PIETRO MANZONETTO

DALLA BOLLA FINANZIARIA ALLA CRISI DELL'ECONOMIA REALE*

I

1. Il tema è suggestivo: perché e in che modo la crisi finanziaria (che ormai nessuno più dubita potersi definire lo scoppio di una bolla finanziaria) ha provocato una crisi dell'economia reale? Ma è proprio vera questa affermazione? Non è forse un po' troppo semplicistica?

I profili di analisi di questo tema sono indubbiamente variegati, e se ne è ben reso conto il nostro coordinatore che ci ha invitato a trattarne oggi, ciascuno per quanto di rispettiva competenza.

Il mio angolo visuale è quello più scomodo, perché è quello dei soggetti oggi spietatamente (ma forse anche meritatamente) messi sotto accusa: cioè gli intermediari finanziari (la parola banche non va di moda di questi tempi) e in particolare quello del loro comportamento nell'ottica dell'individuazione delle cause e delle caratteristiche della bolla finanziaria.

2. La domanda non è oziosa e ce ne rendiamo conto se osserviamo il cronologico succedersi delle tappe che hanno caratterizzato la crisi nei diversi aspetti in cui essa si è manifestata: prima dal punto di vista finanziario e poi da quello dell'economia reale.

Sono come gli atti di una tragedia.

I° atto: siamo nell'ormai lontano 2007 (oltre due anni fa). Si manifestano alcuni primi segnali che però vengono sottovalutati, nell'euforia generale di una crescita che sembra poter essere senza fine:

– Febbraio: la New Century (banca Californiana specializzata in *subprime*) lancia un *profit warnig*: nessuno se ne preoccupa;

– Giugno: l'8 giugno WS perde l'1,5% (e ancora nessuno ci fa caso) e da lì comincia la caduta delle Borse mondiali che (con qualche rimbalzo) fino ai minimi del marzo 2009 brucia 31mila miliardi di dollari;

– Agosto: l'8 agosto il mercato interbancario mondiale si paraliz-

* Comunicazione letta il 4 giugno 2009 nell'Odeo Olimpico.

za di colpo: assistiamo al più classico dei *credit crunch* che i libri di scuola descrivono, è l'evento imprevisto e imprevedibile: il «cigno nero» di Nicholas Taleb, da qui inizia il fenomeno noto con il termine *delevereging*, che potremmo tradurre con qualche licenza linguistica in «repulsione per il debito» (che fino ad allora aveva goduto della fama di «tutto ciò che è debito è bello»);

– Autunno: in GB salta Northern Rock (file agli sportelli tipo 1929 che in GB non si vedevano dall'800 e che noi abbiamo visto in un indimenticato James Stewart nel film «La vita è meravigliosa»), ma Ben Bernake, presidente Fed, dichiara che tutto è sotto controllo – i prezzi dei mercati azionari toccano i massimi dal 2000 – l'economia va a gonfie vele – i segnali di difficoltà finanziarie vengono interpretati come fenomeni circoscritti e magari anche salutari – i più avveduti cominciano a fare (sottovoce per non essere tacciati di disfattismo) le prime previsioni pessimistiche sull'andamento dell'economia.

II° atto: siamo nella primavera 2008, la crescita economica continua – il petrolio veleggia sui 150 $ al barile (con previsioni di 200 $) un po' per la speculazione, ma anche per effetto domanda – si inizia però a percepire che il problema non sono solo i *subprime* ad ispanici e afro-americani che vogliono comprarsi casa senza garanzie (cioè senza capacità di reddito, ma con la sola garanzia dell'attesa di una crescita di valore della casa) – ma si ipotizza una semplice «crisi ciclica», del tutto naturale e anzi salutare per l'economia, da risolvere con semplici misure di miglior controllo del sistema finanziario.

III° atto: arriviamo all'autunno del 2008 con i noti episodi delle istituzioni USA Fannie Mae e Freddi Mac, il crack Lehman, i salvataggi AIG, BofA, ABN Amro, il piano Paulson ecc.

Le previsioni degli analisti economici cominciano a farsi "nere": i termini di «stagnazione», «recessione», «deflazione» circolano ormai diffusamente anche sulle pagine dei giornali.

È la fase più drammatica che si protrae fino alla primavera del 2009 ed è tuttora in corso con il crollo dell'economia reale e delle Borse mondiali che toccano il fondo nel marzo scorso.

* * *

Le tragedie si svolgono di solito in quattro atti. Ma il quarto atto della nostra tragedia non è ancora stato scritto del tutto: vi sono valutazioni non convergenti da parte di Istituti di analisi economiche, studiosi, operatori.

Ma per rispondere alla domanda che ci siamo posti in apertura è sufficiente la sintetica analisi dei primi tre atti che abbiamo scorso.

Studiosi e operatori hanno elaborato molte tesi sulle cause e ca-

ratteristiche della crisi finanziaria, sui motivi che hanno condotto alla «bolla» e sui motivi che ne hanno determinato lo scoppio.

Ma tutte convergono su un punto: in sintesi, si tratta del fallimento dei più sofisticati mercati al mondo, cioè i moderni mercati finanziari e, in particolare, il fallimento della funzione istituzionale degli intermediari finanziari, cioè le banche.

In parole povere, la diagnosi è una sola ed è impietosa: le banche non hanno fatto il loro dovere.

Questo severo giudizio, giustamente rivolto ai sistemi bancari di matrice anglosassone, sfiora soltanto le banche italiane che sono state più vittime che protagoniste. Il Governatore ha recentemente affermato che le banche italiane sono al riparo dalla turbolenza dei mercati finanziari grazie ad un modello di intermediazione fondamentalmente sano e ad un quadro regolamentare e di vigilanza particolarmente prudente.

3. Il tema che ci occupa è quello di capire se e come il fallimento della funzione che compete agli intermediari bancari nei moderni sistemi economici abbia trascinato con sé l'economia reale.

Per capirlo dobbiamo partire da una semplice descrizione dello scenario della moderna economia di mercato (di cui mi perdonerete le inevitabili banalizzazioni a cui sono costretto dalla tirannia del tempo su cui vigila il nostro severo coordinatore).

Il modello virtuoso dei rapporti fra il sistema finanziario e l'economia reale prevede che il primo svolga la funzione di canale di trasferimento di risorse inattive (risparmio) dal settore famiglie al settore produttivo (investimento), assorbendo le asimmetrie di rischi/scadenze fra le parti.

In questo quadro, le banche hanno la funzione di attuare una corretta e sostenibile allocazione del rischio tipico dello scambio finanziario (controparte e scadenze).

In realtà il rischio è stato sottovalutato (colpevolmente o meno? non è questa la sede per rispondere alla domanda).

Le banche ne hanno assunto una dose eccessiva e non sostenibile.

Il fenomeno ha potuto continuare per troppo tempo, in assenza di meccanismi regolatori fino ad assumere dimensioni tragiche (da «bolla»).

Il fenomeno non è stato colto dagli osservatori, anche i più attenti, in quanto è stato "nascosto" dalle banche essenzialmente mediante il meccanismo della cartolarizzazione: l'enorme dimensione di credito (e quindi di rischio) non era allocato (e, quindi, visibile) nei bilanci delle banche, ma per la massima parte era incorporato in titoli di credito (i famigerati prodotti strutturati e derivati) collocati a pioggia presso istituzioni finanziarie e privati di tutto il mondo, nel-

la prospettiva di spalmare il rischio in maniera sostenibile (collettivizzazione del rischio).

In realtà le banche hanno barato, perché si è scoperto dopo che il trasferimento del credito (e del rischio) sugli strutturati non è avvenuto, è rimasto a carico delle banche stesse che se li sono ricomprati, in misura non sostenibile, fino a provocare il crollo del sistema.

4. Se mi passate la semplificazione del quadro sistemico della crisi finanziaria, mi consentirete anche di semplificare le cause che, senza dubbio, sono molteplici e sicuramente concorrenti:

– sovrastima da parte del sistema bancario della propria capacità di assorbire il rischio

– distorsione conflittuale degli incentivi comportamentali (*focus* sui risultati di breve periodo, bonus ai managers e conflitto di interessi delle agenzie di *rating*)

– errori di valutazione nei controlli

– effetti amplificativi di sistema (crisi *subprime* 1 trilione di $ - attività finanziarie del sistema bancario mondiale 80 trilioni di $) e di regolamentazione (prociclicità della leva finanziaria e dei principi contabili)

5. Fin qui, all'apparenza non si riscontra alcun punto di contatto con l'economia reale.

Manca allora un ultimo tassello all'analisi di cui ci stiamo occupando.

Nella eccessiva espansione della dose di rischio assunto dalle banche è stato utilizzato in misura abnorme un canale che rappresenta una deviazione dal modello virtuoso: il credito concesso al settore famiglie (consumo) anziché al settore imprese (produzione) in misura superiore alla capacità di reddito (rimborso) delle famiglie.

Ciò ha provocato una capacità di spesa eccessiva, conseguentemente una domanda di beni e servizi drogata, una economia reale drogata, di cui però hanno beneficiato tutti (non solo le banche), consumatori e produttori.

Il fenomeno ha avuto manifestazioni settoriali e soprattutto geografiche particolari (USA consumo – Cina risparmio).

Quando inevitabilmente la dose di rischio insostenibile è scoppiata, le banche hanno bloccato il processo di creazione artificiosa di capacità di spesa del settore famiglie (e quindi la domanda).

L'economia reale ha subito così un crollo verticale di domanda, prima di tutto nei settori dei beni di consumo non indispensabili (elettrodomestici, automobile, abbigliamento), con carattere anche di natura psicologica.

6. Quindi la genesi della crisi dell'economia reale è individuabile, per gli aspetti che sono riferibili alla bolla finanziaria, alla caduta della domanda di beni e servizi rispetto ai livelli precedenti che erano sostenuti artificiosamente su posizioni superiori alla capacità di reddito (e quindi di credito) dei consumatori dal credito facile dei sistemi finanziari.

In altri termini, le deviazioni comportamentali dell'intermediazione finanziaria rispetto al modello virtuoso di efficiente allocazione del risparmio presso l'economia reale, oltre agli effetti endemici di bolla finanziaria, hanno concorso a provocare una crescita artificiosa dell'economia reale attraverso un meccanismo perverso di creazione di domanda al di là della capacità di spesa.

Conclusione: Il sistema finanziario è "responsabile" del tracollo dell'economia reale nella stessa misura in cui è "responsabile" (o artefice?) della precedente espansione dell'economia reale di cui tutti hanno beneficiato senza fiatare.

Però bisogna anche ricordare che non tutto è addebitabile alla "finanza": GM ed il settore automobilistico in genere (specie in USA) è in crisi strutturale da molti anni e l'attuale crisi finanziaria ha solo accelerato un inevitabile processo di riposizionamento.

L'errore è stato di "drogare" la domanda e quindi di creare livelli produttivi insostenibili rispetto alla capacità di spesa coerente con il reddito del consumatore.

Crisi congiunturale o crisi di sistema? Lascio a chi mi segue la risposta che sta appassionando il dibattito politico-economico dei nostri giorni.