GILBERTO MURARO

DALLA BOLLA FINANZIARIA ALLA CRISI DELL'ECONOMIA REALE*

III

Origine ed evoluzione della crisi, 2008-2009

La crisi finanziaria scoppiata nel 2008, in realtà già avviata nella seconda metà del 2007, presenta aspetti peculiari che richiedono una spiegazione. Tre sono i quesiti da affrontare per fornire la diagnosi della crisi, prima di tentare, nel paragrafo conclusivo, di scrutare il futuro e fare la prognosi: 1. perché la crisi, originatasi nel mercato immobiliare statunitense, si è diffusa a livello mondiale; 2. perché la diffusione non ha comportato un'attenuazione dell'impatto; 3. perché la crisi finanziaria si è trasformata in crisi dell'economia reale[1].

1. Scoppio e diffusione della crisi

Un cenno preliminare alla formazione della bolla immobiliare negli Stati Uniti. Essa nasce dalla generale e persistente politica espansiva avviata dopo l'attacco alle Torri Gemelle del 2001 e caratterizzata da bassi tassi d'interesse che rendono il mutuo per l'acquisto più accessibile e più conveniente della locazione; e nasce inoltre da specifici provvedimenti tesi a diffondere la proprietà della casa, vista come fattore di stabilità sociale e integrazione degli immigrati. La corsa all'acquisto incrementa i prezzi degli immobili e spinge ad acquistarne altri a credito come investimento speculativo, mentre le banche allargano gli affidamenti anche agli acquirenti meno affidabili (mutui *subprime*) Quando i prezzi diventano chiaramente troppo alti rispetto alla capacità di reddito degli immobili, la catena di sant'Antonio si spezza e c'è la corsa alla rivendita che fa crollare i prezzi e rende in molti casi non più conveniente il pagamento del mutuo. La crisi sistemica travolge anche le barriere assicurative, dato che l'assicurazione funziona quando gli eventi negativi hanno l'incidenza prevista, non quando sono generalizzati. Le banche comincia-

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

[1] Poiché il quadro è rapidamente mutevole, si sottolinea che l'analisi fa riferimento a teorie e fatti noti al 4 giugno 2009.

no a fallire. Per evitare il panico che avrebbe portato ad una insostenibile corsa agli sportelli per ritirare i depositi, tutti i Paesi abbandonano le posizioni non interventiste e mettono in campo un'ampia batteria di azioni – dall'immissione di liquidità alla nazionalizzazione di alcune banche – che riescono ad evitare il collasso del sistema bancario, pur lasciando il mondo con una crisi finanziaria gravissima, destinata a contagiare anche l'economia reale.

Richiamati i fatti, iniziamo l'analisi. Anni fa, la storia appena raccontata avrebbe avuto inizio e fine sul medesimo territorio: varie banche che operavano sul mercato immobiliare sarebbero fallite perché avevano dato crediti con troppa leggerezza, e qualche altra banca più solida sarebbe subentrata. Esattamente quello che era successo negli anni '80, ai tempi del presidente Ronald Reagan, con la crisi di sovrapproduzione dell'agricoltura americana, quando tante banche locali che operavano nel *Midwest* fallirono. Naturalmente, una crisi lascia sempre un segno doloroso, ma limitato a quel comparto e a quell'area, senza diventare nulla di epocale. Come mai nel 2008 l'incendio si è invece propagato in tutto il mercato finanziario degli Stati Uniti e poi a livello mondiale?

La risposta sta in un termine astruso: cartolarizzazione. Nel vecchio scenario, nella maggioranza dei casi la banca A che aveva concesso un mutuo stava ad aspettare che a scadenza il debitore pagasse il suo debito. Invece, con lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari registrato nell'ultimo quindicennio, la banca A è in grado di ricostituire facilmente la propria liquidità mettendo insieme i suoi mutui, che sono di varia qualità, e trasferendoli dal proprio bilancio a quello di una società collaterale («società veicolo») che li rivende ad una banca B, che li compra finanziandosi con obbligazioni garantite da quei mutui immobiliari (in generale, *ABS-Asset Backed Securities* o, nella fattispecie, *MBS-Mortgage Backed Securities).*

A sua volta, la banca B non si tiene i mutui che ha comprato da banche di tipo A; li mescola, creando altri titoli che vengono comprati da un altro cerchio di banche (banche C) che emettono obbligazioni per acquistare questi titoli che hanno sempre una garanzia lontana nei mutui immobiliari. Ci si tutela ulteriormente con un'assicurazione sui crediti, che si ottiene facilmente perché la mescolanza di titoli di diversa qualità e ubicazione sembra ridurre la probabilità del rischio sistemico. Così nascono e si diffondono i contratti derivati (*CDS-Credit Default Swaps*), che impegnano l'emittente della polizza a rimborsare il detentore del titolo per le perdite eventualmente subite. Ciò attenua la tradizionale attenzione del creditore alla solvibilità del debitore, mentre i titoli garantiti ottengono valutazioni di affidabilità (*ratings*) elevate. In tempi di basso saggio d'interesse,

tali titoli danno un rendimento comunque interessante. E allora, perché non partecipare a questo mercato? Ne conseguono due fenomeni: primo, la diffusione del credito e del rischio connesso, per cui il mutuo dato in un paesino degli Stati Uniti entra a far parte del circuito finanziario internazionale; secondo, la crescente opacità del credito, perché, attraverso questi cocktail successivi, nessuno sa più esattamente quale sia il grado di rischio incorporato nei titoli che compra.

2. Diffusione senza attenuazione della crisi

La cartolarizzazione dovrebbe avere almeno un lato potenzialmente positivo, consistente nella diffusione e quindi attenuazione del rischio. Nel vecchio scenario la banca che aveva prestato con leggerezza e non riusciva a riscuotere il credito, falliva. Con i giri e rigiri della cartolarizzazione, il rischio si diffonde ma anche si dovrebbe smorzare, perché ogni giro si effettua con un nuovo mix dei titoli di debito e di credito preesistenti. È come un liquido tossico: bevuto concentrato, fa morire; diluito, fa star male molte più persone, ma nessuno muore. Se nell'attuale crisi la diffusione del contagio è avvenuta senza attenuazione della sua gravità, è perché alla cartolarizzazione si è aggiunto un ulteriore fenomeno, il più pernicioso: l'eccessiva leva finanziaria.

Per dare garanzia ai risparmiatori, in tutti i Paesi viene imposto alla banca un insieme di cautele, di cui la più nota consiste nel rispettare un livello massimo della leva finanziaria, ossia un certo rapporto massimo tra i crediti che la banca concede e il suo patrimonio. Nel mondo pre-crisi la leva finanziaria tendeva a restare nell'intervallo 10-15. Quando è scoppiata la crisi, ci si è accorti che per molte istituzioni finanziarie essa era spesso superiore a 30 e per alcune grandi banche generaliste (*Deutsche Bank, Barclays, Ing, Ubs*) era attorno a 50.

Come si spiega? La naturale propensione ad allargare il credito per guadagnare di più è stata esaltata, secondo un diffuso giudizio, dalla recente prassi di agganciare la remunerazione variabile dei manager ai risultati di breve periodo. Ma molto più importante è la questione delle norme, che erano state allentate. Qui emergono gli errori di teoria economica. Negli anni '90 si era diffusa l'idea dei mercati capaci di autoregolarsi. Questa teoria sostiene che il mercato è trasparente e genera spinte e controspinte razionali: se una banca aumenta il rischio cui è esposta, forse riesce ad aumentare il guadagno, ma di sicuro perde i depositanti più timorosi. Il mercato, insomma, consente a ciascuno di valutare correttamente rischi e rendimenti attesi di ogni strumento finanziario e di scegliere quindi con con-

sapevolezza il grado di rischio da assumere. E allora non conviene mettere regole, capaci solo di inceppare il buon funzionamento dei mercati. Questa diffusa cultura economica si è tradotta in vari Paesi in un allentamento delle regole e dei controlli. In particolare, è significativa l'abolizione negli Stati Uniti, decretata nel 1999 dal presidente Bill Clinton, di una legge (*Glass Steagall Act*) che nel 1933, quindi nell'ambito della politica contro la depressione, aveva introdotto la separazione tra le banche commerciali e quelle d'investimento, sottoponendo ambedue a regole severe e, in più, vietando alle prime di assumere i rischi finanziari tipicamente riservati alle seconde.

Grazie a tale abolizione, il sistema bancario americano acquisisce una più ampia libertà operativa a tutti i livelli. E sono proprio le banche d'affari statunitensi le protagoniste del fantastico sviluppo dei nuovi strumenti finanziari, che le banche commerciali di tutto il mondo sono liete di accogliere, anche perché, potendosi giovare spesso di circuiti fuori bilancio e quindi fuori controllo grazie alle menzionate società-veicolo, possono così ampliare il proprio volume di affari senza essere bloccate dalle norme sui *ratios* patrimoniali.

Quando alla fine il castello di carte crolla, si produce un'immediata caduta del valore dei titoli. Ciò aumenta automaticamente, fino agli incredibili livelli anzidetti, la leva che la banca presenta al mercato e alle autorità di controllo. La prima reazione sta nel cercare di ricapitalizzare le banche, ma dopo il fallimento della *Lehman Brothers* non ci sono più risparmiatori propensi a investire. Non resta che bloccare la crescita o addirittura diminuire l'erogazione di crediti all'economia; e questo è uno dei canali attraverso cui si genera la recessione, come si dirà tra poco.

A crollo avvenuto, è stata generale la incredulità sul non governo del mercato. La sincera reazione generale al fallimento della *Lehman Brothers* è stata quindi di stupore: come ha potuto tale banca accumulare tante perdite senza un intervento delle autorità monetarie o di borsa e continuando a godere di ottimi *ratings* fino a poco prima del crollo?

3. Dalla crisi finanziaria alla recessione

Rimane da spiegare come la patologia finanziaria si sia estesa all'economia reale: per dirla all'americana, come la crisi sia passata da Wall Street, sede della borsa, a Main Street, sede simbolica dell'attività delle imprese e delle famiglie. Due i fattori concomitanti: caduta dell'offerta di credito e caduta della domanda reale di beni e servizi.

Il primo si collega ai fenomeni già menzionati: caduta di affidabilità dei crediti bancari in essere; caduta del valore dell'attivo bancario;

diffidenza dei risparmiatori verso un sistema bancario che appare non sufficientemente regolato e trasparente; conseguente dirottamento dei risparmi verso il circuito pubblico o parapubblico; e quindi necessità per le banche, che cercano di rientrare nei parametri imposti dalle autorità monetarie, di diventare molto più selettive nei nuovi crediti e di rientrare sui vecchi. Si aggiunge, ad aggravamento oggettivo del mercato creditizio e a conferma delle paure dei risparmiatori, la palese diffidenza delle banche nei rapporti reciproci, che genera la crisi del mercato interbancario. Con la crisi del mercato finanziario, l'imprenditore non trova più credito per gli investimenti e a volte neppure per il capitale circolante, quando non venga addirittura strangolato dal rifiuto di rinnovare i crediti concessi o dalla richiesta di ridurre l'esposizione in essere.

Il secondo fattore della crisi dell'economia reale si collega alla riduzione dei consumi, che deriva anch'essa da due fenomeni prima illustrati: la caduta della ricchezza delle famiglie, che si trovano con case e azioni e obbligazioni svalutate, e quindi tendono a spendere meno; e il timore per un futuro diventato incerto, che spinge ad aumentare la quota di reddito destinato al risparmio. Si contrae quindi il mercato di sbocco dei beni e servizi prodotti dalle imprese, e queste sono perciò indotte sia a rinunciare agli investimenti previsti per la crescita sia a ridurre la produzione e a licenziare. Ovviamente, la perdita di reddito conseguente alla disoccupazione aggrava, ancora più della riduzione del valore della ricchezza delle famiglie, la contrazione dei consumi.

L'economia reale scivola dunque in quella situazione che, con le parole del maggiore economista del Novecento, l'inglese John Maynard Keynes, si definisce come «equilibrio di sottoccupazione». Né il mercato è capace di tornare automaticamente all'equilibrio di piena occupazione. L'imprenditore che ha "tirato i remi in barca" non vede ragione di aumentare la produzione e meno che mai di espandere la capacità produttiva con nuovi investimenti, perché non scorge prospettive favorevoli di vendite. Semmai il rischio è che la discesa continui, per l'effetto "domino" tra Paesi e imprese in crisi, e che quindi l'equilibrio di sottoccupazione si consolidi in un contesto di grande depressione come quello degli anni Trenta.

4. Prospettive

La depressione non è ancora avvenuta e ritengo che non avverrà. Le diffuse politiche antirecessive di stampo keynesiano adottate nei principali Paesi – politica monetaria permissiva con bassi saggi d'interesse e alta liquidità, sostegno ai consumi e agli investimenti con bilancio pubblico in deficit – cominciano a produrre effetti, anche se

non vistosi. Continuano a correre le economie di Cina e India. Non c'è il ritorno al protezionismo che nella Grande Depressione era stato uno dei principali fattori di aggravamento. Ciò non basta a rassicurare in via definitiva, come dimostra la persistente presenza di pessimisti, ma rende alta la probabilità di uscita dalla crisi, anche se si prospetta una percorso lento e accidentato, in cui sarà essenziale un maggiore coordinamento internazionale.

In questo quadro, un cenno finale all'Italia. Qui soccorre la recente analisi del Governatore Mario Draghi che appare del tutto convincente («Relazione della Banca d'Italia», 31 maggio 2009). Ad essa ci ispiriamo nell'indicare la ricetta per uscire dalla crisi:

a) Maggiore coraggio nella manovra anticongiunturale, introducendo ammortizzatori sociali universali e aumentando gli investimenti pubblici (ma quelli di immediata attuazione, prevalenti presso gli enti locali);

b) riforme di struttura: rafforzare la politica per le infrastrutture e per l'innovazione e la ricerca, accelerare l'iter del federalismo fiscale, rivedere la normativa sulle pensioni, diminuire l'estensione e il costo dell'apparato pubblico;

c) politica più coraggiosa delle banche nel sostenere le riconversioni e innovazioni in atto presso tante imprese (nel ricordo, evocato da Draghi, dei banchieri che ai tempi del «miracolo italiano» sostennero la ricostruzione e lo sviluppo individuando e finanziando gli imprenditori capaci quando erano ancora deboli di garanzie reali).

In particolare va sottolineato, perché controverso, l'invito a fare subito le riforme di struttura. Questa è la lezione che si apprende dagli eventi del 1992-93 (Governi Amato e Ciampi), quando la crisi era sì limitata all'Italia, ma era per noi altrettanto grave di quella attuale. Da essa si uscì con una feroce stretta ai conti pubblici, una manovra in due tempi pari in valuta attuale a 67 miliardi di euro, ma anche impostando quattro grandi riforme di struttura che cambiarono in meglio la sanità, la previdenza, la finanza locale e il pubblico impiego. L'auspicio finale è che il positivo precedente faccia scuola anche in questa crisi.