

Emanuele Salsano
Roberto Lombardi

CRISI FINANZIARIA E CRISI REALE

Analisi ed effetti

Editrice Gaia

Proprietà artistica e letteraria
riservata per tutti i paesi.
Ogni riproduzione, anche parziale, è vietata.

Prima edizione: luglio 2009

ISBN 9788889821xxx

© 2009, Editrice Gaia

Editrice Gaia
Via Tenente Manniello, 3
84012 Angri - Salerno
Tel. 081 5133111
Fax 0815138396
info@editricegaia.it
www.editricegaia.it

Coordinamento editoriale
Mariacristina Palumbo

Progetto grafico e impaginazione
Francesco D'Amato

Stampa
Incisivo, Salerno

LA CRISI FINANZIARIA AMERICANA

Premessa

Si parla da tempo di “crisi finanziaria mondiale” che trae le sue origini dalla “bolla immobiliare” e dalla “crisi dei mutui *subprime* americani”. Questo è un fenomeno da tutti percepito come un reale pericolo per i nostri risparmi a causa della traballante solidità delle banche. Gli Stati Europei colpiti da questo fenomeno di portata mondiale, hanno, di fatto, già messo in atto una serie di misure per scongiurare il pericolo di fallimento a cascata degli istituti di credito e ciò a salvaguardia dei piccoli e medi risparmiatori non speculativi. In realtà però il vero problema è la conseguenziale “crisi dell’economia reale” ed il pericolo di recessione ormai in atto (aspettative adattive negative, crollo dei redditi, dei consumi e disoccupazione). Lo scopo di questo lavoro è chiarire, in modo sistematico e sintetico, l’origine e la portata di questa crisi mondiale.

Le Origini

Preliminarmente è opportuno precisare che ciò che stiamo vivendo in questo momento storico, è la crisi di un modello di intermediazione finanziaria atipico, conosciuto come “Finanza Creativa” che va avanti da oltre un ventennio, un modello basato su un altissimo rapporto tra scarsi mezzi propri ed elevatissime unità di capitale intermediato.

Le cause della crisi hanno origine dal default dei “Mutui Subprime” americani, ma a nostro avviso, per meglio comprendere questo

fenomeno, è necessario partire dall'11 settembre 2001 (data in cui gli U.S.A. subirono l'attentato da parte di AL QAEDA che comportò la distruzione delle torri gemelle simbolo di N.Y.). La Federal Reserve, a seguito dell'attentato, con lo scopo di ridare fiducia ai mercati e far quindi esplodere gli investimenti e la domanda aggregata, congelata per la perdita di fiducia dei mercati, delineò una politica monetaria fortemente espansiva mediante l'abbattimento del Tasso di Interesse di Riferimento che raggiunse la soglia dell'1%.

Gli effetti di questa politica monetaria espansiva furono sostanzialmente due:

– *Effetto Negativo*

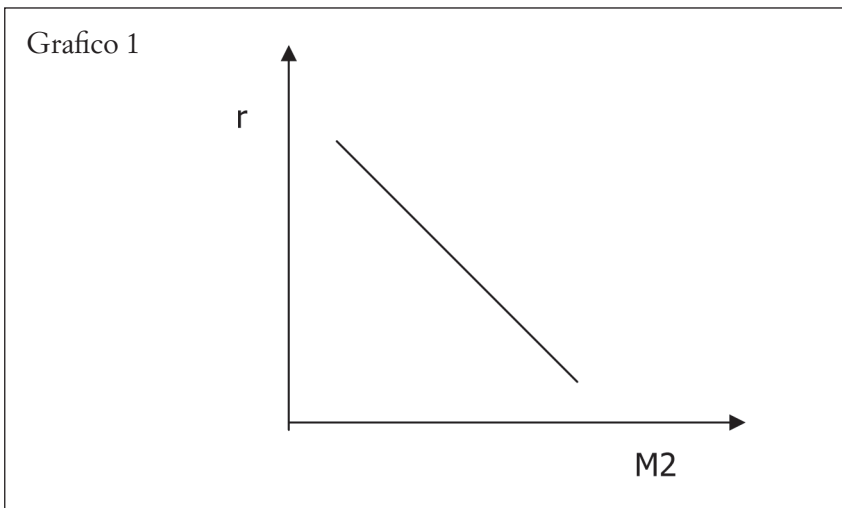
Gli investitori/speculatori Americani, visti i tassi d'interesse troppo bassi, congelarono la propria disponibilità monetaria non concedendola al sistema finanziario, in attesa di una crescita dei tassi di interesse. Questa anomalia di comportamento dell'investitore, nota come "Trappola della liquidità Keynesiana" dimostra che, se i tassi di interesse raggiungono livelli prossimi allo zero, gli investitori preferiranno detenere moneta ("M2") e non domanderanno obbligazioni a tasso fisso perchè il loro prezzo diminuirà al successivo ed inevitabile aumento dei tassi, restando quindi in attesa di futuri aumenti degli stessi¹. Per facilitare la comprensione di questo fenomeno è necessario far riferimento alla "Teoria della Moneta" secondo la quale quest'ultima è divisibile in almeno due aggregati: "M1" (moneta a fini transattivi) e "M2" (moneta a fini speculativi). Quest'ultimo aggregato, "M2", è in funzione inversa al tasso di interesse nominale (r) quindi: "M2= f(-r)". Tale equazione evidenzia che l'investitore preferisce non detenere moneta

¹ La trappola della liquidità è un fenomeno che si verifica in caso di depressione . Se la trappola della liquidità prevale la politica monetaria è del tutto inefficace per cambiare il livello di reddito.

presso di sé solo a seguito di aumenti del tasso di interesse nominale, di contro, se i tassi di interesse nominali sono prossimi allo zero, preferirà detenere moneta in attesa di aumento di quest'ultimi (cfr. grafico 1).

– *Effetto Positivo*

Le banche ordinarie potevano prendere in prestito liquidità dalla Federal Reserve - che a sua volta la drenava con facilità dall'intero sistema internazionale garantendola direttamente con le sue riserve d'oro - a costi particolarmente contenuti (Interessi passivi per le banche ordinarie pari all'1%) con lo scopo di riversarlo nel sistema economico a favore di coloro che volevano prenderlo in prestito a costi altrettanto vantaggiosi (interessi attivi per le banche ordinarie pari all'2%). La possibilità di poter acquisire liquidità nel sistema a prezzi (tassi d'interesse) fortemente competitivi suscitò aspettative significative nei vari operatori economici strutturati (imprenditori sostenibili) nonché negli speculatori che intravedevano la possibilità di generare facili profitti.



Porremo l'enfasi, in questa prima fase, sull'effetto (apparentemente) positivo appena analizzato, anche perché, quello negativo, in termini operativi ha, quantomeno all'inizio della storia, un effetto neutro ed ininfluenza.

Come sopra esposto, le Banche Ordinarie, a seguito della Politica monetaria espansiva attuata dalla Federal Reserve, erano quindi in eccesso, surplus, di liquidità e necessitavano di investitori per riposizionarla sul mercato, mediante operazioni di Leverage (indebitamento).

Per dare più rigore alla nostra analisi, cerchiamo ora di spiegare in maniera semplice i vantaggi di una operazione economica (un affare) effettuata in Leverage.

Supponiamo che l'Operatore (A) possieda 100.000,00 € ed acquisti con questa somma un immobile che poi rivende ad un altro soggetto per 110.000,00 € ottenendo un surplus, un profitto, di 10.000,00 €.

Ipotizziamo ora che il nostro operatore (A), invogliato dai bassi costi del denaro decida di prendere in prestito (in leverage) dal sistema bancario 900.000,00 € ed acquistare, con l'aggiunta del proprio capitale iniziale di 100.000,00 € beni immobili per 1.000.000,00 €, che rivenderà ad altri soggetti (consumatori finali) per 1.100.000,00 €. Il nostro Operatore (A) in questo caso avrà ottenuto un profitto finale di 99.000,00 €; infatti egli, dal guadagno finale di 1.100.000,00 € dovrà restituire 900.000,00 € alla banca, pagare alla stessa un costo per l'utilizzo del denaro avuto in prestito che supponiamo pari a 10.000,00 € e recuperare il suo Capitale iniziale pari a 100.000,00 €, registrando così un profitto netto di 90.000,00 €. Il risultato, come evidenziato dall'esempio, determina un profitto notevolmente più elevato se, a parità di capitale proprio investito, si utilizza in leverage (in indebitamento) liquidità dal sistema bancario.

Il Sistema creditizio Statunitense aveva quindi forti "eccessi di liquidità", determinati dalla politica monetaria della Federal Reserve, che doveva riversare, mediante operazioni di Leverage, sul mercato.

La soluzione escogitata fu un'operazione di "ingegneria finanziaria"

ovvero collegare gli Investitori istituzionali (banche con eccessi di liquidità) con i consumatori, ed in particolare con consumatori/fruitori di beni immobili, beni durevoli, il cui valore, essendo quasi sempre in crescita, assicurava sul successo dell'operazione di Leverage. Detta operazione di "Ingegneria Finanziaria", apparentemente geniale, portava quindi enormi profitti alle banche investitrici e determinava, al contempo, un'immediata ripartenza dell'economia reale mediante la riattivazione del mercato edilizio (costruire immobili significa, infatti, nuovi acquisti di materie prime, nuovi salari e quindi nuovi consumi nel sistema).

L' Evoluzione

Ancora una volta il ricorso ad un esempio può essere valido strumento di supporto per chiarire il funzionamento delle operazioni di ingegneria finanziaria che hanno scatenato la Crisi Mondiale.

Immaginiamo che la famiglia (F), come di consueto, sia continuamente sottoposta di fronte alla scelta di prendere in locazione un immobile in cui vivere o di comprarlo mediante la contrazione di un mutuo ipotecario. Il criterio di scelta, come insegna la teoria del consumatore, sarà in funzione dell'Utilità del bene durevole (nel caso di specie "massima utilità") e dalla frontiera finanziaria ritenuta accessibile (il suo prezzo). In altri termini l'ipotesi di scelta della Famiglia (F) sarà condizionata dal confronto tra il costo annuo di affitto per l'immobile e il costo della rata annua di mutuo da pagare per l'acquisto del medesimo. Ciò comporta, quindi, che quanto più la rata annua tendenzialmente si avvicina al costo annuo di affitto tanto più crescerà la domanda di acquisto di immobili da parte delle famiglie. Nel caso del Mercato Immobiliare statunitense il basso costo del denaro ha significato, almeno inizialmente, rate costituite da quote di interessi particolarmente vantaggiosi, che distribuite su lassi temporali estesi (superiori ai quindici anni) hanno indotto le Famiglie a propendere per l'acquisto dell'immobile. La no-

stra Famiglia (F) quindi, nell'ipotesi prospettata, decide di acquistare il suo primo immobile e contatta il Broker (K). Quest'ultimo ricerca e trova, per conto della Famiglia (F), la Banca (B) che concede il Mutuo ipotecario. L'ipotesi prospettata soddisfa, almeno apparentemente, tutti gli operatori:

- la Famiglia (F) realizza il suo sogno e soddisfa il suo bisogno (acquistare l'immobile);
- il Broker (K) per la sua attività di intermediario realizza una significativa provvigione;
- la Banca erogante (B), in eccesso di liquidità, inizia il suo collocamento, ne ricava un profitto (tasso di interesse attivo) ed il tutto con un rischio di insolvenza contenuto perché garantita dall'ipoteca sull'immobile che, trattandosi di un bene durevole di primaria necessità, incrementerà sempre il suo valore nel tempo.

Tutto ciò appare come la terapia perfetta per lo sviluppo economico: creare una forte sollecitazione nel “settore edilizio”, che per definizione è un settore “labour intensive” ovvero ad elevata domanda occupazionale da parte delle imprese costruttrici, determina una contrazione del tasso di disoccupazione con un incremento dei consumi e quindi del PIL.

Il Fallimento del Sistema

L'utilizzo da parte delle Banche di investimento della leva di indebitamento (Leverage), è stato il movente che ha determinato lo sviluppo anomalo del mercato immobiliare (bolla immobiliare) con effetti devastanti sull'intero sistema reale. Vediamo come.

Le Banche di Affari, sempre alla ricerca di buoni investimenti ed attratte dai facili guadagni innescati dal basso costo del denaro, decisero, quindi, di indebitarsi sul mercato del credito (*operazione di finanza in*

Leverage resa possibile dall'eccesso di liquidità messa a disposizione degli investitori privati che, a causa della descritta Trappola della Liquidità Keynesiana, erano in attesa di investire in buoni affari con redditività elevata) al fine di acquistare i Mutui concessi dalle banche tradizionali ai propri clienti, per spezzettarli e riaggregarli in base alla tipologia di rischio di insolvenza e ricollocarli successivamente sui mercati internazionali. L'obiettivo era la realizzazione di elevati margini di profitto.

L'operazione descritta produsse quindi due effetti:

– *Effetto Positivo*

Liberare liquidità a favore del sistema economico. Le Banche d'Affari, promettendo buoni ritorni finanziari ai detentori di moneta speculativa (M2), finanziarono l'acquisto dei Mutui concessi dalle Banche ordinarie ai clienti finali. Le Banche Ordinarie, vendendo i Mutui contratti, generarono nuova liquidità che impiegarono per la concessione di nuovi Mutui a favore di nuovi clienti. L'acquisto dei Mutui da parte delle Banche d'Affari costituì sicuramente, almeno nella prima fase, un "buon affare"; Infatti, l'investimento era a basso rischio di insolvenza in quanto garantito dall'ipoteca sull'immobile oggetto del contratto di finanziamento e la redditività prodotta dalla quota interessi, che veniva pagata mensilmente dai fruitori o debitori principali, era soddisfacente.

– *Effetto Negativo*

Le Banche Ordinarie, in possesso di nuova liquidità e nella aspettativa di poter contrarre nuovi Mutui da rivendere alle Banche d'Affari, spinte anche da una forte domanda per l'acquisto di immobili che ne determinava l'aumento del valore e del costo del finanziamento stesso contratto a tasso variabile, iniziarono a sviluppare il così detto *mercato dei "Mutui Sub-prime"*. Questi altro non sono che prestiti concessi per l'acquisto d'immobili (garanzia reale) a soggetti con scarse garanzie di solvibilità che si rivelarono, apparentemente, vantaggiosi per entrambi i contraenti. Gli intermediari

finanziari ritenevano, infatti, l'operazione sopra descritta fortemente redditizia in quanto potevano porla in essere a tassi d'interesse variabili con spread elevati (top rate) giustificati dall'elevato rischio di solvibilità del fruitore-debitore. La copertura, poi, del rischio di insolvenza (*punto di default*) da parte del debitore si riteneva annullata o mitigata mediante l'acquisizione diretta di una garanzia "reale" sull'immobile posto a base del contratto di finanziamento che ne avrebbe permesso, in caso di insolvenza, l'eventuale realizzo e il conseguente rientro delle somme erogate. Dal lato del debitore, la contrazione del Mutuo sub-prime veniva considerato ugualmente appetibile; infatti permetteva la soddisfazione di un bisogno ritenuto primario (nel caso di specie l'acquisto della propria casa) a costi apparentemente contenuti (ricordiamo che i finanziamenti venivano concessi con spread elevati per l'elevato rischio di insolvenza ma a tassi variabili che a quella data erano molto prossimi allo zero) anche se con un alea di rischio notevole visto che il tasso variabile, con cui venivano contratti i Mutui, essendo prossimo allo zero, non poteva che crescere nel medio-lungo termine. L'operazione di finanziamento fin qui descritta (Mutuo sub-prime) sembrava essere blindata e particolarmente vantaggiosa per l'istituto finanziatore erogante ed altrettanto vantaggiosa e sicura per la Banca d'Affari che acquistava il Mutuo e lo rivendeva poi come un investimento sicuro ad alto rendimento. In particolare queste ultime (Banche d'Affari) rastrellavano liquidità sul mercato mediante l'emissione di proprie obbligazioni (vedi obbligazioni Lemann & Brothers) per acquistare i finanziamenti ipotecari concessi dalle banche ordinarie ai proprietari degli immobili, per poi impacchettarli in "prodotti finanziari" che, valutati da apposite agenzie di rating in base alla durata, al rendimento e al grado di rischio, venivano poi successivamente riclassificati per la definitiva collocazione sui Mercati Finanziari Mondiali. Il risultato era, in apparenza, un ottimo affare per gli investitori che ottenevano alti rendimenti a rischi di insolvenza contenuti perché garantiti dagli stessi immobili.

CRISI FINANZIARIA E CRISI REALE

Gli “ingegneri finanziari”, nel valutare l'affare dell'acquisto dei Mutui sub-prime, avevano però trascurato una elementare legge di mercato che sancisce l'equilibrio tra domanda ed offerta di un bene in funzione del suo prezzo nel tempo.

La facilità dell'accesso al credito, infatti, sostenuta da una nuova politica economica basata sulla spinta allo sviluppo dei mutui ipotecari in grado di produrre occupazione nel settore edilizio e nel settore servizi, aveva notevolmente accresciuto la domanda di immobili e quindi, fatto salire vertiginosamente i prezzi (bolla finanziaria immobiliare). Questo incremento, era ancor più sostenuto sia dall'afflusso di capitali speculativi - che avevano individuato nel settore immobiliare quello che offriva maggiori profitti vista la continua e crescente richiesta di immobili - che dal successivo intervento delle società di intermediazione che avevano finanziato il crescente tenore di vita del consumatore americano mediante carte di credito revolving, ad interessi variabili a due cifre, garantite dal valore degli immobili in continua crescita. Tali carte, in buona sostanza, corrispondono all'accensione di una linea di credito che prevede un meccanismo di rientro molto diluito nel tempo in cambio di tassi di interesse variabili elevatissimi. I titolari di revolving, infatti, erano e sono, essenzialmente soggetti con un basso rating (alto rischio di solvibilità), che, per onorare i propri debiti, ottenevano dei continui rifinanziamenti delle proprie linee di credito (rimodulazione del debito) a tassi elevatissimi grazie alla rivalutazione nel tempo dell'immobile posto a garanzia (dovuta alla crescente richiesta degli stessi) che era

stato già oggetto di mutuo subprime. Il livello dei prezzi immobiliari è così diventato artificiosamente e spaventosamente alto generando una **“bolla finanziaria”** che ha fatto innalzare i tassi di interesse bancari, a causa della continua domanda di moneta da parte degli operatori, determinando un incremento insostenibile delle rate a tasso variabile dei mutui e dei prestiti al consumo.

Il default dei mutui subprime - e tra non molto anche quello delle carte di credito revolving che ad avviso di chi scrive determineranno un ulteriore crollo del sistema finanziario americano e quindi mondiale- hanno costretto le banche emittenti a riversare sul mercato le case pignorate determinando così l'effetto inverso a quello iniziale, ovvero una drastica riduzione dei prezzi degli immobili. L'effetto della legge di mercato basato sull'equilibrio tra domanda ed offerta è stato deleterio: le banche si sono ritrovate con un immobile pignorato, difficile da collocare e con un valore intrinseco dello stesso pari alla metà della somma erogata. Il mercato edilizio e quelli ad esso collegati si paralizzano, iniziano i licenziamenti, le banche non riuscendo a rientrare dei loro crediti non riescono a restituire i depositi ed a finanziare gli investimenti e quindi la crescita economica. La crisi da Finanziaria diventa reale. Si riducono i consumi effettuati dalle famiglie, gli investimenti effettuati dalle imprese, la spesa pubblica e le esportazioni nette, provocando la conseguente e drastica diminuzione della domanda aggregata e quindi della produzione con effetti negativi nel mercato del lavoro che si sostanziano, con la forza di un vortice continuo e micidiale, in licenziamento nei settori collegati.

MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA CRISI AL RESTO DEL MONDO

In questo paragrafo procederemo ad analizzare il meccanismo di trasmissione globale della crisi finanziaria americana verso il resto del mondo.

Le “Banche Americane” globali”, all’inizio, per acquisire nuova liquidità finalizzata alla erogazione di mutui subprime e alla fine, per liberarsi del conclamato rischio di insolvenza, hanno trasferito i propri crediti a terzi impacchettandoli in “prodotti finanziari” conosciuti sul mercato italiano sotto il nome di “bond”, “derivati”, “obbligazioni strutturate”, ma più tecnicamente chiamati “asset-backed commercial papers”, “collateralized debts obligations”, “derivatives”, “monolines”, “hedge funds”, ecc.

La collocazione di questi “prodotti finanziari tossici” è stata pressoché facile ed immediata grazie alla forte asimmetria informativa dei collocatori ed intermediari provenienti dai mercati esteri attratti dagli apparenti ed alti rendimenti prodotti, dalle garanzie fornite da società di rating, pagate per le loro valutazioni dagli stessi proprietari dei prodotti finanziari tossici.

La complessità dello strumento finanziario da collocare, costruito con perversa intelligenza da esperti del settore, sicuramente non doveva essere destinato ad investitori non professionali come i risparmiatori italiani, che riponendo la loro fiducia nei consigli gratuitamente forniti dalla propria banca di riferimento, si sono ritrovati anello terminale della catena di ricollocazione del rischio di insolvenza.

Più specificamente il collegamento tra il mercato americano dei mutui ai nuclei familiari più poveri e le grandi società finanziarie interna-

zionali e tra queste e gli Istituti di credito europei, è da ricercare nel tipico funzionamento della finanza derivata, che tende a trasformare in titolo di credito qualsiasi “*strumento*” entri nella sua disponibilità.

Così numerosi istituti di credito americano, che avevano nel loro portafoglio i subprime, hanno provveduto alla cartolarizzazione di questi ultimi ovvero alla loro trasformazione in titoli di credito che hanno poi collocato sul mercato estero.

Tali nuovi strumenti finanziari, che prendono il nome di “asset locked securities”, sono di fatto titoli a garanzia patrimoniale, liberamente ceduti sul mercato senza alcun controllo e soprattutto, senza alcuna garanzia di rimborso in quanto questa è legata unicamente al regolare pagamento dell’originario mutuo subprime da cui derivano (ecco perchè si chiamano “derivati”). Questi titoli derivati, poi, subiscono un ulteriore raggruppamento con altri titoli a garanzia patrimoniale, provenienti da ordinarie transazioni commerciali e da obbligazioni vere e proprie, diventando CDO (Collateralized Debt Obligations), ovvero in gergo tecnico “titoli salsiccia”. Essi vivono (come tutti i derivati) di vita propria e sono quindi acquistati come tali non solo dagli hedge funds (fondi speculativi), - che altro non sono che delle banche atipiche che non subiscono alcuna forma di controllo- ma anche da multinazionali e istituzioni varie allo scopo di diversificare i loro investimenti finanziari. Quest’ultimo raggruppamento di sottoscrittori sono quelli più miopi. Parliamo di imprese, grandi e medio grandi e di Enti Pubblici che, grazie ai consigli delle loro banche e promotori di riferimento, hanno intravisto nella finanza derivata una collocazione del risparmio che poteva essere trasformato in investimento a servizio dell’attività d’impresa, tale da creare ricchezza reale e non illusoria. Ma il risultato è stato semplicemente quello di generare un “effetto spiazzamento” dell’economia reale a favore della finanza atipica derivata. Le imprese, gli Enti e le società in genere, attratte da aspettative legate a facili ed alti rendimenti, hanno quindi, distratto risorse destinate ad investimenti produttivi finalizzati alla crescita reale della domanda aggregata, verso patrimonializzazioni finanziarie risultate tossiche e prive di valore intrinseco.

Sintesi analitica

Prima Fase: *Concessione*

BANCA	CLIENTE <i>Sub-prime</i>
Concede il Mutuo per acquisto immobile a tassi variabili con <i>spread</i> connessi al rischio di <i>default</i> del cliente \implies	Il Cliente può Acquistare l'Immobile a seguito del prestito concesso che viene garantito mediante iscrizione di ipoteca da parte della banca concedente
Rata del Mutuo [Capitale + Interessi a tasso Variabile] (gli interessi inizialmente sono molto bassi in quanto a causa dell'attentato dell'11 settembre la FED abbasso i tassi per far ripartire l'economia americana)	\Leftarrow Il Cliente paga le rate alla banca concedente composto dalla quota capitale e dall'interesse che è calcolato tasso variabile in funzione della sua classe di rischio.

Seconda Fase: *Politica Economica monetaria espansiva* (bassi tassi di interesse variabile per coloro che accendono Mutui ipotecari per acquisto dell'immobile).

BANCA	CLIENTE <i>Sub prime</i>
Incremento delle Concessioni anche per soggetti con rischio di insolvenza più elevato in quanto i tassi base di contrattazione erano bassi ancorché variabili ed il prestito era garantito da un diritto reale sull'immobile da acquistare. Si precede quindi ad una concessione di Mutui a clienti con elevato rischio di insolvenza (punto di <i>default</i>) \implies	Il Cliente può Acquistare l'Immobile a seguito del prestito concesso che viene garantito mediante iscrizione di ipoteca da parte della banca concedente
Rata del Mutuo [Capitale + Interessi a tasso Variabile]	\Leftarrow Il Cliente paga le rate alla banca concedente
La rata del Mutuo comincia a crescere in quanto le continue richieste di liquidità avanzate dai richiedenti i mutui determinano una crescita del tasso di interesse e quindi della quota di interesse variabile.	Più la rata cresce e maggiore è la difficoltà del cliente <i>sub-prime</i> ad onorare il mutuo.
La Banche iniziano a rinegoziare i Mutui anche in funzione dell'accresciuto valore degli immobili	I Clienti <i>sub-prime</i> non possono che accettare la rinegoziazione in quanto è l'unica via di uscita. Anzi per continuare a mantenere il loro livello di consumo, utilizzano le <i>credit card</i> (carte di credito o di debito) garantite di loro stessi immobili che per effetto della bolla immobiliare hanno quasi duplicato il loro valore reale e possono così fungere da garanzia sussidiaria per finanziare i consumi a tassi di interessi variabili e crescenti.

Terza Fase: *esplosione della bolla immobiliare e default dei mutui sub-prime.*

BANCA	CLIENTE Sub prime
La banca comincia ad avvertire la difficoltà dei Mutuatari Sub-prime ad onorare i debiti e dopo aver rinegoziato i mutui prolungando la durata, inizia a disfarsi degli stessi collocandoli sul mercato mediante i C.D.O. ed altri prodotti finanziari, forti della elevata asimmetria informativa dei sottoscrittori di questi nuovi titoli tossici.	Il cliente sub- prime, continua a pagare le rate diluite nel tempo, anche se con estrema difficoltà, permettendo alle banche americane di disfarsi nel frattempo dei loro mutui ormai dichiarati inesigibili perché in default.
Le banche riescono, quasi tutte a disfarsi dei Mutui sub-prime, nascondendoli in prodotti derivati collocati presso altri investitori americani ed esteri.	I Clienti Sub-prime non riescono più a pagare le rate. Iniziano le procedure di pignoramento.
I Titoli tossici sottoscritti dagli investitori vengono ricollocati sui mercati e sottoscritti, tramite i broker ed i fondi d'investimento, dai risparmiatori di varie Nazioni.	Gli immobili riversati sul mercato per la loro realizzazione, sono in eccesso rispetto all'offerta. I Prezzi che inizialmente erano gonfiati ora iniziano a scendere in modo verticale.
I Titoli collegati agli immobili e quindi ai sub-prime non vengono onorati ed iniziano a perdere di valore. I nuovi sottoscrittori ignari del vero valore dei titoli acquistati, vedono i loro risparmi andare in fumo e registrano perdite vicino al 80% dei titoli acquistati.	Gli immobili a cui erano ancorati i titoli sub-prime non trovano ora più nessuna collocazione sul mercato e restano invenduti. Il settore edilizio e dei servizi si ferma. Iniziano i licenziamenti e con essi la crisi nel mercato reale
Le banche americane che hanno garantito per quei titoli poi ricollocati sul mercato dichiarano la crisi e poi il fallimento. I sottoscrittori si ritrovano con titoli il cui valore reale è zero.	
I risparmiatori impauriti dalla crisi finanziaria ed inaspriti dal comportamento delle banche riducono la loro fiducia nei confronti di quest'ultime e richiedono indietro i loro risparmi.	
Le banche per far fronte alla richiesta dei loro clienti attivi (depositari) richiedono il rientro ai loro clienti passivi (imprese affidatarie di scoperto in conto corrente e mutui di liquidità). Inizia la crisi reale.	

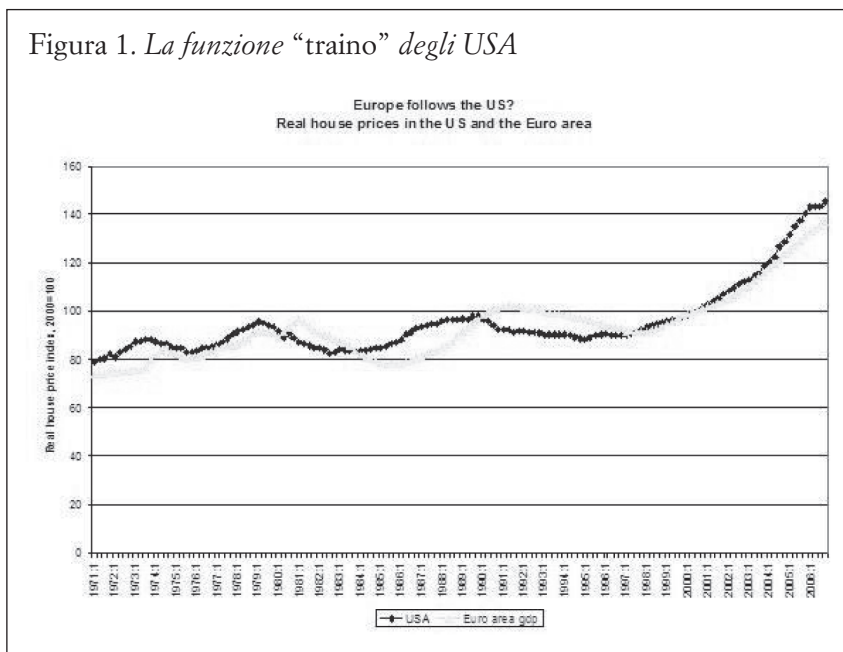
ANALISI DEI MERCATI IMMOBILIARI: LA BOLLA SPECULATIVA

I mercati immobiliari di molti paesi, *Italia* compresa, dopo aver raggiunto una condizione di estrema *sopravvalutazione*, avevano iniziato un percorso inverso di penosa normalizzazione, destinato a durare anni. Questa tesi è avvalorata dall'ausilio di alcuni *grafici che ne* dimostrano la fondatezza. Le *bolle immobiliari*, in Italia come negli altri Paesi, hanno cominciato a sgonfiarsi e la fine di questo cammino a ritroso non appare vicina.

Daniel Gros, Direttore del *Center for European Policy Studies* di Bruxelles, ha messo in risalto come, negli ultimi 35 anni, l'andamento in termini reali (cioè al netto dell'inflazione) del *mercato immobiliare* nella zona dell'euro abbia seguito da vicino quello americano, con un ritardo temporale che si è aggirato in media attorno ad uno, due anni ma che via via è andato tendenzialmente riducendosi.

L'analisi del grafico in esame (cfr. Figura 1) è estremamente importante per meglio comprendere la situazione che stiamo vivendo. Più precisamente la linea blu indica i *prezzi reali* degli immobili negli Usa mentre quella gialla i prezzi nell'*area dell'euro* nell'intervallo temporale che va dal 1971 al 2006. Dall'analisi traspare come gli Usa svolgano una funzione di traino, sia nelle fasi espansive che in quelle di contrazione. Tale fenomeno tende infatti a riproporsi in molti mercati, non solo in quello immobiliare. Gli ultimi decenni sono stati contrassegnati dal "tiraggio" americano e dalla sempre più stretta *interconnessione* tra le economie europea ed americana.

Figura 1. La funzione “traino” degli USA



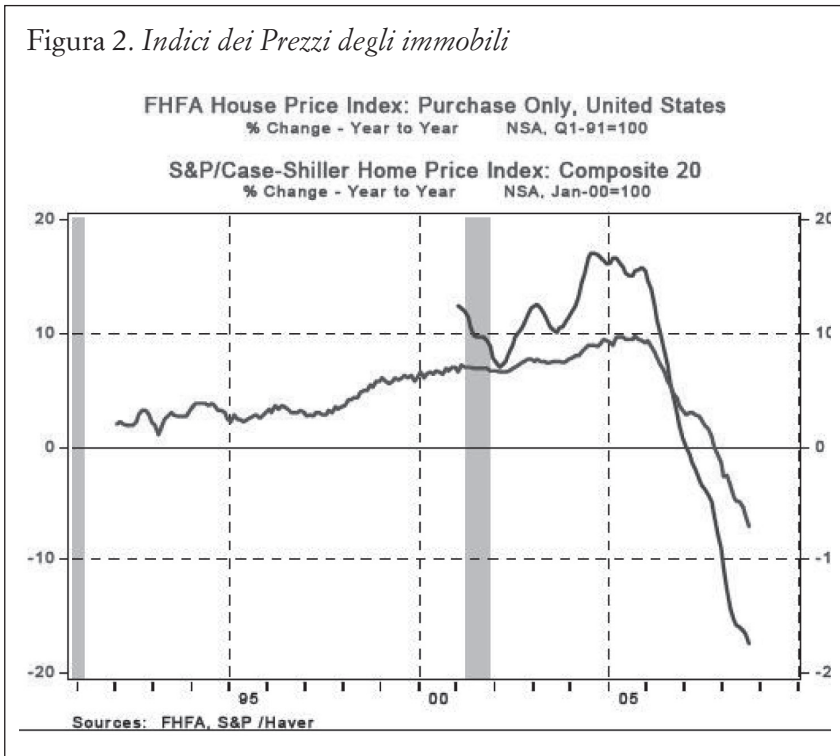
L'andamento dei *tassi d'interesse* e la conseguente *congiuntura* che ha colpito gli Stati Uniti hanno finito per modificare l'oscillazione del ciclo europeo².

In questa ottica , occorre dunque analizzare, in primo luogo, come si muova il mercato immobiliare americano per meglio comprendere l'andamento di quello europeo e quindi di quello italiano.

Com'è noto, i prezzi degli immobili sono crollati. Il forte crollo è immediatamente percepibile nel grafico che segue, tratto da una recente *analisi* di *Northern Trust* (cfr. Figura 2).

² Ci sono diverse rassegne eccellenti in tema di “letteratura dei Cicli economici” ; tra i più significativi si segnalano: J.A. Estey, *Business Cycles III*° Edizione; Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs; N.J. 1956; A.H. Hansen; *Business Cycles and National Income*; W. Norton New York 1951; R.A. Gordon *Business; Fluctuation* Harper & Row New York 1952.

Figura 2. *Indici dei Prezzi degli immobili*

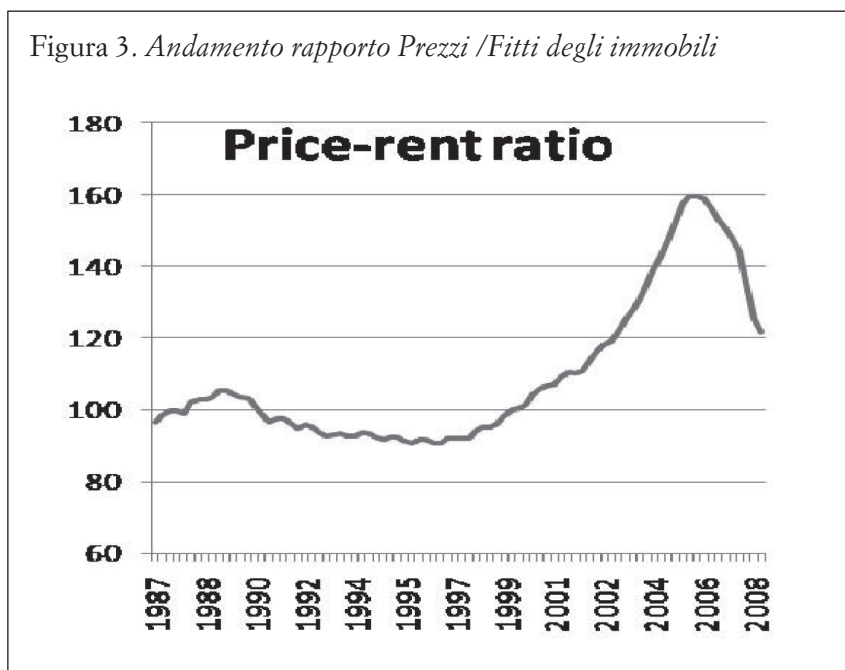


Nel grafico sopra riportato sono evidenti i due diversi *indici* dei *prezzi degli immobili*. Il più significativo ed affidabile è senz'altro il *Case-Shiller* per le 20 principali aree metropolitane americane, rappresentato con la linea blu. Quel che si nota è come, dopo diversi anni di crescita superiore al 10% annuo, i prezzi (questa volta si tratta di prezzi nominali, quelli di cui normalmente si parla e che quindi non sono depurati dell'inflazione) hanno fatto una brusca frenata nel corso del 2006 e, dalla fine di quell'anno, hanno iniziato a calare sempre più precipitosamente. L'ultimo dato a nostra disposizione e relativo al terzo trimestre, ha registrato una flessione del 17,4% su base annua. Come osserva *Asha Bangalore di Northern Trust*, le **scorte** di immobili invenduti sono

particolarmente elevati e la *disoccupazione* è in così rapido aumento che è ipotetico aspettarsi segnali di stabilizzazione del mercato della casa nel breve periodo. Per tutto il 2009, con ogni probabilità, il trend discendente è destinato a continuare.

D'altra parte, c'è anche da considerare che, per quanto drammatico sia stato il collasso dell'ultimo biennio, non si può certo sostenere che i prezzi degli immobili americani siano diventati allettanti. I prezzi degli immobili, se pur ridotti, restano ancora relativamente alti, come ci permette di capire un altro grafico elaborato recentemente da *Paul Krugman*, premio Nobel per l'economia (cfr. Figura 3).

Il grafico descrive l'andamento del *rapporto prezzi-affitti* (*price-rent ratio*), uno dei due indicatori di valore più utilizzati nel mercato immobiliare (l'altro è il *rapporto prezzi-redditi*, o *price-income ratio*). Quel che emerge è come, a partire dall'anno 2000 (scoppio della bolla azionaria), i prezzi



delle case si siano sempre più allontanati dalla condizione di equilibrio (nel grafico pari a 100) fino a toccare un picco di *sopravvalutazione* del 60% a cavallo tra l'anno 2005 e l'anno 2006. Il crollo dell'ultimo biennio è solo servito a ridurre al 20% circa tale stato di sopravvalutazione.

Un problema che si riscontra in *Europa* ed in *Italia*, rispetto agli U.S.A., è che non è facile trovare dati affidabili e comparabili a livello nazionale per sviluppare analisi e cross section attendibili di un mercato immobiliare di per sé poco trasparente, poco liquido e soprattutto poco

omogeneo. Attualmente l'unica analisi, tendenzialmente affidabile, è quella prodotta dalla rivista inglese "The Economist", che ha generato, con non poche difficoltà, una serie di "indici Paese" che consentono analisi meno malferme dell'evoluzione dei prezzi del mercato immobiliare.

La tabella che segue (cfr. Figura 4), pubblicata all'inizio del 2009, offre uno sguardo di sintesi dell'andamento degli indici dell'Economist per 20 paesi, aggiornati al terzo trimestre dell'anno 2008. In particolare nella prima colonna è indicata l'ultima variazione di prezzo su base annua; nella seconda colonna c'è la stessa variazione generata nell'anno 2007; la terza colonna dà la misura della variazione cumulativa a partire dal 1997 (anno in cui, a grandi linee, partì l'ultimo ciclo espansivo).

The Economist's house-price indicators			
% change	Latest	Q3 2007	1997-
	on a year earlier		2008 or latest
Hong Kong	14.6	12.2	-26
Singapore	8.3	27.6	na
Belgium	7.5	11.0	147
Switzerland	3.7	2.3	23
Australia	2.8	11.4	169
France	2.8	5.7	150
Netherlands	2.3	3.1	105
Sweden	2.0	11.6	153
China	1.6	8.2	na
Germany	1.4	-3.1	na
Canada	1.4	6.3	70
South Africa	1.2	15.0	398
Italy	1.1	5.1	104
Spain	0.4	5.3	191
Japan	-1.8	-0.7	-33
Denmark	-2.7	2.7	124
United States (OFHEO)	-4.0	1.8	85
New Zealand	-6.8	11.4	105
Ireland	-10.2	-1.8	201
Britain	-13.9	9.5	168
United States (Case-Shiller national index)	-16.6	-4.4	79
United States (Case-Shiller ten-city index)	-18.6	-4.9	116

Sources: ABSA; ESRI; Hypoport; Japan Real Estate Institute; Nationwide; Nomisma; NVM; OFHEO; Quotable Value; Stadim; Swiss National Bank; Standard & Poor's; government offices

Figura 4. *Evoluzione dei prezzi nel mercato immobiliare*

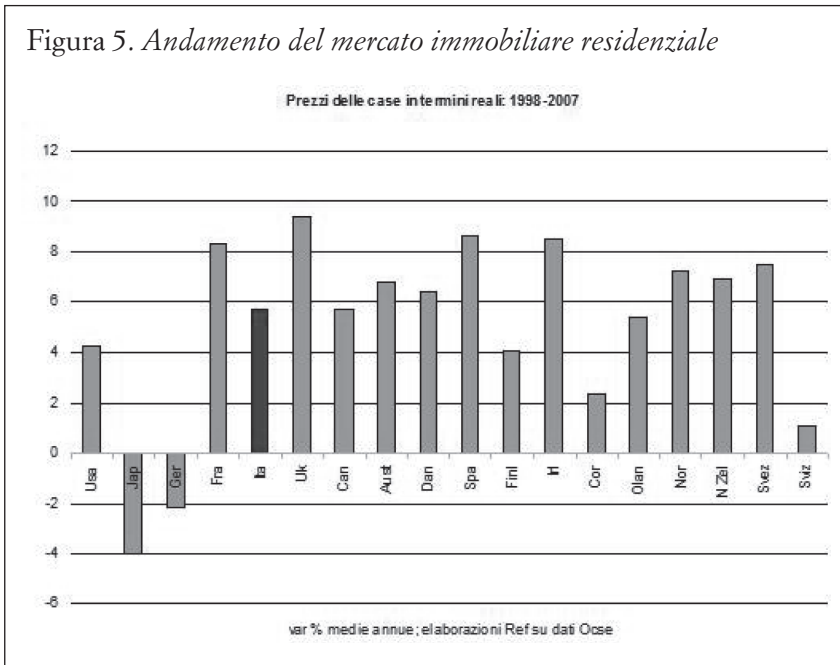
Ciò che si nota, in sintesi, è quanto segue:

- a) Il crollo drastico del ruolo guida del *mercato americano*.
- b) Un generale, marcato *deterioramento del tasso di crescita dei prezzi del mercato immobiliare*. Se nell'anno 2008, 10 Paesi su 20, il tasso di crescita dei prezzi era ancora in aumento (Cina, Hong Kong, Singapore, Australia, Nuova Zelanda, Svizzera) o sostanzialmente stabile (Gran Bretagna, Sud Africa, Svezia e, tutto sommato, Italia dove si passava dal 6,2% al 5,1%), nell'ultima rilevazione si vede come solo Germania, Svizzera e Hong Kong riescono a sottrarsi alla tendenza dominante. Si allunga poi la lista dei Paesi dove dalla decelerazione si passa ad una sensibile riduzione dei prezzi: agli Stati Uniti e all'Irlanda – dove pure la situazione peggiora - si aggiungono infatti Gran Bretagna, Danimarca e Nuova Zelanda; In termini reali, in Italia i *prezzi degli immobili* nell'ultimo anno hanno avuto un andamento nettamente negativo.
- c) In conclusione, se si osserva l'ultima colonna della tabella dell'Economist, ci si può rendere conto di come i prezzi rimangano troppo elevati: variazioni superiori al 100% nell'arco di 11 anni (anche nel caso dell'Italia, dove i redditi, a differenza che altrove, hanno nel frattempo ristagnato) sono troppo sostenute.

Quest'ultima osservazione è ancor meglio visibile in un ultimo grafico tratto questa volta da un recente articolo per “La voce.info” di Fedele De Novellis, un economista del “Centro di ricerca Ref” (cfr. Figura 5). I dati provengono dall'*Ocse*, ma riscontrano quanto già evidenziato dagli indici dell'*Economist*.

Nel grafico di De Novellis il periodo coperto è il decennio dal 1998 al 2007 e i prezzi sono depurati dell'inflazione. Si tratta, cioè, di *prezzi reali*. Per l'Italia si vede come l'aumento medio sia stato prossimo al 6%, un'enormità per un paese il cui PIL, nel frattempo, è cresciuto a

Figura 5. *Andamento del mercato immobiliare residenziale*



tassi appena superiori all'1%.

Gli immobili, dunque, hanno ancora un valore nominale troppo elevato (la “*bolla immobiliare*” non si è del tutto sgonfiata ed i prezzi non sono ancora reali) nonostante il mercato immobiliare non usufruisca più della forte spinta fornita sia dall’abbondante disponibilità di *credito* che dalle erronee aspettative sulla costante crescita dei prezzi relativi.

A completamento dell’analisi esposta è necessario poi, aggiungere, una ulteriore osservazione. Nelle recenti crisi dei *mercati azionari* (in particolare quella del 1987 e quella del 2001) si è sempre registrato un incremento del *settore immobiliare*. *Ciò era sostanzialmente dovuto all’aumento della relativa domanda generata sia dalla fuga degli investitori, che ritenevano gli immobili beni di rifugio, che dalle consistenti riduzioni dei tassi d’interesse con cui le banche centrali reagivano allo stato di crisi. Nell’attuale crisi finanziaria, di contro, ciò invece non ac-*

cade. Le stesse osservazioni empiriche scaturenti dalla analisi del “De Novellis” evidenziano però che in quest’ultimo periodo non si è manifestata alcuna nuova domanda di immobili da parte di investitori a caccia di beni-rifugio, nonostante gli interventi delle banche centrali che continuano a ridurre i tassi d’interesse. Le motivazioni sono essenzialmente due. La prima, di carattere monetario, è prodotta nella forte ed accelerata **stretta creditizia**, nota come *credit crunch*, che sta rendendo più problematica e onerosa l’accensione di nuovi mutui e che può essere denominata, a parere di chi scrive, come “*Moderna Frontiera della Trappola della Liquidità*”. La seconda, di carattere reale, è determinata dalla stagnazione della domanda di immobili o beni di rifugio. La spirale dei prezzi in crescita nel mercato immobiliare che alimentava la domanda non è più una “aspettativa attesa” da parte degli investitori. Quest’ultimi, anche se con ritardo, hanno perfettamente compreso che la crisi finanziaria è figlia dell’esplosione della bolla immobiliare americana; essi sono consoni che gli immobili, in U.S.A. come nel resto dell’Europa, si sono apprezzati oltre il limite del ragionevole e restano in attesa che il mercato immobiliare ridetermini il suo equilibrio in funzione del suo prezzo reale. Solo in questa ipotesi gli investitori riscopriranno nel mercato immobiliare il bene di rifugio per eccellenza riattivandone la domanda.

EFFETTI DELLA CRISI SUL MERCATO ITALIANO: NUOVA FRONTIERA DELLA TRAPPOLA DELLA LIQUIDITÀ

In Italia, come nel resto dei Paesi Europei, la crisi del sistema finanziario ha cominciato a produrre i suoi effetti determinando ripercussioni sul sistema reale. L'annunciata contrazione della domanda mondiale ed europea sta determinando una profonda riduzione dei consumi, una riduzione della produzione e della domanda di lavoro da parte delle imprese, costrette ad attuare politiche di licenziamento per salvaguardare la propria sostenibilità operativa. Per contrastare questi effetti la Banca Centrale Europea, seguendo l'esempio della F.E.D., ha ridotto, con più interventi, il tasso di riferimento (*Refi*) con l'aspettativa di una conseguente riduzione dei tassi Euribor e, per questa via favorire la ripresa degli investimenti.

D'altro canto, la gran parte dei Governi Europei ha elaborato, pur con differente impegno, un piano di sostenibilità per le banche auspicando il raggiungimento di un duplice obiettivo: preservare queste ultime da possibili fallimenti dovuti alla presenza di *titoli tossici* nei loro portafogli e salvaguardare i risparmiatori i quali, a seguito dell'effetto mediatico, potevano essere indotti a temere effetti di scarsa tutela dei propri depositi³.

Il Governo italiano, in particolare, prevede di destinare, in caso di necessità, parte della propria Spesa Pubblica 2009-2013, a favore delle banche italiane a rischio di default, mediante la concessione di garanzie sulle operazioni di finanziamento (obbligazioni) emesse dalle banche

³ V. teoria delle aspettative adattive negative.

entro il 31 dicembre del 2009 e con durata fino a 5 anni. Le garanzie verranno offerte a condizioni di mercato e sotto lo stretto controllo della Banca d'Italia.

Attualmente, non è possibile prevedere l'entità dell'intervento e il suo l'impatto sul debito pubblico che potrà concretizzarsi solo quando queste garanzie saranno effettivamente attivate.

Molti studiosi⁴ ed analisti sostengono che la politica monetaria espansiva attivata dalla BCE attraverso la riduzione dei tassi di interesse, nonché le garanzie poste dai Governi a sostegno degli Istituti finanziari potrebbero far scattare, quella anomalia di comportamento dell'investitore nota come "Trappola della Liquidità Keynesiana". In base ad essa, se i tassi di interesse raggiungessero livelli prossimi allo zero, gli investitori preferiranno detenere moneta e non domanderanno obbligazioni a tasso fisso perché il loro prezzo diminuirà al successivo ed inevitabile aumento dei tassi.

Tale rischio non sussiste per l'Italia, dove sostanzialmente l'impiego del risparmio è rivolto all'acquisto di titoli dello Stato⁵ e di immobili abitativi⁶. Gli esiti positivi del collocamento dei BOT, per il rifinanziamento del debito pubblico, hanno infatti confermato quanto sopra asserito. La predetta operazione, nel sistema economico italiano, peraltro, non comporta il rischio di un "Effetto Spiazzamento" dell'operatore pubblico a danno di quello privato in quanto il tessuto produttivo italiano è costituito per la gran parte da piccole e medie imprese che fanno ricorso al credito non direttamente (es. emissione di titoli obbligazionari o azionari) ma unicamente attraverso il sistema finanziario bancario, sostenendo anche notevoli costi per indebitamento.

Analizziamo ora in modo più approfondito il rapporto tra il sistema finanziario e le imprese italiane.

Il tessuto produttivo italiano, è da sempre costituito, per la gran par-

⁴ Paul Krugman recentemente si è espresso nella stessa direzione.

⁵ L'ultima asta dei Bot di gennaio 2009, pur con tassi di poco superiori all'1% ha comunque avuto esiti positivi.

⁶ Circa l'85% degli italiani è proprietaria della casa in cui vivono

te, da piccole e medie imprese che fanno ricorso al credito unicamente attraverso il sistema finanziario bancario, sostenendo, di conseguenza, anche notevoli costi per indebitamento. Queste imprese, pertanto, causa anche il complicato e farraginoso sistema di legislazione italiana vigente, non riescono a drenare liquidità sul mercato del credito, che resta ad appannaggio quasi esclusivo degli intermediari. La rendita di posizione di cui godono gli Istituti finanziari ed il recente “modello di accesso al credito” elaborato secondo gli accordi di Basilea 2, sembrano essere, contrariamente alle intenzioni del regolatore, un ostacolo ad una più fluida e meno costosa circolazione della liquidità.

In una fase di crisi contingente come quella attuale, si ritiene davvero improbabile, nonostante i buoni auspici governativi, che il sistema economico italiano si possa riprendere senza che il tessuto imprenditoriale venga sostenuto finanziariamente, ora come non mai, dal sistema bancario.

Il sistema bancario però, contrariamente a quanto auspicato, persegue, di fatto, una logica di mantenimento dei livelli di extraprofiti passati, attuando una politica di chiusura del sostegno finanziario alle imprese (*credit crunch*) o anche *primo livello della moderna frontiera della trappola della liquidità*.

In particolare, il modello di valutazione del merito creditizio sviluppato dalle banche per effetto dell'Accordo di Basilea 2 (in vigore dal 1 gennaio 2008) prevede che la concessione del credito alle imprese avvenga mediante la valutazione del rischio basato su parametri bancari interni legati strettamente alle informazioni reali sull'impresa quali: il fatturato prodotto, l'utile realizzato nel triennio precedente, l'utile potenziale futuro e il rischio di settore di appartenenza dell'impresa. L'applicazione rigida di queste metodologie, soprattutto in un momento di crisi anche reale come quello attuale, può essere una trappola mortale per le piccole e medie imprese italiane che, storicamente sotto-capitalizzate, non risultano sostenibili finanziariamente per cui potrebbero essere costrette ad uscire dal mercato, con ripercussioni tragiche sull'intero sistema economico italiano (*crescita della disoccupazione e riduzione consistente della domanda per consumi*).

L'azione perseguita dalle banche dà luogo ad una *Moderna Trappola della Liquidità* determinata, non più da investitori-speculatori che si attendono rialzi dei tassi per impiegare la moneta detenuta (trappola Keynesiana), ma generata dagli istituti finanziari, che, a causa di un troppo rigido meccanismo di valutazione del rischio, non concedono più liquidità al sistema produttivo italiano.

Vediamo perché. Gli Istituti di credito, che presentano criticità nei bilanci per la presenza di *titoli tossici* nei loro portafogli, perseguono principalmente l'obiettivo del contenimento delle potenziali sofferenze programmate. Ciò determina *richieste di rientro* per i prestiti concessi in precedenza ai debitori che presentavano, allora come oggi, un basso merito creditizio e che sono gli stessi che sostenevano costi di indebitamento più elevati. Tale comportamento è aggravato dall'ulteriore aumento dei "costi bancari non finanziari" richiesto per affidamenti già in essere nei confronti dei debitori/clienti giudicati più solvibili⁷, che prevede, a carico dei correntisti, un incremento dei costi per la tenuta dei conti correnti, delle penali e delle spese annuali in misura fissa. E ciò al fine di perseguire extraprofiti correnti che consentano agli istituti di credito il contenimento delle perdite pregresse. D'altro canto, le imprese, già in affanno, non possono che accettare tale abuso di posizione da parte delle banche avendo, come unica alternativa, la chiusura del rapporto in essere.

La soluzione a questo comportamento delle banche potrebbe essere individuato in una modifica delle "regole del gioco" che proveremo a spiegare qui di seguito. Essa non ha la pretesa di essere la soluzione unica ma potrebbe essere la base di partenza per l'individuazione di Nuove soluzioni.

È nostra convinzione che la riduzione dei tassi di interesse è funzionale ad una ripresa economica solo se accompagnata da forti politiche

⁷ Si pensi alle comunicazioni che, a far data da settembre 2008, le banche stanno inviando ai propri correntisti sotto il nome di "Proposta di Modifica unilaterale del Contratto" (art. 118 del d. lgs. 385/93).

fiscali espansive a sostegno dell'economia, che dovrebbero essere rivolte *principalmente a sostegno dell'offerta e solo successivamente alla domanda*⁸. Queste politiche dovrebbero essere direttamente indirizzate a favore delle piccole e medie imprese per sostenere i loro investimenti cercando di contenere l'intervento distorsivo degli intermediari del credito⁹.

In Italia sarebbe stato opportuno puntare verso politiche finanziarie rivolte al sostegno delle PMI e non al solo sostegno delle banche, che continuano a perseguire i propri obiettivi di crescita e sostenibilità a danno del sistema produttivo italiano dando luogo ad effetti anche gravi per lo sviluppo del Paese¹⁰.

Si potrebbe ipotizzare, ad esempio, il rafforzamento di un Fondo di rotazione per lo *sviluppo di nuovi investimenti*, che possa essere gestito dagli Istituti finanziari territoriali (B.C.C. e Banche Popolari di prossimità) e/o dai Consorzi fidi di garanzia operanti su area regionale. Questi organismi territoriali hanno, come è noto, una minore asimmetria informativa sulla reale situazione finanziaria ed economica delle piccole e medie imprese italiane e sono molto più orientati ad interventi di sostegno finanziario contrariamente alle grandi banche che, per effetto della concentrazione dell'Industria hanno monopolizzato il sistema creditizio ed hanno imposto, con effetti devastanti, operazioni speculative e di finanza derivata.

L'ipotesi prospettata ovviamente tiene conto che è necessario il sostegno finanziario alle banche per evitare che, a causa della loro ridotta credibilità operativa, si producano riduzioni drastiche della raccolta precedentemente effettuata. Ma il sostegno finanziario potrebbe essere realizzato senza l'intervento di garanzie fideiussorie statali, attraverso

⁸ Le variazioni di reddito che avvengono in conseguenza di modifica del consumo, o degli investimenti o di variazioni nella politica fiscale, possono essere indicate come "disturbi" reali mentre variazioni di reddito legate a variazioni dell'offerta di moneta o da variazioni delle preferenze per la liquidità possono essere indicate come "disturbi" monetari.

⁹ Un'applicazione moderna della teoria della Supply side economics nata dalle idee di Murdell, Laffer e Wanniski che hanno dato validi contributi negli anni '70 ed '80)

¹⁰ Ad es. perché si finanziano le imprese che hanno i requisiti oggettivi previsti da Basilea 2 ma non si finanziano quelle che sono meno patrimonializzate ma hanno buoni progetti

una procedura di ricapitalizzazione degli istituti di credito con fondi della Banca d'Italia.

La Banca d'Italia è un Istituto di Diritto Pubblico, *come espressamente indicato dell'articolo 20 del R.D. del 12 marzo 1936 n. 375 e non una S.p.A.*

La Banca d'Italia, pertanto, segue regole di funzionamento differenti da quelle di una società per azioni e, come si evince anche dal suo statuto, assegna ai soci un numero di voti non proporzionale alle azioni possedute (limitando così i voti dei soci maggiori). Gli azionisti di maggioranza sono le principali banche italiane, ed in particolare, tra questi vi sono otto istituti di credito che evidenziano una necessità di fabbisogno finanziario per circa 13 miliardi di euro a causa della presenza nel loro attivo patrimoniale di titoli *tossici*.

La soluzione del problema potrebbe allora essere nella realizzazione di una operazione di *Buy-Back* (riacquisto titoli propri) da parte della stessa Banca d'Italia. Ciò permetterebbe la ricapitalizzazione degli Istituti di credito in difficoltà, evitando l'intervento statale che determinerebbe, nel medio periodo e in caso di escussione della garanzia prestata, l'incremento del debito pubblico italiano. L'operazione suggerita non genererebbe alcuno scompenso nel sistema finanziario di Banca d'Italia e, nello stesso tempo, permetterebbe l'attuazione della legge 262/2005, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari". Tale legge stabilisce, all'articolo 19, comma 10, che con regolamento da adottare ai sensi dell'articolo 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400, si proceda alla ridefinizione dell'assetto proprietario della Banca d'Italia. La stessa disposizione normativa stabilisce poi le modalità di trasferimento delle quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia in possesso di soggetti diversi dallo Stato o da altri enti pubblici. Tale trasferimento dovrà realizzarsi nel termine di tre anni a far data dall'entrata in vigore della predetta legge.

Considerato, quindi, che questa ipotesi è percorribile sotto un profilo legale, possiamo ora ad analizzare l'effettiva fattibilità valutando l'esistenza di eventuali ripercussioni negative sul bilancio di Banca d'Italia.

Ad avviso di chi scrive, pur evidenziando la necessità di approfondire l'argomento in modo più sistematico, non si manifestano problematiche degne di rilievo. Nello specifico, Banca d'Italia, presenta un "Patrimonio Netto Allargato" – composto dalla somma del "Patrimonio proprio", del "F.do rischi generali" e delle "Riserve rivalutate" – pari a 54 miliardi di euro (di gran lunga superiore a quello delle restanti banche centrali europee), esprimendo quindi un "indice di patrimonializzazione" (determinato dal rapporto tra "Patrimonio allargato" ed il "totale dell'Attivo") pari al 22%. Esso risulta particolarmente consistente sia rispetto a quello della Banca Centrale Francese che a quello della Tedesca, le quali hanno un indice di patrimonializzazione pari rispettivamente al 7% e al 12,5%. Procedendo al riacquisto di proprie azioni per 13 miliardi di euro, la Banca d'Italia ridurrebbe il "Patrimonio Proprio allargato" del 24,07%¹¹ restando comunque tra le prime dieci banche centrali. L'operazione di *buy back* nel contempo riuscirebbe ad ottimizzare anche gli indici *Core Tier 1*¹² delle banche che hanno nel proprio patrimonio i titoli che Banca d'Italia riacquisterebbe. Considerato, infatti, che il valore nominale del Capitale Sociale della Banca d'Italia è pari ad appena euro 156.000/00, le banche cedenti evidenzerebbero una plusvalenza da cessione determinata dalla differenza tra il prezzo pagato dalla Banca d'Italia per il riacquisto delle proprie azioni (*Buy Back*) ed il controvalore in bilancio della predetta partecipazione, al netto di eventuali riserve di valutazione createsi a partire dal 2004 per effetto dell'applicazione degli IAS.

¹¹ Il totale attivo della B.I. è pari da bilancio 2007 ad euro 246.000.000. L'*Indice di Patrimonializzazione* sarà: $54.000.000/246.000.000=22\%$. La B.I. riacquistando le proprie azioni per € 13.000.000 ridurre il *Proprio Patrimonio allargato* ad € 41.000.000 (ovvero $54.000.000-13.000.000$). Questa riduzione in termini percentuali sarà pari al 24,07% (ovvero $13.000.000/54.000.000$). Con questa operazione il nuovo *Indice di Patrimonializzazione* sarà pari al 16% (ovvero $41.000.000/246.000.000$) e risulterà comunque tra i primi dieci.

¹² *Core Tier 1 ratio* è il rapporto tra il patrimonio di base della banca e le sue attività ponderate in base al rischio e al netto degli strumenti ibridi. La Banca d'Italia ha stabilito il limite minimo del *Core Tier 1 ratio* al 6%. Il predetto indice rappresenta quindi il grado di solvibilità delle Banche.

L'operazione di *Bay Back* metterebbe in evidenza le plusvalenze da cessione che, essendo valide ai fini del calcolo del Patrimonio di Vigilanza, riequilibrerebbero finanziariamente i bilanci delle banche che sono proprietarie di titoli tossici ed eliminerebbero o, attenuerebbero, l'effetto di *credit crunch* analizzato in precedenza. Le banche, riequilibrare finanziariamente grazie all'iniezione di liquidità generata dall'operazione di *Bay Back* della Banca d'Italia, non sarebbero spinte, come invece fanno ora, al recupero affannoso degli impieghi effettuati in precedenza ad imprenditori con classi di rischio elevate e potrebbero finanziare la ripresa economica mediante finanziamenti alle imprese anche a medio/lungo termine, garantiti, almeno parzialmente dallo Stato, che libero dall'impegno preso con le Banche, potrebbe utilizzare lo stesso strumento di garanzia in favore delle imprese. L'ipotesi discussa potrebbe generare discreti vantaggi per l'intero sistema di intermediazione finanziaria per effetto dell'immediato e consistente miglioramento di solidità e credibilità di quest'ultimo a seguito dell'innalzamento dell'indice di solvibilità (il *Core Tier 1 ratio*). Detto indice che, secondo le indicazioni di Banca d'Italia dovrebbe attestarsi almeno al 6%, oggi, purtroppo, è raggiunto con fatica dalla maggior parte delle principali Banche italiane (cfr. Tabella A).

Tabella A: *Raffronto dei Core Tier 1 Ratio delle principali Banche Italiane.*

BANCHE	CORE TIER 1 RATIO STIMATO 2008 CON DIVIDENDI
Unicredit	6,62
Intesa Sanpaolo	5,97
Montepaschi di Siena	5,69
Banco popolare	6,29
Ubi Banca	6,67
Bpm	5,48
Credem	7,13
Banca Popolare Emilia Romagna	6,72

Fonte: *Dati di bilancio elaborati da "Dresdner Kleinwort Research"*

Ma, l'ipotesi suggerita è legata al cambiamento necessario delle "re-

gole del gioco” che deve avere lo scopo di ridurre le rendite di posizione di cui godono ormai da troppo tempo i gruppi bancari.

Un ulteriore aspetto negativo, ancor più in evidenza con l’attuale crisi, è la capacità delle banche di rendere meno incisive le politiche finanziarie espansive messe in atto negli ultimi mesi dalla B.C.E. Analizzando l’andamento dei tassi *Euribor* (cfr. Tabella B), a cui sono collegati i mutui alle famiglie ed i prestiti alle piccole e medie imprese, si nota come essi non siano strettamente collegati come dovrebbero all’andamento del tasso *Refi* (tasso B.C.E.) e, per quel che qui rileva, non si riducono con la stessa intensità di quest’ultimo. È interessante constatare come il comportamento delle banche non venga direttamente influenzato dalle manovre effettuate dalla B.C.E. in termini di incremento della liquidità operata grazie alla riduzione drastica del tasso di interesse stabilito dalla stessa B.C.E. Questa *ulteriore frontiera della moderna* “trappola della liquidità”, rende di fatto poco efficaci le politiche monetarie messe in atto dalla stessa B.C.E.

Tabella B: *Raffronto tra Tassi Bancari e calcolo Scostamenti periodo “dicembre 2005-dicembre 2008”*

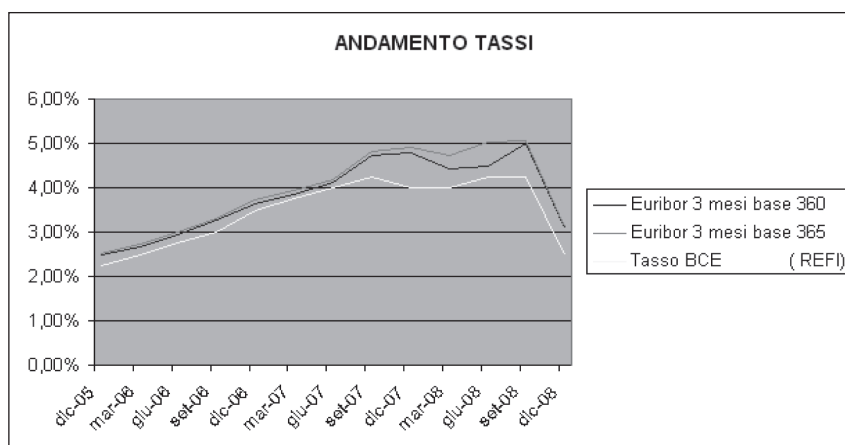
DATA	EURIBOR 3 MESI BASE 360	EURIBOR 3 MESI BASE 365	TASSO BCE (REFI)	SCOSTAMENTO EURIBOR 360	SCOSTAMENTO EURIBOR 365
dic-05	2,47%	2,51%	2,25%	0,22%	0,26%
mar-06	2,67%	2,74%	2,50%	0,17%	0,24%
giu-06	2,94%	3,01%	2,75%	0,19%	0,26%
set-06	3,27%	3,31%	3,00%	0,27%	0,31%
dic-06	3,64%	3,72%	3,50%	0,14%	0,22%
mar-07	3,86%	3,93%	3,75%	0,11%	0,18%
giu-07	4,12%	4,18%	4,00%	0,12%	0,18%
set-07	4,74%	4,81%	4,25%	0,49%	0,56%
dic-07	4,79%	4,92%	4,00%	0,79%	0,92%
mar-08	4,42%	4,72%	4,00%	0,42%	0,72%
giu-08	4,49%	5,04%	4,25%	0,24%	0,79%
set-08	5,01%	5,06%	4,25%	0,76%	0,81%
dic-08	3,08%	3,12%	2,50%	0,58%	0,62%

Fonte: *Bloomberg e Banca d'Italia*

È il comportamento delle banche che non induce un allineamento dei

tassi *Euribor* alla riduzione drastica del tasso ufficiale di riferimento stabilito dalla B.C.E., rendendo poco efficace la politica monetaria espansiva messa in atto dalla B.C.E. Analizzando il differenziale tra il *tasso Refi* ed il *tasso Euribor* si nota come questo, da settembre 2007 a dicembre 2008, sia compreso tra 50 e 80 punti (0,5% e 0,8%) contrariamente a quanto avveniva fino al giugno 2007, quando lo scostamento era sempre collocato entro i trenta punti (0,3%) (cfr. Tabella B e Tabella C).

Tabella C: andamento dei tassi da dic. 2005 a dic. 2008



Fonte: Bloomberg e Banca d'Italia

Una tesi diffusa, a sostegno di quanto detto, asserisce che i banchieri non si fidino più tra loro e, pertanto quando la banca meno “liquida” richiede liquidità al sistema interbancario, quella più “liquida”, temendo che la prima possa essere soggetta a rischio di insolvenza o fallimento, si rende disponibili ad erogare la liquidità richiesta solo a seguito di un incremento dei tassi.

Tale tesi non sembra convincente perché da metà ottobre 2008 gli Stati Europei hanno assicurato garanzia di solvibilità a favore delle banche, il che riduce a zero il loro rischio di insolvenza. Ora, per effetto delle garanzie poste dai Governi a favore degli intermediari finanziari,

la liquidità “parcheggiata” dalle banche presso la B.C.E. avrebbe dovuto ridursi drasticamente e non aumentare. Invece nel mese di novembre ha raggiunto il massimo storico di 230 miliardi di euro, con un incremento di 229 miliardi di euro (nel mese di giugno 2007 evidenziava appena 1 miliardo di euro di depositi)¹³. Forse la spiegazione di tutto ciò risiede semplicemente nella possibilità, da parte delle grandi banche di generare ulteriori extraprofitti che vengono pagati, ancora una volta, dai loro clienti finali. Quanto spiegato evidenzia *il secondo livello della moderna frontiera della trappola della liquidità*.

Analizziamo quanto asserito in modo più dettagliato.

Da una attenta analisi si nota che la gran parte degli Istituti di credito sostiene un costo di approvvigionamento della liquidità presso la B.C.E. pari, alla data in cui scriviamo (marzo 2009), al 2,5%¹⁴. La predetta liquidità non viene però immessa nel sistema, ma, contrariamente ad ogni regola finanziaria, viene depositata presso la Banca Centrale di riferimento al tasso del 2%, sostenendo così un costo effettivo pari allo 0,50%.

In effetti, ciò che accade realmente è una riduzione forzata della liquidità nel sistema produttivo reale, voluta e controllata dai banchieri. Con questo comportamento le banche non permettono che la liquidità affluisca nel mercato interbancario e quindi nel sistema, e impediscono così, scientemente, la riduzione del tasso Euribor a cui sono collegati i prestiti erogati ai clienti finali (famiglie ed imprese).

Questa manovra si sostanzia in un congelamento della liquidità e del tasso Euribor e permette, di fatto, alle banche di recuperare sia la perdita apparente che questa operazione determina (pari allo 0,50% degli approvvigionamenti effettuati presso la BCE) che di produrre ulteriori extraprofitti per i delta sui tassi praticati a imprese e famiglie. Per rendersi conto di ciò basta analizzare lo stato patrimoniale della BCE¹⁵ che evidenzia, a fine ottobre, tra le passività derivanti dai depositi delle

¹³ Fonte: il Sole24Ore marzo 2009

¹⁴ Vedi www.bancaditalia.it

¹⁵ Bilancio pubblicato sul sito ufficiale all'indirizzo www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008annualaccounts.it

banche (raccolta diretta) un importo di 279 miliardi di euro (massimo storico mai raggiunto in precedenza), pari al 19,20% del PIL italiano.

Le nostre riflessioni rimarcano come la crisi finanziaria ed economica che stiamo attraversando stia generando nuove frontiere della *trappola della liquidità*. Come contrastare ciò? Con un controllo maggiore del regolatore sul comportamento delle grandi banche accompagnato da un meccanismo sanzionatorio duro. Maggiore concorrenza tra banche nel mercato e controllo del regolatore possono consentire all'impresa di riappropriarsi del suo ruolo di protagonista nel rapporto banca-impresa e al Governo di rientrare nel processo decisionale delle politiche fiscali, oggi delegato impropriamente al sistema finanziario.

UNA COMPARAZIONE TRA LE DUE CRISI: 1929 E 2008

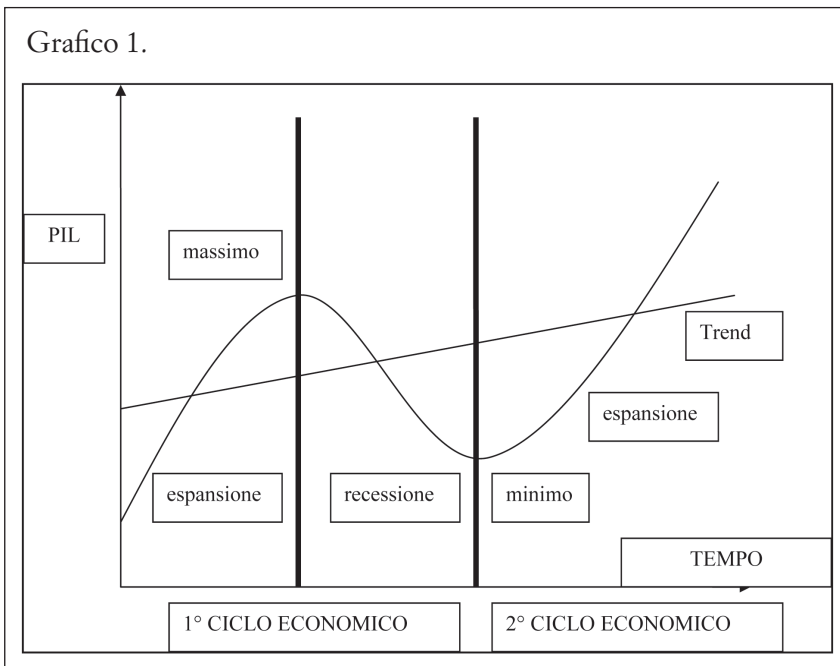
Le contraddizioni che legano le due crisi fanno sì che esse non siano del tutto paragonabili avendo avuto elementi in sostanza differenti anche se al loro interno si possono evidenziare elementi comuni che ne mettono in risalto non solo l'entità ma soprattutto la natura.

La crisi del 1929 fu prima industriale e solo dopo finanziaria. Il capitalismo piombò nella spirale della sovrapproduzione e l'offerta divenne molto più ampia della domanda. A ruota, i profitti crollarono, molte imprese fallirono e il crollo in borsa delle azioni fu una conseguenza di questo crac industriale. In quel periodo le grandi banche universali si trasformarono in vere e proprie capogruppo di vasti conglomerati industriali. La caduta della domanda e dei livelli di produzione aveva messo in grave difficoltà le grandi imprese legate alle banche. Il fallimento delle imprese avrebbe condotto all'insolvenza gli stessi istituti di credito i quali continuarono a sostenere finanziariamente le suddette aziende nella vana speranza che la crisi si rivelasse di breve durata. Nel 1931, anche a seguito del ritiro dei depositi da parte degli stranieri, le grandi banche si ritrovarono prive di liquidità e nell'impossibilità di continuare a erogare crediti. Al fine di evitare i disastri di Austria, Germania e di altri paesi dell'Europa centrale, le autorità monetarie del nostro paese somministrarono alle banche la liquidità necessaria ad evitarne il fallimento. Contestualmente, le banche furono indotte a cedere allo Stato le proprie partecipazioni nelle imprese industriali. Poiché non era possibile poi collocare tali partecipazioni sul mercato, nel gennaio del 1933, lo Stato italiano costituì l'Istituto per la ricostru-

zione industriale (l'IRI) che aveva la funzione di risanare le aziende precedentemente detenute dalle banche. La scelta tecnica era quella di ideare uno strumento di stampo privatistico temporaneo, slegato dalla burocrazia statale, che avrebbe poi dovuto ricollocare ai privati le partecipazioni. Successivamente, nel 1937, visto il perdurare della crisi economica e l'incapacità della borsa italiana di assorbire le partecipazioni, l'IRI venne dichiarato ente permanente.

La crisi attuale, scoppiata nell'agosto del 2007 e tuttora in corso, segue invece un percorso del tutto differente. È andata in crac prima la finanza, è crollato il castello di prodotti derivati agganciati ai mutui subprime statunitensi e ciò sta ora impattando sull'economia reale. La differente natura delle due crisi lascia ipotizzare che quella attuale possa avere tempi di rientro più rapidi rispetto a quella del '29 che si protrasse oltre la seconda metà degli anni '30.

Ciò premesso, va evidenziato che le crisi economiche hanno un'intensità che varia ed è paragonabile a quella dei terremoti i cui effetti possono essere attutiti o annullati nei casi in cui le precauzioni prese dall'uomo sono state sintomatiche oppure possono essere aggravati da comportamenti scriteriati. Nell'ottica di tale asserzione occorre chiarire le differenze tra i termini *recessione*, *depressione* e *crisi*, che spesso vengono utilizzati come sinonimi ma che hanno invece significati diversi. Essi trovano fondamento nel concetto base di Ciclo Economico che rappresenta la descrizione concettuale e grafica del susseguirsi d'espansioni e contrazioni dell'attività economica (cfr. Grafico 2). Nell'analisi della fase di contrazione è possibile identificare il momento della recessione che è definibile come il periodo di tempo in cui la crescita economica subisce un rallentamento. La recessione essenzialmente corrisponde ad una diminuzione del Prodotto Interno Lordo, rispetto l'anno precedente, superiore o uguale ad un punto percentuale mentre la crisi economica è una condizione che si registra quando il Prodotto Interno Lordo diminuisce di una percentuale inferiore ad una unità. Infine, una situazione prolungata di recessione, va definita "depressione" che si caratterizza per forti riduzioni di domanda, investimenti e salari, e con



incremento della disoccupazione. I principali indicatori che causano il variare del ciclo sono il PIL e l'occupazione.

Quando si raggiunge il “fondo” della “depressione”, il tempo necessario per la ripresa sarà condizionato da fattori di crescita di lungo periodo. Le depressioni riducono il potenziale di produzione di piena occupazione, poiché lo *stock* di capitale cresce meno rapidamente ed in alcuni casi declina. Dal grafico si evidenzia come le oscillazioni periodiche della attività economica giocano un ruolo importante nel determinare la tendenza di lungo periodo. Questo è, a sua volta, funzionale per la determinazione della natura, lunghezza e l'ampiezza delle predette oscillazioni. Le osservazioni di queste “oscillazioni”, in lassi temporali preordinati, vanno sotto il nome di “Studio dei Cicli economici” o “Studio delle fluttuazioni cicliche”.

La grande depressione del 1929 ebbe alla propria origine contraddizio-

ni simili a quelle che avevano portato alla crisi economica del 1873-1895.

Nel decennio precedente alla crisi del 1929 l'economia americana era cresciuta ininterrottamente e il reddito nazionale nel periodo che va dal 1923 al 1929 prosperò complessivamente del 23%. La crisi mise in luce l'esistenza di virtuosi difetti nelle istituzioni dell'epoca. Allora si contraevano prevalentemente prestiti ipotecari a breve termine, di 5 anni o meno, con la previsione di rinnovarli poco prima della scadenza. Con l'acuirsi della crisi, i mutuatari divenivano sempre più incapaci di rifinanziare i mutui ipotecari e perciò finivano per perdere la casa.

Il dramma del 1929 si andò consumando in pochi giorni. Dopo oltre tre mesi di continui, inammissibili e incredibili rialzi, in troppe persone si era radicata la convinzione che il mercato dovesse restare sempre "toro" ossia in continua crescita e l'effetto "orso", vale a dire la diminuzione del corso dei titoli, sembrava fosse scomparsa dal dizionario degli operatori finanziari.

La speculazione in borsa si ampliava a ritmi incredibili e i cittadini chiedevano prestiti alle banche per acquistare azioni. Irving Fisher, uno tra i maggiori economisti monetaristi americani dei primi del '900, cinque giorni prima del martedì nero scriveva «*La nazione è avviata verso un livello elevato e stabile di prosperità*».

Nulla di più errato, infatti, con la giornata del 23 ottobre partono i primi segnali negativi e iniziano gli ordini di smobilizzo.

Il giorno successivo, precisamente il giovedì 24 ottobre, la corsa a vendere diventa gigantesca e il Martedì del 29 ottobre del 1929 segna la giornata "nera" nella storia della borsa, giorno in cui furono scambiate oltre 16.5 milioni d'azioni, una cifra superiore a tre volte alla media ordinaria (quotidiana).

L'autunno del 1929 fu forse la prima occasione in cui gli uomini riuscirono su vasta scala a truffare se stessi. Per gli Stati Uniti le conseguenze del crollo finanziario si rivelavano catastrofiche sul piano sociale nonostante le riserve di materie prime, tecnologiche e dinamismo dell'intero paese. La grande depressione tuttavia non poteva escludere un coinvolgimento dell'Europa sia pure in termini marginali. Se gli Sta-

ti Uniti fanno uno starnuto il mondo prende il raffreddore. Quattro Paesi tra cui Germania, Gran Bretagna, l'Italia e l'Austria stavano attraversando in quel periodo un momento difficile e in tutti questi Paesi si assistette ad un significativo calo della produzione seguito dalla diminuzione dei prezzi, crollo in borsa, fallimenti e chiusura di industrie e banche e di conseguenza un rilevante aumento dei disoccupati (12 milioni in USA con un Tasso di disoccupazione del 25%), 6 milioni in Germania, 3 milioni in Gran Bretagna, 1.019 in Italia. Restano fuori il Giappone che aveva adottato all'epoca misure inflazionistiche e i paesi scandinavi. La borsa che perdeva il 132% a *Wall Street* corrispondeva al 14% a Berlino e al 16% a Londra mentre Vienna e Milano (salvo nel settore bancario praticamente scomparso dal listino le conseguenze apparivano limitate. Va precisato che la depressione ebbe effetti devastanti sia nei paesi industrializzati sia in quelli esportatori di materie prime. Diminuí il commercio internazionale, il reddito delle persone fisiche, il gettito fiscale e ciò provocò la caduta dei prezzi e dei profitti delle imprese. Non furono risparmiate neppure le aree agricole rurali e le zone minerarie e forestali che furono tra le più colpite a causa della diminuzione della domanda. Va ricordato che in Germania la crisi fornì la base di consensi per portare il nazismo al potere nel 1933.

Ci vollero circa ventidue anni per recuperare quello che si era perso in tre anni e gran parte del merito va dato a John Maynard Keynes, il più grande economista del novecento nato a Cambridge nel 1883 che teorizzò un nuovo modello di sviluppo.

In sostanza, Keynes aveva sostenuto che l'economia ha un difetto fondamentale: *«nell'inseguire la massimizzazione del profitto, essa tende a darsi incondizionatamente perdendo il proprio rapporto con il reale»*.

La tecnica è uno strumento prezioso, una straordinaria benedizione, ma si deve stare sempre attenti alla sua implicita pretesa di organizzare l'intera nostra esistenza. Nel caso del mercato, Keynes aveva bene in mente la radice del problema che egli chiamava "il feticcio della liquidità", e cioè la fatale preferenza del sistema finanziario (che è indispensabile per lo sviluppo) per il profitto di breve termine. Quando

tale tendenza riesce ad avere uno spazio troppo grande, le conseguenze possono essere devastanti, perché l'economia non serve più gli scopi sociali per i quali nasce. In questo caso, l'economia può addirittura diventare una macchina che distrugge la socialità.

Avendo in mente questo problema, Keynes progettò un'architettura complessa – sul piano nazionale e internazionale - che doveva servire per fare in modo che l'economia venisse protetta da questo rischio.

Gli accordi di Bretton Woods del 1944 e le regole della politica economica basata su tassazione e spesa pubblica – sul cui fondamento nacque il welfare state – furono esattamente questo: sulle sue basi, si rese possibile lo sviluppo solido dei primi decenni successivi alla seconda guerra mondiale. Ma è chiaro che, in questo modo, ciò che si faceva era *porre un limite alla crescita*: la crescita economica è un bene, un valore importante, ma non può essere perseguito a qualunque costo e in qualunque modo. Non si tratta semplicemente di pattuire delle regole. Le regole, infatti, definiscono il rapporto con il reale. Cioè con il valore sociale dell'economia. I sistemi politici nazionali, nel quadro di una cornice internazionali, erano i soggetti sulla cui autorità si fondava la possibilità stessa di sostenere tali limiti.

In questo senso, si può dire che il modello keynesiano assumeva che una crescita stabile necessita di uno sviluppo sociale complessivo e che la migliore garanzia per una crescita economica di medio-lungo termine è dato dallo sviluppo sociale. Ciò concretamente ha significato accettare un ritmo di crescita meno rapido ma più solido e solidale. Era lo Stato (quindi un insieme di regole precise ed a volte non scritte) ad incidere sull'attività economica reale prendendo misure monetarie o fiscali per variare la domanda aggregata.

Ora il problema non è tornare a quel modello – ormai largamente superato proprio dalla dinamica della globalizzazione. Nel quadro attuale, un tale ritorno si tradurrebbe immediatamente in pratiche di tipo protezionistico, con conseguenze incalcolabili. Le condizioni storiche oggi sono del tutto diverse da quelle del dopoguerra. Ma, detto questo, logicamente la questione è la stessa: il problema infatti, oggi come allo-

ra, è quello di ricreare delle condizioni istituzionali che fissino i limiti della crescita e chiariscano le sue fondamenta sociali.

È opportuno poi, analizzare anche il contributo fornito da John Kenneth Galbraith, nato nel 1908, uno fra i più celebri ed influenti economisti del suo tempo, definito dai tecnici del settore il “vecchio saggio”, che individuò almeno cinque punti di debolezza nell’economia americana responsabili della crisi del 1929:

- cattiva distribuzione del reddito;
- cattiva struttura, o cattiva gestione delle aziende industriali e finanziarie;
- cattiva struttura del sistema bancario;
- eccesso di prestiti a carattere speculativo;
- perseguimento di una politica orientata all’assenza di intervento statale e al pareggio del bilancio.

Potrebbe apparire incomprensibile non condividere i punti sopra richiamati o almeno alcuni di essi con riferimento alla crisi economica attuale anche se appare che l’elemento di debolezza più significativo sia legato all’esistenza di vistosi difetti nelle istituzioni finanziarie: governance e regolamentazione del mercato.

Come tutte le crisi finanziarie anche l’attuale non era prevedibile, essa si è manifestata in maniera improvvisa, come quella del 1929, ma non inattesa. Krugman, per certi versi, l’aveva annunciata.

Le borse negli ultimi tempi stavano attraversando un periodo di grande euforia e speculazione e la bolla immobiliare attuale è nata perché tutti, clamorosamente, compresi le autorità di politica economica e finanziaria, hanno trascurato i dati fondamentali del settore, nei confronti del quale hanno alimentato collettivamente un assurdo ottimismo.

Nel caso dei subprime, l’analisi elaborata da Robert Shiller¹⁶, sostiene

¹⁶ Cfr. *Finanza Shock come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea 2008

che parte degli operatori finanziari sono entrati nella bolla con l'intenzione "razionale" di uscirne prima di bruciarsi le dita: ma ciò non è accaduto, la maggior parte è restata prigioniera della bolla perché "irrazionalmente" convinta che non sarebbe mai scoppiata¹⁷.

Ormai quasi tutti conoscono la storia del mercato dei mutui ipotecari subprime, che hanno iniziato a manifestarsi negli Stati Uniti nel 2007 e si sono propagati in tutto il mondo e la bolla del mercato immobiliare, che è all'origine della crisi dei mutui subprime, ne è stata la causa scatenante.

La realtà europea impone però che tutte le misure di politica economica volte a contrastare la crisi devono necessariamente essere sviluppate nel rispetto dei vincoli previsti dal Trattato di Maastricht sia per quanto riguarda la politica monetaria¹⁸, che è decisa dalla Banca Centrale Europea, sia per quanto riguarda la politica fiscale che è strettamente influenzata dai criteri di convergenza di Maastricht attraverso i quali vengono limitate tutte le possibilità di intervento, di politica economica anticiclica, di ispirazione keynesiana¹⁹.

Per quanto concerne la parte economica l'aspetto più significativo del trattato dell'unione si riscontra nell'invito rivolto agli stati membri ad evitare disavanzi pubblici eccessivi. In particolare il trattato impone il rigoroso rispetto dei criteri di convergenza stabilite dal protocollo allegato al Trattato che fa riferimento all'Art.121 del Trattato stesso.

Tali criteri sono:

¹⁷ Prima del problema attuale l'ultima grande crisi del mercato della casa negli Stati Uniti si verificò negli anni 1925/1933 e comportò una discesa dei prezzi delle case di circa il 30%.

¹⁸ Il trattato di Maastricht fu firmato il 7 febbraio del 1992 e dal primo gennaio 2007 annovera 27 paesi membri indipendenti e democratici. Gli organi principali dell'Unione sono: il Consiglio dei ministri, la Commissione, la Corte di giustizia, il Parlamento, il Consiglio Europeo e la Banca Centrale Europea.

¹⁹ Sul limite del 3% Deficit/PIL è sorto un intenso dibattito. Governi e pubblica opinione di vari Paesi hanno visto in questo limite un vincolo inaccettabile alla sovranità nazionale. Sul limite del 3% imposto al deficit pubblico ricordiamo che la politica fiscale è efficace in regime di cambi fissi perché accompagnata dalla politica monetaria che contrasta l'aumento dei tassi d'interesse. Inoltre la perdita della sovranità monetaria e l'impegno a condurre una politica di bilancio sostanzialmente orientata al pareggio e la riduzione della possibilità di aggiustamento della bilancia dei pagamenti in presenza di cambi fissi creano maggiori difficoltà a perseguire obiettivi di sviluppo e di occupazione.

- **RAPPORTO DEFICIT/PIL** con il quale si richiede che il deficit pubblico, ossia il saldo negativo che si verifica quando le uscite superano le entrate, tenda al livello del 3% del prodotto interno lordo o deve aver superato il 3% solo in via eccezionale;
- **RAPPORTO DEBITO PUBBLICO/PIL**, con il quale si richiede che il debito pubblico, ossia il debito totale accumulato nel corso degli anni dallo Stato nei confronti dei suoi cittadini, tenda al 60% del prodotto interno; inoltre, ogni stato dovrà dimostrare che è in atto un rapido perentorio ed irreversibile risanamento dei conti pubblici con una costante e progressiva riduzione del debito verso la quota indicata, ossia del 60% del PIL.
- **VALORE DEL TASSO MEDIO DI INFLAZIONE**, misurato sui prezzi al consumo non deve superare 1.5 punti percentuali rispetto al tasso medio dei tre paesi che hanno conseguito i migliori risultati.
- **VALORE DEL TASSO DI INTERESSE A LUNGO TERMINE** non deve superare di oltre due punti percentuali quello dei tre stati che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.

La verifica del rispetto di tali criteri è affidato all'Istituto Monetario Europeo (IME). Bisogna sottolineare, tuttavia, che tali criteri sono valutati in maniera flessibile, tenendo conto sia della congiuntura economica sia del trend di medio periodo.

Nel caso Italiano l'elevato debito pubblico influisce significativamente, sotto l'aspetto operativo, sulla possibilità d'intervento dello Stato per arginare gli effetti negativi del crollo della domanda privata; imprimere alle famiglie maggiore serenità e fiducia sul loro futuro, permetterà una ripartenza della domanda per consumi.

Le misure di politica economica che possono essere adottate, al fine di arginare le difficoltà determinate dall'attuale congiuntura, possono

essere di varia natura. Data la complessità della problematica è necessaria un'analisi dei fenomeni molto approfondita e circoscritta tale da permettere l'adozione di misure efficaci. Ci perderemo in un mare di ipotesi se non ci rifacessimo almeno in parte ai principi essenziali e alle previsioni avanzate dai vari istituti.

In Italia agli inizi di dicembre dell'anno 2008 l'ISTAT, attraverso un comunicato ufficiale, ha dichiarato che il nostro Paese è entrato in recessione tecnica confermando la diminuzione del Prodotto Interno Lordo per il secondo trimestre consecutivo.

Le previsioni per l'anno in corso non sono rosee, infatti sia il Fondo Monetario Internazionale (FMI) sia l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) stimano una inesorabile crescita del tasso di disoccupazione che passerà dal 6,8% del 2008 all'8,8% nel 2009 e al 9,4% nel 2010.

L'andamento negativo del PIL non sarà indolore per i conti pubblici. Il deficit, secondo Bruxelles, si attesterà al 4,5% nel 2008 e al 4,8% nel 2009. Il debito salirà invece al 113% a fine 2009 e al 116,1% nel 2010; in calo l'inflazione che dovrebbe attestarsi al disotto dei 2 punti percentuali. Gli economisti di Bruxelles danno rilievo inoltre al sostanziale calo della produttività che dal 4,2% nel 2008 passa al 3,3% nel 2009 e allo 0,8 nel 2010²⁰.

In conclusione possiamo affermare che ogni crisi ha in se il germe del cambiamento, ora è giunto il momento di ridisegnare la sfera istituzionale delle attività finanziarie introducendo misure che stabilizzino l'economia, accrescano la ricchezza delle nazioni e preservino unicamente la parte più valida dell'innovazione finanziaria. In questo particolare momento l'ammalato non ha bisogno di riposo: ma di movimento. È necessario pertanto non stringere la cinghia ma rilanciare gli investimenti, la produzione e i consumi per ridare vigore all'economia. Sostenere dunque l'offerta e rilanciare la domanda intervenendo con

²⁰ L'Italia da circa 10 anni soffre di un crollo del tasso di sviluppo, della produttività e competitività ciò ha fatto sì che subisse meno la crisi anche perché eravamo messi già male.

politiche fiscali e monetarie coordinate e con sostegni adeguati verso il capitale umano presente in azienda.

Le grandi imprese hanno la necessità di ricapitalizzazioni difficilmente realizzabili attraverso interventi sul mercato, ma allo stesso tempo un ritorno al passato con una maggiore presenza dello Stato nell'economia ci riporterebbe a logiche monopolistiche che oltre a incidere negativamente su una futura crescita economica, penalizzerebbe oltre misura il tessuto produttivo, fiore all'occhiello del nostro paese, rappresentato dalle PMI, anch'esse affamate di risorse per lo sviluppo.

Una possibile soluzione potrebbe essere quella di combinare una serie di interventi: lo Stato potrebbe, attraverso appositi veicoli societari con un destino ben definito e preferibilmente quotati o a partecipazione mista, provvedere alle ricapitalizzazioni delle grandi imprese sottoscrivendo "azioni di sviluppo" prive del diritto di voto, ma con maggiori diritti di partecipazione agli utili, convertibili in azioni ordinarie in caso di mancato rispetto dei programmi industriali. Le banche potrebbero essere incentivate a concedere il credito alle imprese attraverso interventi fiscali finalizzati a ridurre il costo del rischio di insolvenza che potrebbero essere rappresentati dalla detassazione di una parte degli interessi attivi correlati a tassi di interesse inferiori ad un dato ammontare comunemente applicato dal sistema. Il tutto dovrebbe essere combinato all'istituzione di efficaci funzioni di controllo interne ed esterne, non necessariamente affidate al pubblico, che abbiano l'obiettivo di monitorare il rispetto delle finalità delle misure adottate. Se poi tali interventi fossero coordinati e condivisi a livello europeo si potrebbe perseguire l'obiettivo di una maggiore efficacia delle misure e dei sistemi di controllo adottati.

Ulteriore sostegno alla ripresa economica dipende poi anche dalla tutela e promozione sotto ogni profilo (politico, economico, giuridico, sociologico), del ruolo essenziale della persona/lavoratore, concepito quale vero e proprio patrimonio costitutivo di un tessuto produttivo. Soprattutto laddove, come in Italia, prevalga un sistema basato sulle piccole medie imprese, senza ingenti capitali multinazionali o risorse

naturali, la principale chiave di successo non può che essere rappresentata dal rapporto dinamico e virtuoso tra imprenditore illuminato e lavoratore con una professionalità accentuata.

Se viene meno questo rapporto, per esempio vessando la capacità di innovazione delle imprese ovvero non permettendo una gestione proattiva delle risorse umane, l'intera realtà aziendale diventa più fragile. Con conseguenze nefaste, non solo per la singola realtà produttiva, ma, a lungo andare, per l'intero sistema.

Le aziende, in altre parole, non possono pensare di arginare la attuale crisi economica, se non mettendo in primo piano quelle strategie gestionali in grado di valorizzare il contributo, la produttività, l'efficienza del capitale umano.

Questo vuole dire, al contempo, varie cose. Responsabilizzare il lavoratore all'interno del tessuto economico in cui opera, significa, infatti, perseguire strategie variegata e multiformi che ben dovrebbero essere sostenute dallo stesso legislatore.

Sul piano patologico, per esempio, dovrebbero essere contrastate tutte quelle situazioni che di fatto rappresentano autentiche rendite di posizione. Il riferimento naturale è costituito dall'abuso degli ammortizzatori sociali, sempre più concepiti come strumenti per accompagnare "alla morte" realtà aziendali irrecuperabili e non, come dovrebbero teoricamente essere, quali fattori per un rilancio delle imprese fruitrici.

Allo stesso modo, quando c'è aria di crisi, ritorna di moda la domanda sociale del posto fisso. In realtà, la stabilità occupazionale non è più compatibile con un mercato del lavoro che in re ipsa deve essere flessibile, ovvero in grado di adattarsi di continuo a esigenze mutevoli e che richiamano anche il singolo lavoratore all'adozione di una mentalità maggiormente positiva e responsabilizzante verso la collettività.

Ma non ci sono soltanto aspetti negativi da combattere. Momenti di impasse come quello che stiamo vivendo richiedono sforzi di fantasia e di coraggio al fine di salvaguardare le imprese sostenibili e più virtuose.

Va pertanto premiata la capacità delle aziende di valorizzare beni essenziali, primo fra tutti proprio il capitale umano. La formazione del

personale, l'adozione di forme contrattuali flessibili, l'utilizzo di strumenti che comprovano la ricerca di una sempre più diffusa produttività ed efficienza (il lavoro straordinario, le retribuzioni variabili, i bonus) ben dovrebbero richiamare il legislatore a precisi interventi premianti, prima di tutto a livello fiscale e di contenimento di costi indiretti.

La politica oggi ha realmente davanti questa sfida che, aldilà di ogni aspetto ideologico, richiede la capacità di rompere schemi fissi da decenni, di abbattere situazioni e compromessi che si sono drammaticamente consolidati. E, forse, la prima chiave di successo e di svolta per rilanciare il mondo del lavoro consiste proprio nell'assumere la centralità del capitale umano ponendolo alla base di precise scelte di governo.

La crisi attuale, quindi, non deve essere interpretata come il fallimento del libero mercato, ma riflette il fallimento di un mercato le cui regole sono state dettate dall'assenza di un rapporto equilibrato fra politica e affari. Un ritorno allo statalismo significherebbe dare alla capra il compito del giardiniere. Sicuramente in questa fase è essenziale l'intervento dei governi a sostegno dell'economia, il che non confliggerebbe con gli insegnamenti dei grandi pensatori liberali, ma sarebbe opportuno trarre insegnamento dai fallimenti del mercato per disegnare un ordinamento economico e commerciale che assicuri un sano libero mercato.

In conclusione, ma non per importanza, andrebbe infine affrontato l'attuale ed annoso problema della dipendenza di quasi tutte le economie mondiali dalle fluttuazioni del dollaro. Il mondo, ormai è chiaro, ha bisogno di un nuovo sistema monetario meno dipendente dall'economia Usa e dalla sua moneta di riferimento. Forse una nuova "valuta di riserva", globale ed alternativa al biglietto verde, permetterebbe un sistema economico-finanziario sicuramente più prevedibile e più diversificato, anche alla luce della forte presenza delle nuove economie emergenti quali la Cina e l'India che condizioneranno l'intero mercato globale nei prossimi dieci anni. La tessitura, quindi, delle nuove regole di vigilanza e di crescita economica dovrà essere condivisa ed accettata non più all'interno di organismi ristretti (G8) ma allargata a tutti gli attori e protagonisti (G20) dell'economia mondiale quali banche centrali,

governi e controllori dei mercati, siano essi europei che asiatici, al fine di determinare una risposta strutturale e regolamentare che miri a ricostruire un sistema finanziario più robusto e meno soggetto al rischio sistemico di una sola Nazione, gli U.S.A., che se pur importante non può, ora più che mai, condizionare l'intera economia globale.

PAROLE CHIAVE

Azione

Le azioni rappresentano quote del capitale sociale. I possessori diventano soci e partecipano ai risultati positivi o negativi dell'attività sociale. Il rimborso del capitale avviene soltanto in fase di liquidazione sempre che residui un attivo netto dopo il soddisfacimento dei creditori.

Obbligazione

Le obbligazioni sono titoli di debito. Chi ne è in possesso risulta creditore. Conferiscono una remunerazione periodica fissa (interessi) e da diritto al rimborso del capitale prestato alla scadenza.

Moneta

Somma totale della moneta cartacea, della moneta divisionaria e dei depositi bancari a vista esclusi quindi i depositi a risparmio (a termine), posseduti dal pubblico e non da istituti finanziari. Comprende l'insieme delle attività patrimoniali liquide non fruttifere, possedute da soggetti diversi dalle banche.

Inflazione

L'inflazione è l'aumento continuo del livello generale dei prezzi deter-

minato da un aumento abnorme della massa monetaria in circolazione. Il medio circolante aumenta oltre i limiti rappresentati dai bisogni degli scambi generando così un aumento persistente dei prezzi dei beni. Durante un conflitto bellico, ad esempio, i governi, non potendo fronteggiare le crescenti spese pubbliche con corrispondenti entrate fiscali, fanno emettere banconote dalle Banche centrali generando così un'esuberanza dei mezzi di pagamento rispetto ai beni disponibili (*inflazione finanziaria*). Oltre che dai conflitti bellici, l'inflazione può essere alimentata anche da un'eccessiva creazione del credito da parte del sistema bancario. E' il caso verificatosi negli Stati Uniti nel 1929 quando le banche sostennero la speculazione di borsa con le loro concessioni di credito (*inflazione creditizia*). In generale si può asserire che l'inflazione si crea ogni volta che coloro che percepiscono dei redditi monetari (salari, profitti, interessi, rendite) cercano, ciascuno, di aumentare la propria parte di reddito a scapito degli altri. Se gli altri avanzano pretese, questa gara competitiva spinge i redditi monetari al di sopra della produzione possibile, generando l'aumento dei prezzi. Si erode così il potere d'acquisto della moneta. Il potere d'acquisto è dato dalla quantità di beni e servizi che con una unità di moneta si possono acquistare. Più sono elevati i prezzi, minore sarà la quantità di beni che si possono comprare. L'inflazione viene misurata facendo una media aritmetica dei singoli prezzi.

Per calcolare l'inflazione l'Istituto centrale di statistica (ISTAT) utilizza principalmente tre indici:

- 1) indice dei prezzi all'ingrosso (rileva le transazioni commerciali fra imprese);
- 2) indice dei prezzi al consumo (rileva le transazioni intercorrenti fra le imprese e le famiglie);
- 3) indice del costo della vita (rileva i consumi di una famiglia tipo in base ad un paniere di beni che viene aggiornato periodicamente).

Se l'aumento dei prezzi non è particolarmente elevato (2-4%) si par-

lerà di *inflazione strisciante*. Mentre se il tasso annuo supera il 5% ci sarà un'*inflazione galoppante*. Nel caso in cui il tasso aumenti del 20% si parlerà di *iperinflazione*.

Deflazione

Abbiamo appena definito l'inflazione come l'aumento generalizzato dei prezzi, la deflazione è semplicemente il suo contrario: la riduzione del livello assoluto dei prezzi. La deflazione a sua volta può essere buona, quando la diminuzione dei prezzi è dovuta ad abbondanza di offerta: generoso raccolto agricolo o progressi tecnologici o salto di qualità nella concorrenza. Basti pensare alle riduzioni dei prezzi dei Pc o agli effetti della liberalizzazione delle telecomunicazioni. Oppure può essere cattiva, quando è dovuta a bassa domanda: basti pensare alla stagnazione attuale della nostra economia. La deflazione "cattiva" è una specie di anoressia dell'economia e complica la politica monetaria, perché per stimolare l'economia bisognerebbe spingere i tassi d'interesse sotto lo zero, cosa che non è possibile. Ma c'è anche chi beneficia della deflazione: per esempio, i pensionati o i pubblici dipendenti con un reddito fisso! Più deflazione c'è, più aumenta il potere d'acquisto del loro reddito.

Stagnazione

Situazione dell'economia capitalistica in cui la produzione o il reddito nazionale non crescono né diminuiscono per lunghi periodi. Secondo parecchi autori questo avrebbe dovuto essere l'esito dello sviluppo economico dei paesi capitalistici; in particolare l'economista inglese D. Ricardo (1772-1823) affermava che la causa sarebbe stata l'esaurimento delle risorse naturali. In una prospettiva diversa la tesi del ristagno fu riproposta dopo la crisi degli anni trenta del XX secolo, estendendo al lungo periodo alcune ipotesi di J.M. Keynes (1883-1946) relative al declino della convenienza a investire. Secondo A. Hansen (1887-1975),

per esempio, dopo la crisi del 1929 tre fattori limitavano le prospettive di investimento. Il primo era la riduzione della crescita demografica che aveva accompagnato lo sviluppo capitalistico fino a quella data; il secondo era l'esaurimento dell'espansione territoriale dei paesi industrializzati che aveva costituito un forte motore per l'espansione del XIX secolo; il terzo infine era rappresentato dal carattere risparmiatore di capitale della tecnologia che avrebbe contribuito a ridurre gli investimenti piuttosto che ad ampliarli. Nel corso degli anni settanta fu di nuovo prospettato da più parti un esito stagnazionista dello sviluppo economico capitalistico collegato all'esaurimento delle materie prime e soprattutto agli effetti negativi dello sviluppo sull'ecosistema globale.

Stagflazione

Il termine stagflazione nasce negli anni 70, dopo il primo shock petrolifero del 1973-74. Esso indica la contemporanea presenza di un'attività produttiva che non cresce (*stagnazione*) e di un persistente aumento dei prezzi (*inflazione*). Fino ad allora la coesistenza di questi due fenomeni era difficilmente spiegabile per gli economisti, che ritenevano la crescita dei prezzi una forma di male necessario per sostenere lo sviluppo dell'economia. Questa situazione è ben delineata nella cosiddetta "curva di Phillips", che mostrava una positiva relazione tra l'aumento dei salari e dei prezzi e il livello dell'occupazione e della produzione. I periodi di stagnazione dell'attività economica erano, infatti, tradizionalmente caratterizzati dalla caduta dei prezzi (*deflazione*), per il calo della domanda rispetto all'offerta. In seguito il fenomeno dell'inflazione è, per contro, diventato sempre più indipendente dal ciclo dell'economia, data la rilevanza assunta dai mercati oligopolistici dell'energia e delle materie prime, insieme ai settori dei servizi scarsamente concorrenziali.

Recessione

Col termine recessione si indica una flessione o depressione nell'attività economica. Negli Stati Uniti, come del resto in Europa, si parla di recessione quando il Prodotto Interno Lordo reale decresce per almeno due trimestri consecutivi. Sintomi della recessione possono essere l'aumento della disoccupazione, la diminuzione del tasso di crescita della produzione e dei Tassi d'interesse.

Crescita economica

a. Teoria della crescita esogena (il modello di Solow)

Questa teoria afferma che i paesi in via di sviluppo sono inevitabilmente destinati a recuperare terreno per il fatto che i capitali rendono di più e tendono dunque a dirigersi laddove sono più scarsi. Promotore di tale teoria è Robert Solow, che, intorno ai primi anni cinquanta, presenta quello che si rivelerà il modello dominante della teoria economica della crescita fino alla metà degli anni ottanta: il modello di crescita neo classico.

Analogamente ai classici, egli afferma che il progresso tecnico è guidato da forze esogene al sistema economico ma, una volta eliminata la divisione in classi degli individui componenti un'economia, assume che ognuno destini una parte costante del proprio reddito al risparmio e quindi all'accumulazione di capitale. Un importante risultato è che il tasso di crescita di un'economia è determinato dal progresso tecnico esogeno e il saggio di risparmio determina esclusivamente il livello di reddito, ma non il tasso di crescita; tale conclusione implica una convergenza nei tassi di crescita dei diversi paesi, in evidente contrasto con quanto è dato dall'evidenza empirica.

L'ipotesi, che Becchetti-Paganetto definiscono "affetta da ottimismo deterministico", che il capitale si diriga automaticamente in quei paesi in cui è scarso perché il suo rendimento è maggiore, non è dunque suffragata dai fatti. Il problema è che affinché il capitale sia profitte-

vole, sono necessarie una serie di condizioni di contorno fondamentali (qualità del sistema istituzionale, qualità delle risorse umane, coesione sociale, disponibilità di tecnologie), senza le quali il suo rendimento non è così elevato come ipotizzato dalla teoria neo-classica.

b. *Teoria della crescita endogena*

L'esogenità della crescita dei modelli tradizionali è una conclusione importante e che ha suscitato molte discussioni: si tratta infatti di un risultato assai forte: esso afferma in pratica che la dinamica di espansione non viene influenzata dalle decisioni degli individui, o meglio dalla specifica forma delle loro preferenze. Si tratta di una conclusione in fondo piuttosto controintuitiva, almeno in un'impostazione fondata sull'equilibrio generale, all'origine di crescenti insoddisfazioni e critiche, sia teoriche che empiriche. Dal punto di vista teorico, le scelte di allocazione tra consumo e risparmio dovrebbero giocare un ruolo più attivo nel sentiero dinamico finale dell'economia. Da un punto di vista empirico il modello dovrebbe spiegare anche le notevoli e persistenti disparità tra i tassi di crescita dei vari paesi. L'unica spiegazione offerta dalla teoria tradizionale si basa in sostanza sulla differente dinamica tecnologica che le varie economie sperimenterebbero. Tale spiegazione appare però largamente insoddisfacente per vari motivi. In primo luogo appare forse eccessivo ridurre la complessità di un fenomeno fondamentale come la crescita di lungo periodo ad unico fattore per di più interamente "esogeno" (nel senso specificato in precedenza). In secondo luogo, nel lungo periodo la tecnologia dovrebbe comunque diffondersi in maniera abbastanza capillare a livello internazionale; sempre con un orizzonte temporale sufficientemente lungo, il progresso tecnologico (perlomeno nel modo in cui è trattato nel modello esogeno) dovrebbe essere una sorta di bene liberamente disponibile per i vari sistemi economici nazionali.

La teoria si è mossa pertanto in tempi recenti verso una soluzione di questo problema, cercando di endogenizzare il tasso di crescita dell'economia; in tal modo si risolverebbero non

solo i problemi teorici della crescita esogena, ma si offrirebbe anche una spiegazione delle differenze internazionali nella crescita. Tecnologia endogena: uno degli approcci seguiti è stato quello di internalizzare il progresso tecnico, con elaborazioni teoriche che tenessero conto che la variabile tecnologica rappresenta non il frutto del caso ma piuttosto delle scelte degli individui delle imprese e delle politiche economiche. In questo nuovo tipo di approccio il progresso tecnico diventa dunque una variabile da determinare e spiegare a partire da altre variabili economiche. In tal modo la crescita diventa una grandezza endogena influenzabile con opportune scelte di politica economica e di promozione dell'innovazione tecnologica.

I pionieri di questa concezione possono essere considerati Nicholas Kaldor e Kenneth Arrow, i quali tentarono di spiegare in termini economici il progresso tecnico. Arrow sosteneva che quest'ultimo si genera essenzialmente nell'apprendimento che si ricava nell'atto stesso di produrre (*learning by doing*).

Limitando l'attenzione al solo aspetto della tecnologia gli studiosi si accorgevano però che troppa parte della realtà restava fuori dal modello e i modelli dunque soffrivano ancora di scarsa capacità descrittiva e previsiva rispetto a quanto accadeva nelle economie reali.

Speculatori monetari

Sono coloro che utilizzano parte delle proprie risorse finanziarie per effettuare pure speculazioni – **Moneta a fini speculativi** –, vale a dire quegli operatori privati che effettuano compravendite sul mercato finanziario al fine di lucrare guadagni dalle variazioni dei prezzi dei titoli. Gli speculatori cercano infatti di comprare quando ritengono che i prezzi dei titoli siano bassi e siano quindi destinati ad aumentare, e cercano invece di vendere quando ritengono che i prezzi siano alti e siano dunque destinati a cadere.

Gli speculatori cercano dunque di prevedere l'andamento futuro dei prezzi dei titoli, in modo da poter lucrare su di essi.

A seconda che prevedano rialzi o cadute dei prezzi, essi si dividono in rialzisti (detti anche “tori”) e ribassisti (detti “orsi”). Qui di seguito sono riportati due esempi di strategie speculative, rispettivamente dei rialzisti e dei ribassisti per chiarirti le idee:

CASO A: *I rialzisti scommettono su un aumento futuro di P_T*

- 1) Mi faccio prestare 100€ al tasso del 10% (quindi dovrò restituire 110€)
- 2) Compro 50 titoli al prezzo corrente $P_T=2€$
- 3) Attendo che il prezzo dei titoli aumenti
- 4) Rivendo i 50 titoli al nuovo prezzo $P_T=3€$
- 5) Dalla vendita ricavo 150€
- 6) Restituisco i 110€ dovuti al prestatore
- 7) Ed ottengo dunque $150-110=40€$ di guadagno speculativo netto

CASO B: *I ribassisti scommettono su una riduzione futura di P_T*

- 1) Mi faccio prestare 50 titoli al tasso del 10% (quindi dovrò restituire i titoli più il 10% del loro valore corrente)
- 2) Vendo i 50 titoli al prezzo corrente $P_T=3€$ ed ottengo quindi 150€
- 3) Attendo che il prezzo dei titoli diminuisca
- 4) Ricompro i 50 titoli al nuovo prezzo $P_T=2€$ spendendo quindi 100€ per l'acquisto
- 5) Restituisco i titoli al proprietario e pago anche un interesse di 15 (cioè il 10% dei 150€ che valevano all'inizio)
- 6) Alla fine mi restano $150-100-15=35€$ di guadagno speculativo netto

INDICE

LA CRISI FINANZIARIA AMERICANA	3
Premessa	3
Le Origini	3
L'Evoluzione	3
Il Fallimento del Sistema	3
CRISI FINANZIARIA E CRISI REALE	3
MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA CRISI AL RESTO DEL MONDO	3
Sintesi Analitica	3
ANALISI DEI MERCATI IMMOBILIARI: LA BOLLA SPECULATIVA	3
EFFETTI DELLA CRISI SUL MERCATO ITALIANO: NUOVA FRONTIERA DELLA TRAPPOLA DELLA LIQUIDITÀ	3
UNA COMPARAZIONE TRA LE DUE CRISI: 1929 E 2008	3
PAROLE CHIAVE	3

Finito di stampare nel mese di luglio 2009 a cura di Editrice Gaia srl