondamente indebolito dalle crisi degli altri paesi e segnato da debolezze interne, viene afflitto da una crisi finanziaria che conduce ad una contrazione del Pil dell'11%.
- d. Epicentro negli Usa. Negli ultimi vent'anni si sono succedute tre crisi che hanno invece avuto l'epicentro negli Stati Uniti. La crisi da *hedge fund* del 1998 (che peraltro era una conseguenza della crisi asiatica del 1997 e della crisi russa del 1998) fu causata dalla *débauche* del fondo "Long Term Capital Management"; la crisi dot-com del 2000 ha investito il mercato delle telecomunicazioni (e fu inasprita dall'attacco terroristico del 2001 alle torri gemelle a New York); la crisi dei sub-prime del 2007-2008 ha investito il sistema bancario e finanziario mondiale.
- e. Instabilità nei paesi periferici. Anche se da sei anni non si registrano crisi che abbiano origine nei paesi periferici l'eventualità che possano ripresentarsi le cause di quelle crisi è tutt'altro che remota. Le cause risiedono nell'operare di tre fattori: mobilità rapida in entrata e in uscita dei capitali finanziari internazionali; memoria corta e effetto pecora

degli investitori; mismatching bancario: indebitamento a breve in dollari a fronte di impieghi a lungo in valuta locale. Gli effetti interni sull'economia reale di svalutazione-inflazione-recessione si protraggono per anni. Gli effetti esterni consistono nel contagio nei confronti di altre economie periferiche colpite per connessione commerciale o per essere finanziariamente simili e soggette ad un comportamento pessimistico generalizzato degli investitori. Indirettamente questo colpisce anche le economie del centro. Nel prossimo futuro è largamente possibile che la crisi dell'economia reale che deriverà dalla crisi finanziaria avrà come conseguenza il ritiro di capitali (che già sta avvenendo) dai paesi emergenti e questo può dare origine a crisi finanziarie di quei paesi secondo la logica brevemente richiamata più sopra.

- f. Stabilità finanziaria è un bene pubblico. L'ideologia dominante per molti anni è stata quella secondo la quale i mercati finanziari sono in grado di autoregolarsi in quanto sui mercati operano soggetti dal comportamento razionale. Sebbene i mercati dei capitali siano un efficiente strumento grazie al quale i risparmiatori hanno una ampia possibilità di scelta tra investimenti alternativi e gli investitori un'ampia possibilità di dar corso ai propri programmi di investimento, il loro funzionamento presenta notevoli possibilità di fallimento, largamente studiati dalla letteratura, a motivo di informazioni asimmetriche, di miopia degli operatori, di comportamenti gregari che possono generare il problema cosiddetto dell'azione collettiva, per cui scelte individualmente razionali conducono a un esito collettivo irrazionale che mina la sopravvivenza del sistema stesso. Da cui la necessità di disporre di una regolazione pubblica. Il problema istituzionale che si pone è relativo al livello al quale questi organismi collettivi devono operare. Un'azione deve essere disposta a livello internazionale (*punto 3 seguente*), un'altra a livello statale (*punto 7 seguente*), un'altra a livello di Unione europea (*punto 9 seguente*).

3. FMI e nuova Bretton Woods.

- a. Il Fmi non è più dagli anni '70 il fornitore di prestiti ai paesi sviluppati in difficoltà di bilance dei pagamenti; non è più dagli anni 2000 il fornitore di prestiti condizionati alle economie emergenti in difficoltà finanziarie che possono ricorrere ai fondi sovrani che sono concessi con minori vincoli.
- b. Il Fmi ora può tuttavia svolgere ancora una funzione importante e diventare l'Istituzione che svolge azione di monitoraggio ex ante sugli squilibri globali:

- i. squilibri sulla distribuzione di avanzi e disavanzi commerciali a fronte di squilibri risparmio-investimento e squilibri nei conti pubblici a livello mondo (*Punto 1 a, 1 b*);
 - ii. squilibri tra i cambi - nell'economia globale di oggi, dove coesistono più aree economiche di dimensione planetaria (Usa, Ue, Cina, India, Giappone) la moneta di un solo paese, governata in funzione di esigenze nazionali, non può più essere la moneta di tutti (*punti 1b, 1c*).
 - iii. squilibri finanziari che preludono alle crisi che nascono in periferia (*punto 2b*) o nel centro (*successivi punti 4-7*).
- c. Può diventare anche l'Istituto che svolge azione di suggerimento e di coordinamento delle attività di regolazione bancaria a livello mondo (*punti 2c, 2d, 2e*). Quello che segue è un elenco non esaustivo delle possibili proposte su questo terreno.
1. Individuazione di misure di maggior trasparenza e responsabilità bancaria; di limiti alla detenzione di titoli strutturati nei portafogli di intermediari bancari e finanziari; di identificazione del valore dei titoli strutturati, che dovrebbero rispondere a standard tali in modo che il loro valore sia più facilmente definibile di quanto non lo sia oggi.
 2. Individuazione di più stringenti requisiti di capitale per le banche, di vincoli di liquidità e di limitato ricorso alla leva finanziaria.
 3. Eliminazione dei conflitti di interesse delle società di rating (che sono pochissime a livello mondo) che danno una valutazione ai titoli che sono acquisiti dalle banche stesse a cui devono dare un rating; limitazione del loro ruolo nella valutazione della solvibilità di titoli nei portafogli bancari e nella definizione dei coefficienti patrimoniali delle banche.

4. La crisi finanziaria attuale: cause.

- a. Le determinanti dell'attuale crisi finanziaria sono tre: la politica monetaria a fondamento della crescita americana basata sul debito, di cui si è detto, l'innovazione finanziaria e la politica della deregolamentazione.

- b. La politica monetaria americana. Negli anni 2000 per fronteggiare la crisi dot-com, la politica americana si basò, oltre che sul doppio deficit, anche su una politica monetaria molto espansiva che ha mantenuto molto bassi i saggi di interesse. Se da un lato essa ha contribuito molto alla rapida ed efficace fuoruscita dalla fase ciclica negativa, dall'altro ha consentito al settore finanziario di usare credito a buon mercato per espandere la piramide creditizia che poggiava sull'innovazione finanziaria e a fare ampio ricorso alla leva finanziaria.
- c. L'innovazione finanziaria e la massimizzazione degli utili bancari. L'espansione monetaria ha abbassato i saggi di interesse e di rendimento dei titoli di debito. Le banche peraltro potevano trarre grandi profitti dall'ampliamento dei volumi di credito (e dalle commissioni che ne derivavano) consentito dalla cartolarizzazione di crediti. Questi venivano immessi sul mercato e costituivano la materia prima per la costituzione di altri titoli, detti strutturati, creati con l'assemblamento di titoli cartolarizzati (*Asset Backed Securities*) e indi segmentati per tasso di rischiosità e venduti sul mercato, meccanismo che prende il nome di "*originate and distribute*" (vedasi L. Spaventa, "La grande crisi finanziaria del nuovo millennio", Ed Treccani, Roma, 2008). La base della piramide è stata consentita dalla innovazione finanziaria e l'altezza dalla ampia liquidità che ha consentito alle banche di creare e piazzare volumi crescenti di titoli finanziari. Il volume della piramide cresceva indotto dal sistema di incentivi del management bancario, remunerato a livelli elevati da sistemi di bonus legati alla profittabilità non adeguatamente ponderata per il rischio. Il rischio nel frattempo mutava natura perché non veniva più monitorato il debitore che aveva dato origine al debito iniziale, ma veniva valutato il titolo in relazione ai rating e alle coperture assicurative valutate su basi statistiche. Le banche, cartolarizzando il titolo di debito, avevano l'impressione di aver scaricato il rischio sul mercato, ma non si rendevano conto che così facendo aumentavano il rischio sistemico del quale sarebbero loro stesse state le principali vittime perché i loro modelli di *risk management* erano basati su modelli econometrici-finanziari fallaci perché privi della considerazione di eventi estremi e del rischio sistemico.
- d. La causa istituzionale. L'elevato uso della leva finanziaria ha condotto le banche ad aumentare il rapporto tra titoli in attivo e capitale proprio. Se a questo si aggiunge che il sistema detto "*originate and distribute*" ha consentito alle banche di mettere investimenti in conti d'ordine sostanzialmente fuori bilancio si capisce perché il capitale delle

banche rispetto agli attivi delle stesse è risultato insufficiente. Questo esito è stato il frutto di una deregolamentazione mercati finanziari americani (con leggi che portano la firma del senatore Phil Gramm), il Gramm-Leachey-Bliley act del 1999 e il Commodity Future Modernization act del 2000 (che deregolamenta il trading dei derivati); e del trasferimento (previsto dalla prima di queste leggi) della regolamentazione delle banche di investimento alla Sec (la Cosob americana) che non era attrezzata culturalmente ad affrontare problemi di stabilità dei mercati e che si è dimostrata timorosa di sgonfiare per tempo una bolla che produceva enormi profitti bancari.

5. La crisi finanziaria attuale: effetti.

- a. Lo scoppio della crisi. Allo scoppio della bolla immobiliare negli Usa si è prodotta una perdita di valore delle garanzie ipotecarie alla base di titoli cartolarizzati, soprattutto quelli basati sui mutui ipotecari concessi a debitori potenzialmente insolventi (*sub-prime*), e una caduta dei prezzi dei titoli nei bilanci bancari. Si è posta la necessità per le banche di liquidare parte dell'attivo, ma l'opacità del valore dei titoli che si dovevano liquidare (titoli trattati *over the counter*) ha reso illiquido il passivo. L'ignoranza diffusa dell'ammontare di tali titoli (detti *toxic assets*) nel patrimonio delle banche, ha portato a sfiducia reciproca tra le banche e alla resistenza alla concessione reciproca di credito (*credit crunch*). L'illiquidità del mercato interbancario si è trasformata in insolvibilità delle banche e ad un crollo del loro valore di Borsa. Questo fenomeno, che ha preso avvio nel 2007 e si è protratto per tutto il 2008, ha accelerato, dando origine ad un diffuso stato di sfiducia sui mercati mobiliari di tutto il mondo, con la decisione del Tesoro americano di lasciar fallire la Lehman Brothers, il più grande fallimento bancario della storia americana.
- b. Il processo cumulativo di deflazione dei valori mobiliari e il *fair value*. L'insolvibilità implica la necessità (di mercato, ma anche imposta dalle autorità di vigilanza) della ricostituzione dei coefficienti patrimoniali. Questo significa vendere titoli e questo deprime ulteriormente il mercato dei titoli. Da qui il dibattito se conviene modificare le norme di contabilità internazionale (Ias) e consentire alle banche di iscrivere i titoli al valore storico anziché al *fair value* che, in situazione di crisi, significa a valori in costante diminuzione. La tesi è pericolosa perché significa proporre una minore

trasparenza per i bilanci bancari in un momento nel quale la sfiducia reciproca è il principale alimento della crisi.

- c. Le banche di investimento. Lo Glass Steagall Act del 1933 manteneva separate le banche di deposito dalle banche di investimento (soggette a minore regolamentazione e minore possibilità di salvataggio) per evitare che si presentassero casi di conflitti di interesse. La crisi ha colpito in Usa prevalentemente queste banche sia perché, come si è detto, erano sorvegliate dalla Sec anziché dalla Federal Reserve, sia perché erano i principali creatori di titoli cartolarizzati, sia perché erano gli istituti che si servivano maggiormente della leva finanziaria, sia perché si basavano su finanziamenti precari, non contando su una stabile base di depositi.
- d. Decoupling ed effetti sull'economia reale. Allo scoppiare della crisi si è posta la questione della limitatezza del suo ambito. Il primo problema di "separazione" (*decoupling*) riguardava il mercato finanziario americano e quello del resto del mondo; il secondo tra il mercato finanziario e quello reale. In un primo momento si pensava che la crisi fosse limitata ai mutui sub-prime che negli Usa rappresentavano una cifra pari al 50% circa del reddito nazionale, circa dieci volte di più della media europea. Tuttavia la separabilità tra mercati finanziari mondiali si è dimostrata un'illusione dopo pochissimo tempo dall'inizio della crisi dato che si è immediatamente diffusa su tutti i mercati e in particolare in Europa. Il secondo non si è ancora manifestato in pieno perché l'economia mondiale è ancora in crescita (sebbene abbia rallentato visibilmente). E' verosimile che l'intreccio fitto di flussi di commercio internazionale di beni, servizi e semilavorati e gli investimenti diretti esteri tra paesi, compreso quelli emergenti, formi una rete di protezione e un pavimento contro un crollo drastico del reddito mondiale. Tuttavia nei principali paesi industrializzati si stanno manifestando i segni della recessione (due trimestri di crescita negativa) e un aumento della disoccupazione. I canali di trasmissione sono l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari che riduce il reddito per consumo delle famiglie e il prezzo degli immobili. Inoltre le imprese hanno difficoltà a finanziare gli investimenti sia attraverso le banche, intrappolate esse stesse nella morsa della mancanza di credito interbancario, sia attraverso le Borse che sono trascinate, dal comparto bancario, a ribassi annui superiori al 30% e giornalieri a volte superiori in certe piazze al 10%. In Europa la dinamica degli investimenti è prevista per il 2009 avere valori che vanno da 0 per l'Italia a -1 per Francia e Germania, a -4 per il Regno Unito, a -11 per la Spagna. In tali circostanze il moltiplicatore keynesiano agisce alla rovescia e manifesta

la sua azione depressiva sui consumi e quindi sull'occupazione, che in effetti sta mostrando segni di debolezza.

6. Le politiche di intervento.

- a. Livelli di intervento. I livelli di intervento sono di tre tipi: il primo riguarda l'immissione di liquidità in ottemperanza alla funzione di prestatrice di ultima istanza svolta dalla Banca Centrale nei confronti delle banche; il secondo intervento è attuato (da Banche Centrali e da Tesori) per ridurre il peso di titoli in possesso delle banche non facilmente liquidabili sul mercato; il terzo è attuato (con interventi in vario modo dei Tesori) per aumentare la capitalizzazione delle banche, il Tesoro come "azionista di ultima istanza".
- b. Immissione di liquidità. Allo scoppiare della crisi la Federal Reserve e tutte le Banche Centrali dei principali paesi hanno immesso liquidità nel sistema nella speranza che questo fosse sufficiente ad arginare il fenomeno. L'immissione di liquidità, seppur necessaria, a volte non è sufficiente quando, come nel caso attuale, le posizioni illiquide si trasformano in insolubili, perché la liquidità immessa è trattenuta dalle banche e non circola nell'interbancario (è la versione attuale della "trappola della liquidità" keynesiana). Lo dimostra il fatto che l'immissione di liquidità fa abbassare i tassi a brevissimo termine (*overnight*), ma quelli a lungo termine restano molto sopra i tassi ufficiali.
- c. Banche beneficiarie. La Federal Reserve ha dato liquidità anche alle banche di investimento, quando per legge avrebbe potuto concederla solo alle banche di deposito. Non solo, ma ha accettato in risconto titoli che non erano tra quelli legalmente accettabili. La Bank of England ha preso ABS in cambio di titoli di stato. Anche la Bce ha acquistato un enorme quantità di titoli tossici di dubbia qualità.
- d. Salvataggi privati ed emergere di un nuovo modello di banca. Gli eventi hanno evidenziato come le banche che stanno per ora reggendo i colpi della crisi sono quelle che dispongono di depositi e anzi sono intervenute per assorbire banche di investimento in difficoltà (Bearn Stern, pezzi della Lehman, Wachovia). Si profila negli Stati Uniti un assetto futuro, superando quello delineato negli anni '30, nel quale emergerà ancora più colossale di prima un gruppo ristretto di banche (Bank of America, Citygroup, J.P. Morgan Chase) che svolgeranno sia le funzioni di banche commerciali, sia di banche di

- investimento. In Europa questo assetto già esiste da tempo. I conflitti di interesse che questo assetto solleva sono in Italia contrastati dalle norme in tema di “parti correlate”. L’analisi dell’efficacia di questa barriera non può essere qui condotta.
- e. Salvataggi pubblici americani. L’offerta di liquidità e l’alleggerimento dei portafogli delle banche di titoli tossici si sono dimostrate essere politiche inadeguate. Si è posta la necessità di un intervento pubblico per il salvataggio di istituti dalla bancarotta. Tuttavia gli interventi delle autorità pubbliche americane sono stati attuati senza una chiara strategia e in modo contraddittorio: è stata salvata la Bearn Sterns nel 2007 dalla J.P. Morgan alla quale il Tesoro ha offerto adeguate garanzie; poi il Tesoro ha nazionalizzato le due banche semipubbliche specializzate nella concessioni di mutui ipotecari Fannie Mae e Freddie Mac; dopo solo una settimana (il 15 settembre 2008) il governo americano, ha lasciato fallire la Lehman Brothers (facendo un grave errore a non accogliere la proposta della Barclays che sarebbe intervenuta se avesse ottenuto garanzie dal Tesoro perché da quel momento è iniziato una incontrollabile volatilità sui mercati borsistici); dopo tre giorni ha salvato la Aig la più grande assicurazione al mondo specializzata nella riassicurazione dei crediti; infine il 20 settembre il governo americano ha presentato al Parlamento il piano Paulson approvato il 2 ottobre.
- f. Piano Paulson. Il piano Paulson (“Trouble Assets Relief Program”) consiste nel rendere disponibile al Tesoro 700 md di dollari (5% del Pil americano), (ai quali vanno aggiunti 150 di sgravi fiscali e misure a sostegno dei proprietari di case minacciati di pignoramento), per acquistare dalle banche (attraverso asta) titoli problematici (*toxic assets*) e in particolare garantiti da prestiti ipotecari, con uno sconto che probabilmente oscillerà tra il 30 e il 40% del valore in bilancio. L’operazione ha una sua ratio finanziaria perché il Tesoro acquista titoli che rendono, tenuto conto del prezzo di acquisto, circa il 10%, mentre si finanzia con titoli del debito al 2% . Tuttavia è un piano che al suo varo si è dimostrato inadeguato perché: è arrivato tardi; la scelta dei titoli da acquistare è selettiva e arbitraria; lo sconto è di difficile valutazione (se è alto si aggrava il problema di ricapitalizzazione delle banche, se è basso si pone un problema politico di onere rilevante per il contribuente - *punto g. successivo*); i bilanci delle banche contengono titoli per diverse decine di migliaia di miliardi e 700 miliardi possono non essere valutati sufficienti per ridurre la leva finanziaria e ribaltare la spirale negativa di liquidazioni forzate. Per queste ragioni il Piano è stato rivisto lungo le linee europee

destinando 250 miliardi di dollari alla possibilità che il Tesoro entri come azionista nel capitale dei maggiori istituti di credito americani.

- g. Costi dell'intervento americano. Gli interventi pubblici di salvataggio gravano il contribuente di un maggior onere fiscale, che va commisurato alla perdita che l'instabilità del settore finanziario provoca sul settore reale (*punto 7d*). Per ora in Usa lo Stato si è accollato il bilancio di Fannie Mae e Freddie Mac valutato in circa 5.000 md di dollari, questi più i 700 miliardi del piano Paulson assommano a circa il 40% del Pil americano. Ma titoli e garanzie degli immobili consentono ragionevolmente di prevedere un recupero di circa l'80% della cifra. In tal caso rimane un incremento di debito pubblico (e un onere sui contribuenti) del valore dell'8% del Pil: sarebbe il maggior intervento pubblico di salvataggio bancario nella storia degli Stati Uniti. Vanno poi aggiunti anche gli 85 md di dollari che la Fed ha concesso alla società di assicurazione Aig a fronte dei quali il Tesoro ha acquisito l'80% della società, ma anche l'impegno ad onorare i debiti futuri. La parte di questi debiti non coperta dall'attivo sarà coperta o da un finanziamento della Fed o da un aumento delle imposte. Se sarà coperta con nuova moneta l'intreccio tra Fed e Tesoro, sarà ancora più stretto di quello attuale.

7. La ricapitalizzazione delle banche e le nazionalizzazioni.

- a. Ricapitalizzazione delle banche. Se gli interventi attuati sui due terreni della liquidità e della pulizia nei bilanci bancari di titoli problematici non sono sufficienti, l'intervento deve quindi essere portato al terzo livello (la questione è aperta se questo deve avvenire insieme al secondo livello o in aggiunta al secondo livello): la ricapitalizzazione delle banche. Questo può avvenire con fondi propri, con intervento di privati (tre Fondi Sovrani sono intervenuti in Merrill Lynch, uno in Citigroup e uno in Ubs) o con intervento dello Stato.
- b. Modalità. Le proposte sono molteplici: obbligare le banche ad aumentare il capitale (R. H. Rajan del Fmi) di non distribuire dividendi o di distribuirli sotto forma di azioni; a trasformare il debito in azioni ordinarie (L. Zingales di Chicago); ad acquistare azioni privilegiate da parte dello Stato (P. Krugman di Princeton e C. H. Calomiris della Columbia).
- c. Nazionalizzazione delle banche. La ricapitalizzazione delle banche lascia irrisolto il problema della liquidità dei titoli e, a fronte di una caduta dei prezzi, la necessità di

immettere nuovo capitale. A motivo della forte perdita di valore delle partecipazioni sottoscritte al crescere della crisi gli iniziali interventi dei privati (Fondi Sovrani) si sono interrotti nel corso del 2008. Questo rischio viene meno nel caso della nazionalizzazione delle banche, perché in questo caso il Tesoro può ordinare alle banche di ridurre la loro reciproca diffidenza, di aumentarsi reciprocamente il credito e in tal modo frenare la trasformazione di posizioni illiquide in posizioni inesigibili. Questa politica ha un illustre precedente. Venti anni fa in Svezia una crisi originata nel settore immobiliare produsse una crisi bancaria analoga a quella che stiamo vivendo ora e una caduta del Pil svedese del 5% annuo per tre anni. Lo Stato nazionalizzò il settore bancario spendendo 6 punti di pil, fermò il panico, dopo tre anni rivendette con profitto le banche (il contribuente quindi non ci perse) e per 15 anni il paese crebbe al 3% mentre l'Ue cresceva al 2%. Nel caso di nazionalizzazioni si porrebbero due problemi; il primo, sentito soprattutto in Italia, è il problema della nomina degli amministratori che dovrebbe avvenire sulla base della professionalità e non della appartenenza partitica; il secondo è il problema di garantire la ri-privatizzazione delle banche nel momento in cui l'economia riprende e con essa il loro valore di Borsa.

- d. Penalizzazioni e ripartizione degli oneri. La politica di nazionalizzazione delle banche comporta un onere ai contribuenti. Per questo motivo questa misura suscita l'opposizione politica riassumibile con lo slogan classico che non è accettabile che i profitti finiscano in mani private e le perdite in capo al pubblico. La reticenza al salvataggio della Lehman fu dovuta a questa predisposizione politico-ideologica di mostrare che la dura logica del sistema non faceva sconti a nessuno e contemplava la possibilità che da una cattiva gestione ci perdessero non solo gli azionisti e i dipendenti, ma anche gli obbligazionisti (si ricorda che la Lehman non era una banca commerciale e non faceva quindi raccolta con depositi, ma solo con emissioni di obbligazioni e poi va tenuto anche conto del fatto che metà delle obbligazioni emesse da quella banca erano detenute in mani europee). La scelta fu sciagurata e questa volontà di rigore è stata pagata con il diffondersi dell'idea che se falliva la Lehman nessuna banca, né piccola né grande, né di investimento, né commerciale poteva più dirsi sicura e con la connessa ondata mondiale di vendite e di crollo di Borsa. Se questo non deve più ripetersi tuttavia i piani di salvataggio devono prevedere, per ridurre l'effetto di azzardo morale che si accompagna ai salvataggi, delle penalizzazioni per i responsabili economici delle gestioni fallimentari. Nel piano americano le banche salvate dovranno rimuovere il

management e a rinunciare a concedere liquidazioni d'oro dei manager. Nelle proposte europee sono presenti misure analoghe di limitazione dei compensi. Per il futuro bisognerà intervenire sui meccanismi di incentivazione rispetto a risultati economici che non prescindano da considerazioni di rischio.

8. Difetto di strumenti europei per la gestione delle crisi.

- a. Contagio globale. Già si è detto della non separabilità tra il mercato finanziario americano e quello del resto del mondo. Il contagio con le banche europee si è verificato in breve tempo per vari motivi e oggi si valuta che le banche europee abbiano perso circa 1.400 md di euro. Il contagio si è manifestato innanzitutto perché i prodotti originati dal sistema bancario americano sono stati largamente acquistati dalle banche europee. In secondo luogo perché il comportamento delle banche europee non è stato molto diverso da quello delle banche americane, con lodevole eccezioni rappresentate dalle banche italiane e spagnole; il ricorso alla leva (misurato dal *leverage ratio* medio - il rapporto tra le attività e il capitale azionario) è stato maggiore nelle principali banche europee rispetto alle banche americane. La differenza principale nella manifestazione della crisi nelle due sponde dell'Atlantico consiste nel fatto che in Europa le banche di investimento erano per lo più integrate entro gruppi bancari che comprendevano anche banche commerciali che disponevano della ampia liquidità data dai depositi.
- b. Difetto delle regolazioni su base nazionale. In Europa le Autorità di regolazione del sistema finanziario operano a livello di singoli Stati. Non c'è un'Autorità comune neppure nell'ambito dei paesi aderenti all'Euro. La Bce ha il solo scopo statutario di contenere l'inflazione. Si impongono delle riflessioni critiche.
 - i. Le direttive europee sono uguali per tutti, ma si traducono in regole diverse da paese a paese e quindi i gruppi bancari plurinazionali (Deutsche Bank, Unicredit, Bnp-Paribas) non sono in grado di operare con regole omogenee. Inoltre le informazioni su queste banche non vengono condivise tra le Autorità nazionali.
 - ii. Se la causa della crisi risiede in una successione di bolle speculative alimentate dal lassismo della Federal Reserve americana oltre ad un aperto incoraggiamento al deterioramento degli standard di credito a poco serve una politica monetaria più severa della Bce se, in presenza di una politica

monetaria espansiva della Fed, le banche europee possono usare la leva finanziaria concessa loro da liberi movimenti di capitale.

- iii. La crisi ha dimostrato che le regolamentazioni nazionali si sono dimostrate inefficienti. Ad esempio l’Autorità svizzera di controllo del sistema bancario poneva seri limiti all’azione di cartolarizzazione delle banche svizzere, ma nessun limite alla Ubs di acquisto di titoli americani basati su cartolarizzazione dei mutui ipotecari americani.
 - iv. Tanto più le banche operano a livello mondo e tanto più, in assenza di organismi sovranazionali o di forte coordinamento nazionale di regolamentazione, il sistema consente alle banche facili operazioni di arbitraggio regolamentare.
- c. Mancanza di strumenti a livello europeo. Gli Stati europei, anche quelli dell’Unione e anche quelli dell’area Euro, si trovano in situazione peggiore degli Stati Uniti nel gestire la crisi bancaria perché non dispongono degli strumenti di cui possono disporre gli Stati Uniti. Infatti:
- i. La Ue non dispone di un Governo centrale in grado di proporre leggi di emergenza.
 - ii. La Bce non è in grado di gestire delle situazioni di insolvenza e cade in una sorta di contraddizione nel mantenere un’eccessiva durezza sul piano dei saggi di interesse, ma acquistare, nella sua politica di offerta di liquidità, attivi di dubbia qualità dalle banche europee.
 - iii. Nessuno Stato può chiedere il soccorso alla Bce per operazioni come la nazionalizzazione della Aig.
 - iv. Gli Stati hanno sottoscritto il “Patto di stabilità” che impedisce loro di aumentare il debito pubblico e quindi di fare consistenti operazioni di salvataggio o di nazionalizzazione di banche, operazioni che debbano comportare (anche se temporaneamente) un peggioramento del disavanzo pubblico.
 - v. Le regole stringenti in tema di divieto di aiuti di Stato rendono problematiche anche operazioni dai limitati impegni finanziari.
 - vi. Non esiste a livello europeo un’istituzione che possa svolgere la funzione di “azionista di ultima istanza”.

- d. Le banche europee sono relativamente “troppo grandi”. Le banche europee sono nella condizione di quelle americane per dimensione e debito, ma sono soggette alla regolamentazione di Stati molto più piccoli degli Usa. Sono banche di dimensioni maggiori degli Stati in cui sono siti i loro regolatori. La Deutsche Bank ha un attivo per 1.900 md euro (più di Fannie Mae) che ha un peso pari all’86% del Pil tedesco; la Barclays, un attivo di 1.500 md e la RBS di 2.100 md, rispettivamente il 94% e il 123% del Pil del Regno Unito; l’Ubs, 1.400 md, il 480% del Pil della Confederazione Elvetica; la Fortis aveva attivi per 886 md, il 254% di Belgio e Lux (è stata salvata per l’intervento di tutti e tre gli Stati del Benelux). L’Islanda è in ginocchio e per salvarsi ha chiesto aiuto a Scandinavia e Russia. Le banche europee sono troppo grandi da poter fallire, ma anche troppo grandi perché un singolo stato possa salvarle.
- e. Costo della mancata cooperazione. Tanto più le banche e le assicurazioni operano a livello multinazionale e tanto più i singoli Stati dovrebbero trovare forme di regolazione comune e soprattutto non dovrebbero adottare misure prudenziali o di intervento in un’ottica nazionalistica. Esempi di costi della mancata cooperazione sono i seguenti:
 - i. le assicurazioni multinazionali europee (Generali, Axa, Allianz e Aviva) devono fare i conti con una moltitudine di regolatori siti in ogni paese in cui queste società operano e questo crea inefficienze e confusioni;
 - ii. quando una banca sita in un paese è articolata su filiali che hanno investito nel mercato immobiliare di un altro paese che è entrato in crisi, si pone il problema se l’intervento di salvataggio deve pesare sulle spalle dei contribuenti dell’uno o dell’altro paese;
 - iii. quando una misura razionale per un paese non lo è per l’insieme dei paesi: un esempio è il caso dell’Irlanda che avendo deciso di garantire al 100% i depositi delle banche sul suo territorio ha provocato lo spostamento in Irlanda dei depositi del Regno Unito.

9. Le risposte a livello europeo della crisi finanziaria.

- a. Il piano europeo.
Fino a settembre 2008 i paesi europei hanno pensato che la diffusione dei “titoli tossici” sarebbe stata arginata, tranne poche eccezioni, entro i confini americani e hanno pensato,

ancora all'indomani del Piano Paulson, che avrebbero potuto fare ciascuno per conto suo (la Cancelliera Merkel rifiutò il 4 ottobre il piano di intervento presentato dal Presidente Sarkozy). Tuttavia colpiti da una ondata di ribassi borsistici tra i peggiori mai registrati hanno cambiato strategia: sono diventati più interventisti in un'ottica di coordinamento delle azioni. L'impulso è stato dato dal premier britannico Gordon Brown che non ha esitato a nazionalizzare due maggiori banche Del Paese, la Royal Bank of Scotland e la Lloyd-Hbos e a proporre un pacchetto di misure che contemplano 400 md di sterline (600 md di euro) destinate a ricapitalizzare le banche e a scongelare il mercato interbancario. Il governo tedesco ha varato un piano di 300-400 md di euro per sostenere le proprie banche e per dare garanzie alle concessioni di prestiti interbancari. La Francia ha attuato un piano di finanziamento alle Pmi (22 md). I tre paesi del Benelux hanno semi-nazionalizzato Fortis (11,5 md euro). Francia, Belgio e Lussemburgo hanno semi-nazionalizzato Dexia (6,5 circa). Misure comuni (anche se non identiche) sono state prese sul terreno delle garanzie ai depositanti. E' presto per dire se il piano funzionerà nel fare uscire l'Europa dalla crisi finanziaria, resta comunque la necessità di riforme istituzionali.

b. Riforme istituzionali.

Sulla base delle deficienze istituzionali europee, i principi di riforma dovrebbero basarsi lungo le seguenti linee.

- i. Il Patto di stabilità e il vincolo al pareggio di bilancio dovrebbe essere rivisto e non solo allentato.
- ii. Le regole relative agli aiuti di Stato dovrebbero essere riviste alla luce delle necessità di salvataggi bancari.
- iii. Una nuova Autorità di vigilanza dovrebbe essere costituita a livello europeo entro la Bce. La separazione di due istituti per i due scopi, uno il controllo dell'inflazione e uno per il controllo della stabilità dei mercati finanziari, si è dimostrata fallimentare là dove (Usa e Uk) è stata attuata.
- iv. Questa Autorità dovrebbe delineare linee di condotta per le banche della zona euro (possibilmente condiviso anche dalle banche europee extra-euro) che svolgano la loro attività in modo significativo in più di uno stato membro. A queste banche dovrebbero potersi imporre requisiti comuni di capitalizzazione e requisiti comuni di supervisione.

- v. Un Tesoro Europeo dovrebbe essere affiancato alla Bce; esso potrebbe nascere dalla trasformazione nel tempo della Bei affinché possa essere un “ricapitalizzatore di ultima istanza” ed emettere titoli garantiti dagli Stati membri per disporre di un fondo per operazioni di salvataggi bancari a livello europeo e sovra-nazionalizzazioni di banche europee; e possa emettere titoli garantiti dagli Stati per la realizzazione degli obiettivi di crescita, basata su investimenti in infrastrutture e in capitale umano secondo gli obiettivi di Lisbona (R. Tamborini e F. Targetti, “Il patto instabile”, Il Mulino, n.1, 2004). Questa seconda attività dovrebbe avere tre scopi: dare uno stimolo alla crescita dal lato dell’offerta; essere attuabile in momenti tali da costituire uno strumento anticiclico; sollevare gli Usa dalla funzione di assorbimento dell’eccesso di risparmio dei paesi emergenti.

10. La deflazione internazionale.

- a. I piani di intervento intrapresi forse daranno i loro frutti riducendo la sfiducia sui mercati del credito. Gli effetti del contemporaneo scoppio delle bolle speculative sul mercato immobiliare e dei mutui (*sub-prime*), sul mercato delle commodities (grano e energia), sul mercato dei titoli strutturati (*abs e cdo*), del credito (insolvenze bancarie), delle azioni (crollo delle Borse), dei fondi di investimento, tra cui i fondi hedge (i fondi di fondi hedge che generalmente temperavano la volatilità dei mercati si mostrano a volte far peggio dell’indice) stanno lasciando tracce pesanti sul mercato dell’economia reale avendo creato uno stato di incertezza diffusa che si ripercuote negativamente sugli investimenti domestici e internazionali.
- b. A fronte di questo stato globale di rischio di deflazione gli Stati dei principali paesi sviluppati ed emergenti, attraverso il coordinamento delle istituzioni esistenti e lo sviluppo delle stessa secondo le linee qui tracciate dovrebbero delineare un piano di intervento o più piani di intervento coordinati di dimensioni straordinarie e superiori a quelle fin ora messe in campo dai paesi.
- c. Il piano dovrebbe operare sul terreno monetario e bancario e sulla politica di bilancio.
 - i. Innanzitutto si dovrebbe intraprendere un’azione di riduzione dei saggi di interesse ufficiali, seguita da un’azione delle autorità di politica monetaria di *moral suasion* sulle banche private o di un’azione da parte dei vari Ministeri

del Tesoro di comando sulle banche nazionalizzate di riduzione dello scarto tra il tasso ufficiale e i tassi euribor a tre mesi (che oggi supera i 200 punti base), con la conseguente riduzione dei tassi di interesse sui mutui alle famiglie (che sono definiti dal tasso euribor più uno spread) e del credito alle imprese. Nel frattempo si dovrebbe dar corso ad una moratoria sugli espropri per insolvenza dei mutui, un allungamento delle scadenze per i mutui a tasso variabile e una legislazione favorevole alla “portabilità” del mutuo.

- ii. A questa politica monetaria e creditizia si dovrebbe affiancare una politica di bilancio di *deficit spending* da parte dei paesi con basso debito pubblico e basso debito estero. L’Europa dovrebbe riscrivere il Patto di Stabilità, abbandonare vincoli quantitativi sui deficit di bilancio, concepire maggiori sostegni alle opere pubbliche in infrastrutture, allargare i sussidi di disoccupazione e ridurre il prelievo fiscale sui redditi minori.

11. L’Italia.

- a. Le banche italiane sono state meno colpite di quelle europee dalla crisi per cinque ragioni:
 - i. nel sistema economico italiano c’è maggior peso che nel resto d’Europa (ad eccezione della Germania) del settore manifatturiero, le imprese sono di minori dimensioni e ricorrono abbondantemente al credito bancario – le banche sono quindi meno indotte a fare finanza e più a fare banca;
 - ii. le famiglie sono meno indebitate;
 - iii. le regole di vigilanza sono state esercitate con rigore;
 - iv. in molte banche, anche grandi, non era stato sviluppato ancora (per fortuna) una adeguata conoscenza dei meccanismi complessi che stanno alla base della finanza strutturata;
 - v. il grado di internazionalizzazione era limitato a pochissime banche.
- b. E’ un errore pensare tuttavia che per i motivi su esposti il sistema bancario italiano possa non essere colpito dalla crisi. In un mercato borsistico in forte calo i titoli bancari, in questa congiuntura globale, sono comunque sotto un attacco più forte della speculazione ribassista. Non parliamo del caso estremo che si avrebbe qualora si dovesse verificare un

vero e proprio panico bancario alla '29 in Europa: in tal caso le banche italiane non sarebbero al riparo dalla corsa europea agli sportelli bancari.

- c. Il piano di intervento del governo prevede: un rafforzamento delle garanzie sui depositi, un intervento del Tesoro sul capitale delle banche (a richiesta o su indicazione della Banca d'Italia qualora la banca non sia in grado di raggiungere una adeguata stabilità patrimoniale); l'offerta di garanzia dello Stato sulle obbligazioni bancarie o di ottenere titoli di stato a fronte di titoli da loro detenuti. E' un piano correttamente in linea con gli interventi degli altri Stati europei, ma a differenza degli altri Stati europei l'Italia non ha indicato le cifre dell'impegno.
- d. Il governo italiano da un lato rischia meno di altri governi di intervenire con ricapitalizzazioni bancarie a causa della relativa robustezza delle banche del nostro paese, dall'altro, a motivo della precaria situazione della finanza pubblica, dell'elevato rapporto debito-Pil e della ragguardevole pressione fiscale, avrebbe molte più difficoltà di altri governi ad intervenire in salvataggi che richiedessero un aumento di debito o di pressione fiscale.
- e. L'effetto di contagio dal settore finanziario al settore reale avrà in Italia esiti peggiore degli altri paesi perché l'Italia subirà una flessione ciclica per minori consumi interni e investimenti (a motivo del credito minore e più caro) e per minori esportazioni (a motivo della flessione del reddito degli altri paesi), su un trend di crescita che da più di dieci anni è strutturalmente più basso di quello degli altri paesi europei.