

Giancarlo Pallavicini

Economista, Accademico delle Scienze della Federazione Russa

*“Crisi finanziaria ed economia reale: le previsioni mancate e le prospettive.”*

*Premessa. L'ampiezza dell'argomento “crisi” esclude che possa essere compiutamente trattato in un unico incontro. Si tratta peraltro di argomento al centro dell'interesse di tutti, ma costellato da interrogativi ed in continuo, direi quotidiano, sviluppo nei suoi risvolti e nelle sue prospettive. In questo primo incontro si rende pertanto opportuno limitarci ad una rapida sintesi delle condizioni e delle cause che hanno originato l'infausta situazione, per delinearne la portata e le previsioni attualmente possibili. Nel successivo incontro del 24 gennaio p.v. potranno essere svolte alcune considerazioni sulle prevedibili conseguenze che l'attuale crisi eserciterà sull'assetto dell'economia mondiale e sulle forme del capitalismo.*

E' stato scoperchiato il vaso di Pandora? Mi chiedo e chiedo a voi se al di là dell'Atlantico, ad opera di pochi, possa essersi ripetuto nell'età contemporanea l'infausto gesto dell'apertura del vaso che Zeus regalò all'incauta Pandora. Ci chiediamo quindi come un gruppo di persone, sospinto da smodato tornaconto e favorito dall'euforia indotta da un errato modo di intendere le libertà professionali e da un certo lassismo degli organi di vigilanza, forse anche politicamente indotto per motivazioni connesse alle ingenti spese per le guerre (525 miliardi di USD per l'Iraq e 140 per l'Afghanistan) e ad una distribuzione della ricchezza a prevalente vantaggio di alcune categorie, abbia potuto innescare una dirompente crisi finanziaria in danno del Paese d'origine, cioè degli Stati Uniti, nonché dell'economia del mondo intero, per gli inevitabili effetti esaltati dalla globalizzazione.

Ma sarebbe errato attribuire soltanto ai più diretti artefici dell'attuale disastro una responsabilità che ha radici più lontane. Anzitutto occorre far richiamo all'assunto di alcuni economisti che già qualche decennio addietro hanno formulato teorie di suddivisione e distribuzione particellare del rischio finanziario come metodo per annullarlo, da cui hanno tratto ulteriore motivazione e forza le note “cartolarizzazioni”. Il padre di questo assunto, di per sé non errato, ma da assumere con discernimento e senza i particolari eccessi susseguitisi, è l'economista statunitense Robert C. Merton dell' Harvard Business School, nel cui ambiente accademico si diceva “In effetti, usando la formula di Merton, diventa possibile costruire un portafoglio virtualmente privo di rischi”. E sulle conseguenti formule matematiche si sono acriticamente applicati gli addetti ai lavori, soprattutto quelli degli “hedge found” ma non solo, impegnati nelle labirintiche applicazioni permesse dalla cosiddetta ingegneria finanziaria. Per effetto della globalizzazione, che ha ampliato l'habitat di ogni iniziativa economico-finanziaria, accrescendone le potenzialità, una marea di titoli tossici si è riversato su tutti i mercati finanziari e l'effetto perverso di un simile modo di operare ha coinvolto tutti e tutto.

Riguardo alla globalizzazione che ha esteso la platea della cartolarizzazione dei subprime, mi viene spontaneo qui ricordare che essa è cosa diversa dall'internazionalizzazione, ancorché diffusa, delle attività di produzione e di scambio, alla quale alcune scuole del pensiero economico tendono ad assimilarla, parlando di seconda o terza globalizzazione. A mio parere si tratta di ben altra cosa in quanto può essere definita come, "uno straordinario intensificarsi delle più varie relazioni tra le diverse aree del mondo, anche le più lontane, con modalità e tempi tali da far sì che ciò che avviene in un'area si ripercuota su tutte le altre, anche in tempo reale, con effetti che i tradizionali modelli di valutazione dell'economia e della società non sono più in grado di valutare correntemente". Questa mia formulazione è stata presentata in convegni di studio negli anni '90 e nel 2000 alla Città del Vaticano, a La Habana, a Jacarta, a Mosca e San Pietroburgo ed a Milano, nei quali ho anche esposto il "Metodo della scomposizione dei parametri" per il calcolo dei risultati non direttamente economici dell'attività d'impresa, connessi con le istanze etiche, sociali, morali e culturali dell'ambito aziendale, il cui scarso assecondamento ha favorito i comportamenti che hanno condotto all'attuale crisi. (\*).

Ed è proprio per effetto della globalizzazione, come dianzi definita, che le difficoltà. Dapprima finanziarie e di seguito dell'economia reale, di cui soffrono da qualche tempo gli Stati Uniti, si ripercuotono con immediatezza e rinnovato vigore negli altri Paesi. Basti pensare che negli USA la produzione di beni durevoli, con la sola eccezione di parte dell'industria automobilistica, è stata pressoché totalmente dislocata in altre aree, soprattutto asiatiche, per cui una caduta della domanda di tali beni negli USA provoca un immediato rallentamento produttivo in numerose altri Paesi. Su di essi l'attuale crisi finanziaria statunitense peserà in maniera più diretta, unitamente al calo generalizzato della domanda dei mercati e, quindi, delle esportazioni, di cui soffrirà il mondo intero. La portata di tale crisi è difficilmente valutabile e può anche paventarsi un suo ulteriore pesante aggravio. Questa ipotesi consegue al fatto che sino allo scoppio della crisi da parte delle istituzioni di vigilanza degli States non veniva fatto cenno alcuno all'esistenza di situazioni di anormale pericolo. Infatti, negli USA, al livello istituzionale, degli organismi di vigilanza e dei circuiti finanziari, ha sempre prevalso una netta propensione a minimizzare la probabilità di rischio, anche al di là di ogni ragionevole opportunità. Ed è opinione diffusa che già cinque anni fa Bush fosse avvisato del rischio insito nei mutui subprime, ma non vi avrebbe dato peso. E la stessa minimizzazione del rischio la troviamo nelle comunicazioni rese durante la crisi. Per averne conferma basta riandare alle interviste rese il 7 maggio 2008 dal ministro del Tesoro Henry Paulson secondo le quali la crisi era ormai alle spalle. Testualmente "il peggio è passato" credo oggi la situazione "sia migliore, molto migliore che a marzo" o ancora "Penso che più avanti nell'anno ci sarà una ripresa". Sempre negli USA un candidato alla presidenza ha dichiarato nell'ottobre scorso che l'economia statunitense andava bene.

In realtà erano non pochi gli economisti, soprattutto europei, che si domandavano cosa stesse succedendo negli Stati Uniti, anche per la contraddittorietà di alcune misure della Federal Reserve. Si consideri che già il

17 Ottobre 2006, il megafinanziere George Soros denunciava i rischi di crisi in un'intervista dal titolo "Hedge fuori controllo/Rischi sistemici in aumento, le autorità vigilino". In pari data il Financial Times ha pubblicato ben quattro articoli di corrispondenti da New York sull'argomento in due dei quali, come intervista si segnalava la pericolosità degli hedge fund e nei titoli si segnalava, da fonti anonime dei consiglieri economici di George Bush, che "Gli USA pensano a nuove regole per gli hedge fund" e "I politici considerano nuovi regolamenti per evitare la crisi finanziaria" Più modestamente anch'io il 2 gennaio 2008, in una breve nota al Corriere della Sera, indicavo le ragioni di una prevedibile maggior gravosità della crisi finanziaria, ben al di là degli annunci ufficiali d'Oltreoceano, nel commentare le iniziali misure anti crisi adottate dall'Amministrazione statunitense e nel richiamare la rischiosità insita nell'enorme indebitamento al consumo e nel possibile intervento dei fondi sovrani di alcuni Paesi. Le stesse mie informazioni erano certamente nella disponibilità di tutti ed il mancato allarme non poteva che dipendere da scelte politiche.

Ma tornando all'origine dell'attuale crisi, cioè ai fattori che hanno favorito l'abnorme comparsa e la diffusione dei titoli connessi ai mutui "sub prime", occorre rilevare come questi mutui venissero facilmente accesi talvolta per somme esorbitanti ed anche in assenza dei normali requisiti di un'oculata concessione. Si sono quindi originate molte posizioni in cui, anche per effetto della diminuzione dei prezzi, il residuo mutuo superava il valore dell'immobile dato in garanzia. Tutto questo accadeva per suscitare premianti volumi di attività in termini di "stock-option" o "benefit" a vantaggio del management, così come poi avveniva anche per il successivo collocamento della loro cartolarizzazione e per la formazioni dei vari "pacchetti" distribuiti agli investitori dell'intero globo. In questa corsa all'acquisizione di vantaggi individuali, anche in danno degli istituti e degli organismi di appartenenza, spiccano le remunerazioni di cui ha beneficiato il Presidente del colosso assicurativo AIG nel corso del suo mandato, visto che si è poi giunti rischio di fallimento, od i 2 miliardi di dollari sborsati per l'acquisto della filiale londinese della Lehman Brothers, che sono stati assegnati al management responsabile della filiale. Sono cose ormai risapute e apparse anche sulla stampa d'informazione, riguardanti particolari posizioni personali di alcuni protagonisti della crisi finanziaria. Quello che forse non è a tutti noto, riguardo alle responsabilità istituzionali o del sistema di vigilanza degli USA, è che i gemelli Fannie Mae e Freddie Mac, poi salvati dall'Amministrazione statunitense, hanno accordato garanzie per ben 5.000 miliardi di mutui, avendo un patrimonio complessivo di 80 miliardi. Questo ed altri aspetti denotano un forte scadimento dei principi cui dovrebbero informarsi un'oculata gestione delle istituzioni finanziarie e, ancor più, una corretta azione delle strutture di vigilanza e controllo. Di fatto nelle istituzioni bancarie e finanziarie è andata sempre più sfumando l'originaria vocazione ad operare come circuiti finanziari, per il tramite dei quali le risorse suscettibili di investimento affluiscono ai settori produttivi di beni e servizi che ne abbisognano. Si è invece affermata l'applicazione delle vie traverse suggerite dalla cosiddetta finanza creativa e dall'ingegneria finanziaria, in una circolazione fine a se stessa, il cui vortice ha prodotto ricchezza a pochi addetti

e perdita di risorse ai più e povertà aggiuntiva a molti. Questa anomalia ha raggiunto livelli tali da far sì che tra le stesse istituzioni bancarie e finanziarie venisse meno la reciproca fiducia, con conseguente arresto del mercato interbancario e di altre attività fiduciarie. Si è detto al riguardo che vi era una "crisi di fiducia" tra le banche, ma in realtà la crisi è derivata essenzialmente dall'"eccesso di fiducia" e dalla scarsa avvedutezza che in molti casi ha caratterizzato la precedente attività finanziaria.

Se queste sono le motivazioni della crisi, per chiederci e parlare di prospettive occorre a mio giudizio immaginare due scenari. Un primo scenario, in cui la gravità della crisi finanziaria, potrà incidere in misura più o meno vasta sull'economia reale in funzione dell'effettivo carico di titoli spazzatura esistente nei portafogli delle banche e delle altre istituzioni finanziarie, che solo in parte è già venuta in luce. Ad essa comunque pone in gran parte riparo l'intervento opportunamente predisposto in tutti i Paesi occidentali, a tutela delle banche ed a salvaguardia dei risparmi, nonché la capacità dei singoli governi di sostenere la domanda di consumo e l'investimento in infrastrutture. Una previsione, formulabile sulla base delle informazioni di cui oggi si dispone, indurrebbe a ritenere molto probabile che la crisi dell'economia reale duri anche nel 2010, e che solo dopo di tale periodo possa prendere avvio un graduale ricupero di intensità variabile da Paese a Paese. Al termine di questa crisi dovremo constatare un pesante indebolimento della posizione dei Paesi occidentali, USA compresi, che perderanno gran parte del ruolo di riferimento e modello dell'intera economia mondiale, anche perché la crisi assorbirà tutte le risorse che nel programma di Barak Obama avrebbero dovuto rilanciare nella sfida alla Cina ed agli altri protagonisti dell'economia mondiale.

Un secondo scenario, decisamente meno favorevole, paventa che una contrazione delle entrate del ceto medio statunitense, soprattutto per la riduzione dei posti di lavoro dovuto all'attuale crisi, possa rendere aleatorio il rimborso di una parte consistente dell'indebitamento al consumo. Tale indebitamento, che nel 50% delle famiglie statunitensi alla fine del terzo trimestre 2007 era attorno all' 83% della ricchezza disponibile in immobili e titoli sembra aver raggiunto ora il 131%, anche per l'effetto combinato dell'accentuata diminuzione dei prezzi di case e azioni, nonché dell'ulteriore presumibile ricorso al credito da parte delle famiglie, spinte a consumare, ma le cui entrate negli ultimi anni non hanno registrato aumenti di rilievo. Anzi, se si considera l'intera fase di accentuato sviluppo dell'economia USA dagli anni '90 si trova che la fascia più ricca della popolazione ha visto accrescere notevolmente le proprie entrate, mentre quella media non ha avuto vantaggi consistenti ed il 20% meno ricco ha visto addirittura ridurre le proprie disponibilità. Ma tutti sono stati spinti a consumare e ad acquistare abitazioni con ricorso al credito facile, perché attenuava gli scompensi nella suddivisione del reddito e manteneva alta la congiuntura economica. Taluni commentatori ritengono che a questo orientamento, cui si è ampiamente ispirata la Federal Reserve, non fossero estranee anche l'esigenza di facilitare l'impatto con le spese straordinarie delle guerre in Pakistan ed Iraq e, in prosieguo, l'imminenza delle elezioni presidenziali.

Tenendo conto dell'avvenuta cartolarizzazione del credito, appare di tutta evidenza che, nel caso gli effetti sull'economia reale della crisi dei subprime incidesse in misura notevole sulla capacità di rimborso del sistema delle famiglie statunitensi, potrebbe innescarsi un'altra crisi con tutte le conseguenze che è facile immaginare. In simile ipotesi incontrerebbe difficoltà anche il credito al consumo degli altri Paesi, soprattutto europei, che tuttavia vede l'Italia in posizione meno sfavorita per la contenuta esposizione del sistema famiglie, dovuto alla scarsa propensione agli acquisti con pagamento differito. Per cogliere l'esistenza del rischio di cui parliamo si consideri che un'eventuale bancarotta dell'industria automobilistica statunitense produrrebbe la perdita di 2,5 milioni di posti di lavoro, con ciò creando le premesse per far saltare il credito al consumo, ed il fatto che nel programma d'azione previsto da Barack Obama è già apparso un intervento per 200 miliardi di dollari destinati all'acquisto di titoli spazzatura originati sul credito al consumo. Ma molto di più andrà fatto se non si riuscirà ad evitare quest' altra bolla. Peraltro, gli interventi già svolti dalla Federal Reserve appaiono di portata ben più ampia di quanto comunemente noto. Un confronto tra le situazioni contabili all'inizio della crisi ed un anno dopo mostrano che, a fronte di una stazionarietà del patrimonio, gli attivi, cioè i crediti per interventi, sono aumentati di oltre 2000 miliardi di dollari. Ad ulteriore valutazione della gravità della crisi si consideri che il patrimonio all'inizio 2008 delle istituzioni statunitensi fallite o salvate dal fallimento alla data del 19 novembre u.s. corrisponde a 4,7 trilioni di dollari, cioè ad un valore pari a circa due volte e mezzo l'intero PIL dell' Italia. Vi si sono poi aggiunti altri fallimenti e salvataggi, tra cui quello di Citigroup per 300 miliardi di garanzie statali ed i successivi in favore del settore auto. Alcune valutazioni indicano per il solo settore auto la necessità di interventi compresi tra 110 ed i 160 miliardi di dollari. Intanto il debito pubblico statunitense va espandendosi in misura decisamente inusitata.

Mentre tutti ci auguriamo che l'ipotesi del secondo scenario non abbia a verificarsi, anche grazie alle politiche di sostegno adottate dall'Amministrazione USA, dall'Unione Europea e dai singoli Governi, sono ancora molte le misure che ai diversi livelli dovranno essere ulteriormente individuate ed adottate per contenere gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale. Già nel recente passato l'impegno comune dei singoli Governi europei a garantire le istituzioni bancarie dal fallimento ed a tutelare i risparmi ha prodotto risultati di tutto riguardo in un momento drammatico in cui è stata rasentata la chiusura del mercato borsistico, quello di Londra *in primis*, e sfiorato l'assalto agli sportelli bancari per il ritiro dei risparmi. Soltanto la borsa di Mosca è stata chiusa per alcune sedute e pochissimi sono stati i ritiri dei depositi bancari. Ma, ripeto, molto rimane ancora da fare. Certamente va nella giusta direzione la recente decisione dell'Unione europea di assegnare l'1,5% del PIL di ciascun Paese ad interventi anti crisi, dei quali lo 0,30%, a carico del bilancio comunitario. Per l'Italia, l'utilizzo di tale deroga comporta il rischio di un aggravio dello *spread* che già penalizza gli interessi sul nostro debito rispetto a quello di altri Paesi comunitari di un buon 1% nella media, che sale a 1,4 rispetto ai Bund tedeschi e questa preoccupazione traspare dalle dichiarazioni dei responsabili

governativi, anche in vista delle importanti scadenze nel 2009 di un debito, che è il maggiore in Europa ed il terzo nel mondo. Ma nonostante ciò, da più parti si auspica il ricorso a tale opportunità, perché nel nostro rigido bilancio il costo dell'elevato indebitamento già residua scarsi margini di intervento a sostegno dell'economia ed a superamento della crisi, rispetto ai maggiori margini di manovra di cui dispongono gli altri Paesi comunitari. Infatti si stima che solo il 3% del bilancio sia disponibile per lo sviluppo dei consumi e a sostegno della produzione. Ed è da tener conto che, raggiunta che sia la fase finale della crisi, il futuro dell'economia del Paese dipenderà dal grado in cui avremo migliorato la nostra competitività concorrenziale all'interno e sui mercati esteri, almeno alla pari con gli altri Paesi, attraverso un virtuoso utilizzo degli interventi per sostenere la domanda, promuovere l'innovazione e lo sviluppo tecnologico delle imprese, migliorare le infrastrutture e introdurre le riforme nel sistema Paese, più che mai improcrastinabili. Il tutto nella consapevolezza che proprio nelle modalità di intervento per combattere la crisi possono realizzarsi cambiamenti idonei a garantire future possibilità di vita e di successo al sistema delle imprese, migliorandone le condizioni operative, ad oggi penalizzate dalle esorbitanti norme, dagli enormi sprechi dell'Amministrazione pubblica e da una farraginosa e pesante tassazione, soprattutto se rapportata all'inconsistenza dei ritorni offerti dal sistema Paese all'interno e sui mercati esteri. A tali fini occorre adottare criteri selettivi degli interventi, valutandone il rapporto costi/benefici per l'economia del Paese sia durante la crisi sia nella successiva fase di ricupero. Una simile procedura potrebbe rivelare l'opportunità di analizzare criticamente e, forse, soprassedere all'intrapresa di alcune grandi opere, come il ponte di Messina, di cui si parla, certamente apprezzabili in sé, ma meno urgenti nell'attuale congiuntura, per privilegiare altri interventi strutturali e sostegni per l'innovazione e per la ristrutturazione delle imprese, soprattutto di media e piccola dimensione, accompagnandole nel competere sui mercati, perché immediatamente e nel tempo il risultato sarebbe di gran lunga più produttivo per la nostra economia.

Ecco allora che nello scenario della crisi, certamente denso di ombre che suscitano anche paura, può intravedersi qualche lembo d'azzurro in un percorso virtuoso nel quale le attività economiche e finanziarie onorino il paradigma libertà/responsabilità che è proprio della globalizzazione, come dianzi da me definita, e vengano promosse ulteriori iniziative a sostegno del mercato e delle attività economiche di produzione e di scambio, anche con contributi, garanzie e semplificazioni, pur nel rispetto della normativa comunitaria, e vengano sostenute le classi più svantaggiate della popolazione, con ciò ricuperando quella speranza, che la mitologia ci indica come l'ultimo residuo di quel vaso di Pandora, provocatoriamente evocato all'inizio di questa conversazione.

(\*) Argomenti ripresi anche nelle rispettive voci di Wikipedia e Treccani per chi ne fosse interessato