

2

RECESSIONE ANNUNCIATA, CROLLO DELLA FIDUCIA, RIMEDI E NUOVI EQUILIBRI

2.1 Le origini della crisi globale

L'origine della crisi globale non è unica e la sua evoluzione ha una data simbolo. Il 14 settembre 2008, giorno del fallimento di *Lehman Brothers*. Questa bancarotta ha segnato un salto di qualità nelle difficoltà dei mercati finanziari e nel contagio dell'economia reale. Fino ad allora la crisi finanziaria era stata gestita, sebbene tutt'altro che risolta, dagli interventi di governi e banche centrali. La fine di *Lehman* ha provocato un'ondata di panico che ha bloccato molti mercati finanziari e ha investito immediatamente famiglie e imprese, che da allora hanno ispirato i loro comportamenti al «si salvi chi può», con tagli dei consumi e degli investimenti, peggiorando drasticamente le prospettive per la crescita economica in tutto il mondo.

La recessione, tuttavia, era già in corso nei maggiori paesi industriali. Provocata, e annunciata, da una serie di cause reali (shock delle *commodity*, scoppio della bolla immobiliare, aggiustamento degli squilibri USA) e finanziarie (aumento dei tassi, prosciugamento di fonti di credito). Cui nell'area euro si è aggiunta la rivalutazione del cambio. Alcune di queste cause sono venute meno, ma l'ondata di sfiducia impedisce di cogliere i vantaggi per consumatori e aziende.

La crisi non ha colpito i paesi in modo omogeneo. Più esposte le economie dove la bolla immobiliare è stata più accentuata, il peso delle costruzioni è maggiore, la dipendenza dai combustibili fossili più accentuata, le banche hanno una leva maggiore e si finanziano più sui mercati che con i depositi, le famiglie hanno debiti più alti e minore propensione al risparmio.

Le politiche economiche hanno reagito con più determinazione dopo il crack di *Lehman*, soprattutto attraverso la riduzione dei tassi, sperimentando nuovi strumenti. La leva del bilancio pubblico è stata usata per arginare la crisi bancaria e, in minor misura finora, per sostenere la crescita e compensare il vuoto di domanda che è stato creato dalla sfiducia. Molto carente, soprattutto in Europa e nonostante la buona volontà della Commissione europea, il coordinamento delle misure di rilancio.

La crisi plasmerà il mondo, cambiando la finanza (nuove regole, meno leva, costo del de-

Questo capitolo è stato scritto da Pasquale Capretta (paragrafi 2.1 e 2.2), Alessandro Fontana (2.3) e Ciro Rapaciucchio (2.4).

naro più alto). I paesi emergenti resteranno il principale motore dello sviluppo, spostando il baricentro geo-economico globale. Gli Stati Uniti realizzeranno l'aggiustamento, diminuendo il proprio ruolo di «consumatore» dei prodotti del resto del mondo. I prezzi delle materie prime torneranno a salire.

Crescita mondiale con forti squilibri

La crisi finanziaria ha colpito un'economia mondiale già in forte rallentamento e con gravi squilibri nei tassi di risparmio riflessi nei saldi delle bilance correnti dei pagamenti. Tra il 2002 e il 2007, la crescita mondiale, trainata dai paesi emergenti, si è poggiata anche e soprattutto sulle capacità di spesa del consumatore americano che di quei paesi assorbe buona parte delle esportazioni. Questa spesa è stata sostenuta da politiche monetarie e di bilancio espansive, non solo negli USA, che avevano generato bolle speculative nei prezzi di molte attività finanziarie e reali, compresi gli immobili in molti paesi, Stati Uniti in particolare, e le materie prime, la cui offerta ha sempre maggiori difficoltà a stare dietro a una domanda in continua espansione.

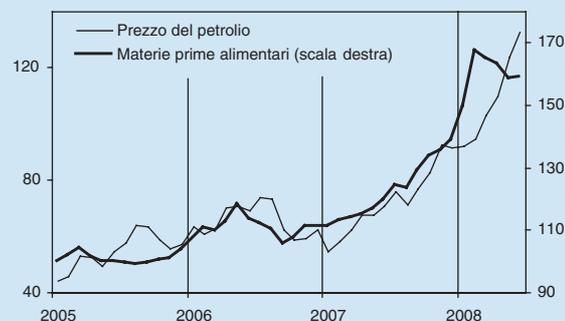
La crescita mondiale era dunque caratterizzata da forti squilibri derivanti da una marcata carenza di risparmio in alcune aree, negli Stati Uniti in particolare, e da una forte eccedenza di risparmio in Cina e altri paesi emergenti. Squilibri ampliati anche dal forte guadagno di ragioni di scambio dei paesi emergenti grazie agli aumenti dei prezzi delle materie prime (Grafico 2.1) e resi evidenti nei saldi di bilancia dei pagamenti di parte corrente, negativi fino al 6% del PIL negli Stati Uniti ma positivi per oltre il 9% in Cina.

Rialzi di commodity e tassi di interesse

A partire dalla seconda metà del 2004 la necessità di contrastare un'inflazione crescente e riequilibrare i conti con l'estero degli Stati Uniti, ormai a livelli insostenibili, indusse la FED, seguita più o meno rapidamente dalle altre maggiori banche centrali, a procedere a progressivi aumenti dei tassi di interesse che passarono nel giro di un anno e mezzo dall'1% al 5,25% (dal 2% al 4,25% nell'area euro). Gli effetti ritardati degli aumenti dei prezzi delle commodity avvenuti tra il 2004 e il 2007 e delle strette monetarie, che avevano fatto scoppiare la bolla immobiliare, avevano già portato a fine 2007 l'economia internazionale sull'orlo della recessione. L'ulteriore enorme rialzo del petrolio e delle altre materie prime e la crisi bancaria, congelando il credito e ampliando gli spread sui tassi di mercato, ha rafforzato le spinte recessive, iniziando a deteriorare la fiducia di famiglie e imprese, scossa dai crolli quasi quotidiani delle borse. La caduta della fiducia è diventato crollo dopo il fallimento di Lehman.

Grafico 2.1

Lo stock delle materie prime (Dollari per barile e indice CSC in dollari gen. 2005=100)



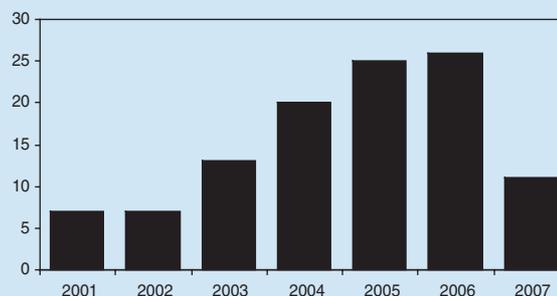
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

La mina dei subprime Il sistema finanziario è stato minato dalla eccessiva facilità di concedere mutui *subprime* da parte di banche e istituzioni finanziarie e dall'espansione incontrollata di strumenti finanziari strutturati utilizzati per la loro commercializzazione. I mutui e in generale i prestiti *subprime* sono erogati a soggetti che hanno un'elevata probabilità di insolvenza. Tra il 2002 e il 2006, i bassi tassi di interesse e l'eccessivo rilassamento delle condizioni di accesso al credito (con l'avvallo del Congresso americano che aveva varato norme per promuovere la proprietà immobiliare) avevano più che triplicato la quota di mutui *subprime* sul totale dei mutui concessi (Grafico 2.2), portandola dal 7% al 26%.

Questi sviluppi sono stati accentuati dalle cartolarizzazioni (emissione di titoli, rivoltati poi «tossici», il cui rendimento è legato al flusso di interessi dai mutui) con cui le banche scaricavano all'esterno il rischio e mantenevano in apparenza elevati i *ratio* patrimoniali (anche per il ricorso a società finanziarie controllate ma non incorporate nel bilancio). Tali condizioni hanno favorito aumenti straordinari dei prezzi delle case: +41,6% reale in USA tra fine 2002 e fine 2006 (Grafico 2.3). L'effetto ricchezza ha quasi annullato il tasso di risparmio e messo il turbo ai consumi.

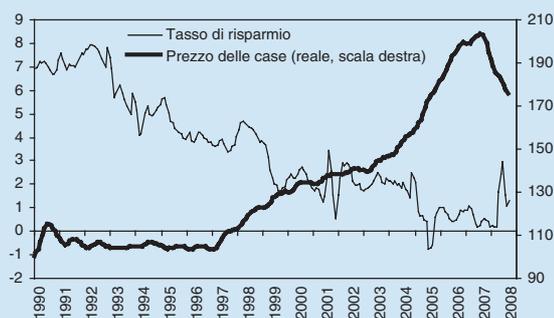
Le compravendite di abitazioni raggiunse il culmine alla fine del 2005 mentre i prezzi delle case iniziarono a scendere rapidamente dall'agosto 2006. L'aumento progressivo dei tassi di interesse e, conseguentemente, del rateo sui mutui a tasso variabile, insieme al rallentamento dell'economia e dell'occupazione e, quindi, dei redditi, portò a un rapido aumento delle insolvenze (Grafico 2.4) e dei pignoramenti, in particolare sui contratti *subprime*.

Grafico 2.2

Percentuale *subprime* dei mutui concessi

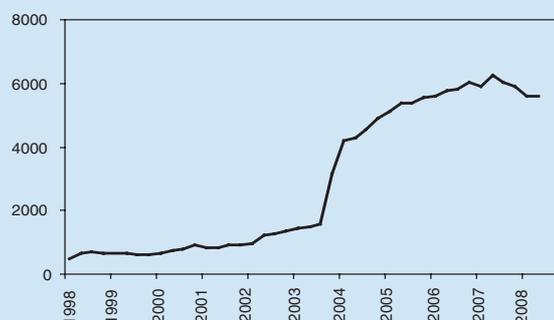
Fonte: Inside Mortgage Finance.

Grafico 2.3

Stati Uniti: risparmio inesistente
(Medie mobili di tre mesi;
indice gen. 1990=100 e valori %)

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

Grafico 2.4

Stati Uniti: numero delle insolvenze
sui subprime

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

La finanza strutturata Lo sviluppo della finanza strutturata e di un sistema bancario «parallelo» ha avuto un ruolo determinante nel generare la crisi. In particolare, con la creazione di società «veicolo», le banche hanno potuto spostare molte attività, tra cui quelle legate ai mutui, fuori bilancio, rendendole di fatto non soggette alle normali regole. Ciò ha fatto crescere la leva finanziaria. Le agenzie di *rating* spesso erano consulenti delle stesse istituzioni finanziarie che dovevano controllare.

Nell'agosto 2007, *Bearn Stearns* dichiarò di fatto falliti due suoi *hedge fund* per perdite in obbligazioni garantite da prestiti ipotecari. In rapida successione, altre istituzioni finanziarie americane ed europee, tra cui la banca tedesca IKB, molto esposte verso tale tipi di titoli e la finanza strutturata in genere, iniziarono ad avere seri problemi di liquidità. La caduta delle quotazioni azionarie e l'ampliamento degli *spread* iniziarono a riflettere la sfiducia e ad accrescere gli impulsi recessivi nell'economia.

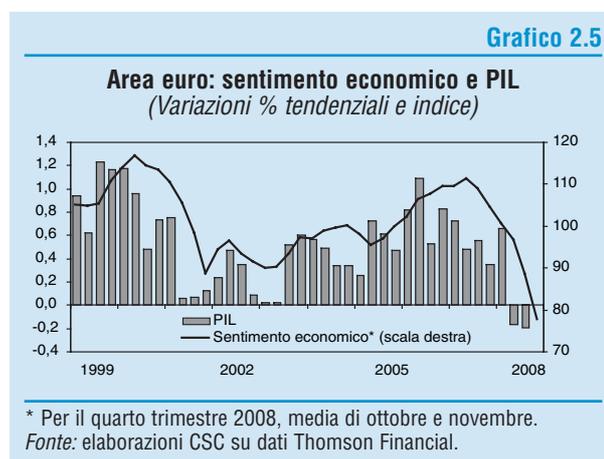
Il contagio in Europa Vincolate dall'accordo di Basilea II, le banche europee, non erano direttamente coinvolte nel meccanismo dei *subprime* e non apparivano in un primo tempo particolarmente esposte alla crisi. Le interconnessioni con i mercati finanziari e monetari americani si sono dimostrate talmente strette, compresi gli acquisti massicci di titoli «tossici» e la diffusione di pratiche di aggiramento delle regole di Basilea, da rendere il sistema bancario europeo altrettanto vulnerabile di quello statunitense. Le stesse regole consentono di operare con una leva molto spinta, che espone le banche a rischi sistemici di illiquidità. I governi europei e la BCE si sono visti costretti a intervenire pesantemente e ripetutamente sui mercati sia per salvare istituti in crisi sia per assicurare liquidità sufficiente al sistema.

Perdite colossali, reazioni pericolose Nel *Global financial stability report* dell'ottobre scorso, l'FMI ha stimato le perdite globali sui mutui e i titoli collegati a 1,4 trilioni di dollari; la Banca d'Inghilterra le ha addirittura raddoppiate a 2,8 trilioni. I ripetuti interventi delle banche centrali non sono riusciti a risolvere la carenza di liquidità generata dall'incertezza sulla reale dimensione delle perdite e su quali istituzioni siano maggiormente coinvolte.

La stessa reazione lenta e non sistemica delle autorità di politica economica, incoerente rispetto alle dichiarazioni prima tranquillizzanti e poi sempre più allarmate, ha disorientato e quindi accresciuto l'incertezza. Le decisioni sono più volte repentinamente cambiate. Per esempio, nel Regno Unito prima la banca centrale ha affermato che non avrebbe mai salvato alcuna banca, poi è corsa al capezzale di *Northern Rock* e negli Stati Uniti prima si è salvata *Bear Sterns* poi si è lasciata fallire *Lehman*, con le conseguenze ormai note. Il piano Paulson è cambiato più volte, fino a decidere di non acquistare titoli «tossici» per il quale era (in parte erroneamente) nato e decidendo di non utilizzare la seconda metà del suo ammontare, con l'effetto di accrescere i tassi sui mutui e costringere la FED ad agire al suo posto su quel mercato.

2.2 I paesi più esposti e gli spazi di rilancio

La recessione, già in atto in molti paesi per gli effetti ritardati degli aumenti dei prezzi delle *commodity* e dei tassi di interesse e le difficoltà immobiliari, si è trasformata in vera e propria crisi a partire da metà settembre 2008, con il fallimento di *Lehman Brothers*. L'ondata di panico che ha attraversato il sistema bancario americano ed europeo ha portato a severe restrizioni all'accesso al credito e ha investito famiglie e imprese, causando la caduta della domanda. Il crollo della fiducia tra gli operatori è stato rapido e pesante. Si è manifestata e trasmessa con la forte discesa delle borse: a Wall Street l'indice S&P500 ha perso a settembre il 5%, a ottobre il 20,4% e a novembre l'8,8%; in Europa l'indice Eurostoxx ha ceduto rispettivamente il 4,6%, il 17,7% e -13,3%. Negli Stati Uniti, l'indice PMI composito, si era riportato vicino a quota 50 ad agosto, è crollato nei tre mesi successivi, mentre la fiducia delle famiglie ha fatto segnare un vero e proprio tonfo a ottobre, toccando il minimo da quando esiste, cioè dal 1968.



Nell'area euro l'indice di sentimento economico, in discesa già dalla primavera del 2007, è crollato a ottobre e novembre 2008 lasciando prevedere una nuova e più pesante caduta del PIL nel quarto trimestre (Grafico 2.5). Al tracollo hanno contribuito tutte le componenti, dalla fiducia delle imprese manifatturiere a quella dei servizi e dei consumatori; quest'ultima è tornata a calare rapidamente dopo che in settembre sembrava essersi stabilizzata.

Si riducono i divari tra aree e paesi

La fine delle bolle, immobiliare e delle *commodity*, e la diversa esposizione ai fattori di crisi hanno determinato un generale riallineamento dei tassi di crescita tra i vari paesi e aree. Il ridimensionamento della crescita è stato più marcato in quei paesi in cui gli squilibri e gli eccessi sono stati maggiori. Negli Stati Uniti, che erano per anni cresciuti al di sopra del proprio potenziale, la correzione ha interessato in particolare la domanda interna di consumi e investimenti, specialmente nel settore immobiliare. In Europa, l'aggiustamento più forte è avvenuto in Irlanda, Spagna e Regno Unito dove la crescita era stata, negli ultimi anni, più dinamica, proprio perché legata al settore immobiliare e finanziario, e spesso con ingenti afflussi di capitali esteri. La stessa Germania, dove pure i prezzi degli immobili erano rimasti fermi, vedrà la propria crescita significativamente penalizzata proprio dal rallentamento globale, data la sua forte dipendenza dalle esportazioni di beni di investimento. Gli effetti della crisi sulla crescita dell'Italia dovrebbero essere inferiori, per il minor debito delle famiglie, la maggiore solidità delle banche, la specializzazione delle esportazioni e le caratteristiche dei suoi mercati di sbocco (anche se meccanica strumentale e *affordable luxury* risentiranno della crisi mondiale). Si ridurranno quindi i divari di crescita tra i vari paesi e anche quello tra l'Italia e l'area euro.

Il ridimensionamento dei settori immobiliare e finanziario

Il boom immobiliare non ha interessato solo gli Stati Uniti ma anche molti altri paesi. Tra il 2000 e il 2007 il prezzo reale delle case in alcune nazioni europee è salito ben più del 37,4% osservato negli Stati Uniti: 94% in Spagna, 80,9% in Francia, 79,6% in Irlanda e oltre il 47% in Italia (Tabella 2.1). In molte economie il rapporto prezzo/reddito risulta nel 2007 significativamente più elevato che nel 2000 e ben sopra la media di lungo periodo. È quindi molto alta la probabilità di una rapida e notevole correzione dei prezzi, come sta peraltro già avvenendo in Irlanda, Regno Unito, Spagna e, sebbene in modo meno pronunciato, in Francia e Italia, oltre che negli Stati Uniti.

Tabella 2.1

Immobili, una bolla molto diffusa			
	Prezzi reali delle case (Variazione %)	Rapporto prezzo/reddito (Media di lungo periodo=100)	
	2007/2000	2000	2007
Stati Uniti	37,4	88,5	109,7
Giappone	-24,2	87,6	66,3
Germania	-17,8	80,4	65,1
Francia	80,9	89,3	140,7
Italia	47,1	84,9	116,2
Spagna	94,0	98,3	156,4
Regno Unito	79,6	98,6	149,3
Irlanda	58,6	111,5	135,3
Olanda	21,9	133,4	158,6

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Il ridimensionamento del settore immobiliare causerà riduzioni occupazionali, di reddito e della ricchezza patrimoniale delle famiglie, che si rifletteranno sui consumi e sugli investimenti. Queste perdite saranno proporzionali sia all'incidenza delle costruzioni sul PIL (per la Spagna, con il 12,2%, è più che doppia rispetto agli altri paesi) e sia al ruolo che riveste il settore dell'intermediazione finanziaria (nel Regno Unito e negli Stati Uniti rappresenta oltre l'8% del PIL; Tabella 2.2).

Tabella 2.2

Valore aggiunto: il peso di edilizia e finanza (Anno 2006, in % del PIL)		
	Costruzioni	Intermediazione finanziaria
Stati Uniti	4,8	8,3
Area euro	6,3	5,2
Germania	4,0	4,7
Francia	6,2	5,0
Italia	6,1	4,9
Spagna	12,2	4,7
Regno Unito	5,8	8,3

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

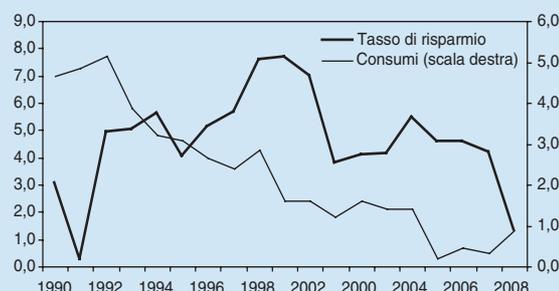
L'indebitamento di famiglie e imprese

La ricchezza delle famiglie è una determinante importante dei consumi. La caduta dei prezzi delle case e dei titoli di borsa ne ha ora ridotto significativamente il livello. L'obiettivo delle famiglie di ripristinare un livello di ricchezza soddisfacente porterà a un aumento del tasso di risparmio e alla diminuzione della propensione al consumo, come sta in effetti già avvenendo negli Stati Uniti (Grafico 2.6). Questa operazione può anche prendere la forma di una riduzione del debito (quel che conta è alla fine la ricchezza netta), che sarà tanto più accentuata

quanto più elevato è il debito. L'esistenza di quest'ultimo, poi, rende più selettiva l'erogazione del credito e quindi in questa fase costituisce un ulteriore freno al consumo. Tra i paesi europei, generalmente più virtuosi degli Stati Uniti, l'indebitamento delle famiglie rispetto al reddito disponibile è relativamente basso in Italia e Francia, bene al di sotto del 100%, e Germania, appena al di sopra, mentre è estremamente alto in Gran Bretagna (176,9%, superiore agli Stati Uniti). Per la ricchezza netta delle famiglie, nel 2006 Italia e Regno Unito superavano di gran lunga gli altri paesi.

I paesi emergenti

I rischi di contagio per i paesi emergenti sembravano inizialmente limitati per la scarsa integrazione dei loro mercati con il sistema finanziario globale. Tuttavia, l'intensificarsi della crisi ha presto determinato un forte aumento dell'avversione al rischio e scatenato una fuga di capitali che ha causato crisi di liquidità per molte economie. Si riducono così le prospettive di crescita per i paesi maggiormente dipendenti dall'export e con più elevato indebitamento estero (paesi asiatici ed est euro-

Grafico 2.6**Stati Uniti: consumi drogati dal basso risparmio**
(Variazioni % e livelli)

2008 primi 10 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

Tabella 2.3**L'esposizione dei Paesi al rischio recessione**
(In % del PIL)

	Export	Debito estero		Saldo conto corrente
		In % PIL	In % export	
Paesi sviluppati	25,4	142,1	684	-1,4
Paesi emergenti	36,6	25,9	77	3,6
EMEA (1)	39,8	41,7	105	4,2
Asia	39,4	19,0	53	4,7
America Latina	24,3	22,9	102	-0,3

Ultimi dati disponibili

(1) Paesi emergenti di Europa, Medio Oriente, Africa.

Fonte: Merrill Lynch.

pei). Il deflusso di capitali ha inoltre indebolito borse e cambi e ridotto le riserve valutarie di molte nazioni asiatiche, tra cui l'India. Per alcune economie, che dipendono fortemente dai finanziamenti esteri, l'elevato debito estero ha suscitato timori sulla sua effettiva sostenibilità; tra queste, l'Ungheria, la Bielorussia, l'Ucraina, l'Islanda e il Pakistan hanno già chiesto l'intervento dell'FMI. Freneranno in modo marcato i paesi esportatori di materie prime per il calo delle quotazioni (Russia e Medio Oriente). In Cina, politiche molto aggressive di sostegno alla domanda interna riusciranno a compensare almeno parzialmente il rallentamento delle esportazioni.

Gli spazi per bilanci pubblici espansivi

L'intensità della recessione può essere mitigata solo con politiche monetarie e fiscali decisamente espansive. Gli Stati Uniti hanno per ora varato piani che prevedono un aumento del deficit pubblico fino a quasi il 7% del PIL, con un aggravio del rapporto tra debito e PIL di quasi 10 punti percentuali. La possibilità di sfiorare, seppur non eccessivamente e per un periodo limitato, il tetto del 3% del PIL al deficit lascia a molti paesi dell'area dell'euro spazi per misure di sostegno della domanda. Tra i grandi, Germania e Spagna sembrano poter trarre i maggiori vantaggi dall'allentamento dei vincoli del Patto di stabilità (Tabella 2.4). La presenza di debiti pubblici elevati può impedire ad alcune nazioni, tra cui l'Italia, di utilizzare appieno la leva di bilancio; ciò non è però un valido alibi a mancati interventi e indecisioni.

Tabella 2.4

Come varia lo spazio per manovre fiscali (Valori in % del PIL, 2008)		
	Deficit pubblico	Debito
Germania	0,0	64,3
Francia	-3,0	65,4
Spagna	-1,6	37,5
Italia	-2,6	104,1
Area euro	-1,3	66,6

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione Europea; stime CSC per l'Italia.

2.3 I prossimi passi: rischi e contromisure

2.3.1 Le minacce in atto

La trasmissione della crisi dai mercati finanziari all'economia reale sta avvenendo attraverso due canali: la gelata del credito e il crollo della fiducia. Altri fattori accentuano gli effetti negativi: la frenata dei paesi emergenti, anch'essi contagiati, riduce il loro ruolo di propulsori della crescita globale; l'elevato indebitamento delle famiglie (non di quelle italiane); la contrazione del settore immobiliare; il debito pubblico che limita, soprattutto in alcuni paesi, lo spazio per politiche anticicliche. In Italia, alcuni elementi peculiari, come i cronici ritardi nei pagamenti specialmente se il debitore è la pubblica amministrazione,

potrebbero aggravare le ricadute della crisi internazionale. L'intensità della recessione rischia di distruggere il patrimonio produttivo e il capitale umano accumulato, abbassando il tasso potenziale di crescita dei paesi.

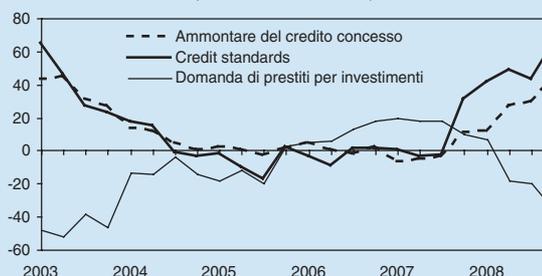
Il rischio di credit crunch Il rallentamento del credito bancario è un effetto «naturale» della crisi del sistema finanziario internazionale. Le banche hanno avviato un processo di *deleveraging* (riduzione del rapporto tra attività/passività e patrimonio) per ripristinare condizioni di bilancio più solide. Dopo il fallimento di *Lehman* ciò sta avvenendo molto più rapidamente e, nonostante l'azione di governi e banche centrali, stringe le maglie del credito. Viene chiesto ai debitori di aumentare le garanzie, di rientrare dai fidi concessi. La concessione dei prestiti diventa più lunga e selettiva. Per le famiglie il *credit crunch* comporta una minor capacità di spesa, con conseguente caduta di consumi durevoli e ha effetti pericolosi nei confronti del settore immobiliare: spinge in basso il prezzo delle case, quindi anche le garanzie ipotecarie delle banche, e riduce l'offerta di mutui da parte di soggetti particolari, quali precari e immigrati, anche se presentano un'elevata solvibilità.

Per le imprese significa mancanza di capitale circolante, contrazione dell'attività e aumento del rischio di insolvenza. Gli effetti reali della crisi diventano così molto più gravi di quelli che sino a oggi abbiamo osservato sui mercati finanziari. Vengono annullati i vantaggi derivanti dalla diminuzione del prezzo delle materie prime, dalla minore inflazione e dalla svalutazione dell'euro. Dalla velocità, intensità e modalità della riduzione della leva dipendono la durata e la profondità della recessione.

Alcuni indicatori confermano le preoccupazioni. L'indagine qualitativa sul credito bancario nella zona euro realizzata dalle banche centrali indica che, nel terzo trimestre del 2008, gli istituti bancari hanno dichiarato un irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese. Il valore dell'indice è al livello più elevato dal gennaio 2003. Risultati simili mostra (Grafico 2.7) l'indagine condotta sulle banche statunitensi (Grafico 2.8). I fattori più rilevanti che hanno agito in tal senso sono stati le aspettative riguardo all'attività eco-

Grafico 2.7

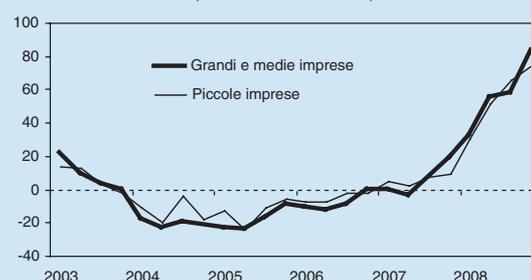
Condizioni applicate dalle banche alle imprese nell'area euro e domanda di prestiti per investimenti (Percentuale netta)



* Un valore positivo delle condizioni indica un irrigidimento.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Grafico 2.8

Condizioni applicate dalle banche statunitensi ai crediti per consumi e investimenti (Percentuale netta)



* Un valore positivo delle condizioni indica un irrigidimento.
Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

nomica e la ridotta capacità delle banche di finanziarsi sul mercato. I vincoli di bilancio delle banche hanno avuto un impatto più marcato nel caso delle grandi imprese, anche per l'avversione delle banche verso una eccessiva concentrazione del rischio su pochi grandi clienti. Da sottolineare che l'indagine è stata condotta tra il 23 settembre e il 7 ottobre 2008, periodo che sconta l'effetto della caduta delle borse mondiali e del fallimento di *Lehman Brothers* ma in cui gli effetti sull'economia reale non erano ancora stati pienamente percepiti e le politiche monetarie e fiscali di reazione attivate. Nell'indagine, i termini e le condizioni diverse dal prezzo si sono irrigidite. Si è ridotto l'ammontare dei prestiti, si sono deteriorate le condizioni relative alla scadenza e sono aumentati i requisiti per le garanzie. La domanda netta di prestiti è stata negativa sia per le piccole e medie sia per le grandi imprese, risultando più debole per queste ultime. È diminuita in modo sostanziale la domanda netta di prestiti per investimenti fissi.

Rischio insolvenza delle imprese italiane

Le restrizioni al credito bancario non sono l'unica minaccia in atto con il dispiegarsi della crisi internazionale. La società *Euler Hermes* che assicura crediti stima che mediamente un punto di riduzione del PIL comporta un aumento dal 5 al 10% delle insolvenze delle imprese. L'estendersi della crisi all'economia reale ha quindi l'ulteriore effetto di congelare i pagamenti tra imprese creando un'altra forma di *credit crunch* (Tabella 2.5). Questo rischio è particolarmente forte in Italia dove, secondo i dati dell'osservatorio Cerved, tutte le imprese con un fatturato inferiore a 50 milioni di euro hanno un rapporto tra debiti e capitale superiore a 1 (1,19 nel 2007), la soglia che sarebbe prudente non superare.

Il ritardo nei pagamenti della pubblica amministrazione

Il rischio di *credit crunch* in Italia è aggravato dai tradizionali ritardi nei pagamenti da parte degli enti pubblici. L'indagine che *Intrum Justitia* conduce annualmente su 25 paesi europei, nei primi tre mesi dell'anno, evidenzia che in Italia i pagamenti dalle pubbliche amministrazioni alle imprese richiedono, mediamente, 135 giorni per essere adempiuti, quasi il doppio della Francia, circa il triplo rispetto al Regno Unito e più del triplo rispetto alla Germania (Tabella 2.6). Le politiche di ri-

Tabella 2.5

Variatione attesa annuale (%) nel numero di insolvenze

	2008	2007
Italia	27	-50
Cina	15	10
Regno Unito	8	-15
Stati Uniti	5	50
Giappone	5	6
Spagna	5	4
Irlanda	4	-5
Francia	3	5
Germania	0	-14
Olanda	-4	-13

Fonte: Euler Hermes.

Tabella 2.6

Durata media dei pagamenti (in giorni), nel 2008, nei confronti di:

	Consumatori	Imprese	Pubbliche amministrazioni
Italia	57	88	135
Regno Unito	47	51	48
Francia	40	65	71
Germania	32	46	40
Grecia	72	110	157
Spagna	56	89	144
Svezia	28	34	35

Fonte: elaborazioni CSC su dati *Intrum Justitia*.

duzione della spesa pubblica adottate negli ultimi anni stanno accrescendo il problema. I vincoli alla spesa delle regioni e degli enti locali contenuti nel Patto interno di stabilità, imponendo forti restrizioni all'ammontare di spesa erogabile annualmente, hanno indotto le amministrazioni a ritardare i pagamenti, soprattutto per quanto riguarda la spesa in conto capitale, quando si avvicina il raggiungimento del limite prefissato. L'ANCE stima che nel terzo quadrimestre del 2008 circa il 20% dei pagamenti dovuti entro l'anno saranno rinviati.

Il crollo della fiducia di imprese e famiglie

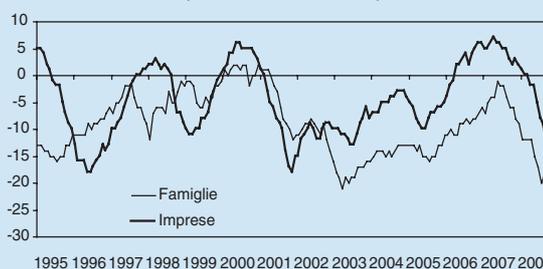
Le notizie sul fallimento di importanti istituti finanziari, l'andamento del mercato azionario e la riduzione della ricchezza immobiliare hanno accresciuto la percezione della gravità della crisi e avuto un forte impatto sulle aspettative. Al peggioramento delle attese non sono estranee le dichiarazioni dei leader politici e *opinion maker* e il contagio che si verifica tra imprenditori che si scambiano informazioni mentre trattano affari. Il deterioramento brusco delle aspettative, dopo il fallimento di *Lehman Brothers*, si è innestato su una tendenza già negativa. L'indagine sul clima di fiducia delle imprese condotta dalla Commissione europea mostra un consistente deterioramento nella percezione delle prospettive economiche. A novembre 2008, l'indice per il settore industriale è sceso al livello più basso dal luglio 1993, mentre nel settore dei servizi ha raggiunto il minimo dall'avvio dell'indagine nel 1995 (Grafico 2.9). La caduta della fiducia comporta generalmente una riduzione dei consumi e degli investimenti. La stessa indagine condotta per l'Italia dall'ISAE registra per novembre il valore più basso dell'indice per le imprese dall'agosto del 1993. Il crollo in ottobre e novembre si è inserito in un periodo, iniziato dalla metà del 2007, di continuo peggioramento delle attese sulle prospettive economiche. L'incertezza e le difficili condizioni del credito sono all'origine della diminuzione degli investimenti delle imprese.

La fiducia dei consumatori nell'area euro in ottobre ha registrato la seconda maggiore flessione mensile per entità dall'avvio dell'indagine nel 1985 e in novembre ha toccato il minimo dal gennaio 1994 per i timori sulla situazione economica generale e sul mercato del lavoro. La tendenza è di accrescere il risparmio precauzionale e per ricostituire la ricchezza che si sta riducendo, oltre che per far fronte all'indebitamento accumulato.

Poiché gli indicatori di fiducia dei consumatori e delle imprese anticipano l'evoluzione rispettivamente dei consumi privati e degli investimenti, le politiche che assicurino l'accesso al credito e ripristinino la fiducia sono improcrastinabili. Così come è condizione essenziale il ritorno alla stabilità dei mercati finanziari. Anche perché la perce-

Grafico 2.9

Crolla la fiducia delle famiglie e delle imprese nell'area euro (Saldi delle risposte)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

zione della profondità della crisi è diventata così acuta da annullare i benefici dei meccanismi di stabilizzazione che sono stati innescati dalla recessione: la diminuzione dei prezzi delle materie prime e dell'inflazione e la svalutazione dell'euro. Solo la politica economica può, ripristinando la fiducia, far cogliere queste opportunità. In mancanza di appropriate risposte, la crisi reale accentuerà la caduta dei prezzi delle case e i fallimenti delle imprese e aggravare ulteriormente i bilanci delle banche con conseguenze gravi sia per la solvibilità di queste sia per gli effetti di restrizione del credito alle imprese.

2.3.2 Quali contromisure?

Le azioni intraprese dalle banche centrali e dai Governi in risposta alla crisi sono rivolte a ripristinare la fiducia nel mercato interbancario, salvare le banche dal fallimento e dalla corsa agli sportelli da parte dei depositanti, evitare il *credit crunch* e sostenere la domanda aggregata.

Le autorità monetarie hanno garantito l'attività di credito delle banche con imponenti e coordinate immissioni di liquidità in modo da compensare l'arresto dei mercati interbancari, quasi al collasso. Ma non sono riuscite a influenzare in modo netto i tassi interbancari, parametro di riferimento per i tassi praticati dalle banche, che continuano a essere molto più alti dei tassi di rifinanziamento. Le banche centrali attraverso la riduzione dei tassi stanno tentando di abbassare i costi del credito per famiglie e imprese. Per attenuare il *credit crunch* e arginare la sfiducia nel sistema bancario, i governi sono intervenuti con la garanzia sui depositi, la ricapitalizzazione delle banche e la garanzia sulle obbligazioni emesse dalle banche.

La crisi è ormai penetrata nell'economia reale e ciò rende ineludibili gli interventi di politica di bilancio. L'esperienza giapponese degli anni 90 sottolinea l'importanza che questa politica ha per fronteggiare l'emergenza. Tuttavia, la carenza di coordinamento, soprattutto a livello europeo, le limitate risorse impiegate e il ritardo dell'azione diminuiscono l'efficacia di questi strumenti e le possibilità di contenere la durata e l'intensità della recessione. Per l'Italia, l'enorme debito pubblico riduce i margini di manovra.

Liquidità a volontà nei mercati interbancari Le immissioni di liquidità sono iniziate nella seconda metà del 2007, quando la crisi dei mutui *subprime* si è trasformata in sfiducia tra banche. Dal settembre 2008, dopo il fallimento di alcuni tra i più importanti intermediari finanziari americani, hanno raggiunto ammontari senza precedenti per compensare il blocco del mercato interbancario e consentire alle banche il rifinanziamento e la loro sopravvivenza. Le iniezioni di liquidità non hanno potuto evitare il forte aumento del tasso interbancario che è parametro di riferimento per i tassi praticati dalle banche. Lo *spread* tra Euribor e il tasso BCE e tra Libor e FED *funds* è il termometro della crisi. È cresciuto in modo spropositato nel momento di massima sfiducia sino a oltrepassare nell'area euro i 120 punti base e soltanto in novembre, per effetto del sostegno dei governi alle banche, ha cominciato a calare (Gradico 2.10). Negli USA il gap è stato perfino più ampio, sino a rag-

giungere i 282 punti base, ma il livello è stato minore grazie alla determinazione della FED nel ridurre il tasso ufficiale. La riduzione dello *spread* è cruciale per alleviare il costo del credito per famiglie e imprese. La BCE dovrebbe incorporare il livello dello *spread* nelle decisioni sui tassi; e inoltre abbassare il rendimento sui depositi che le banche detengono presso di lei (e che sono di ammontare record) in modo da incentivare le banche a rimettere in moto l'interbancario.

Governi a sostegno delle banche

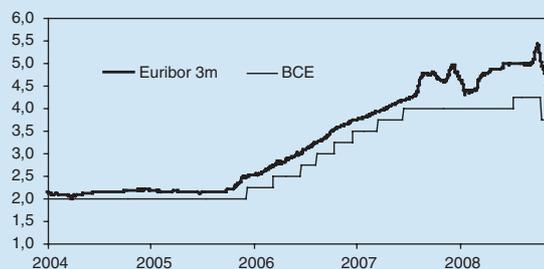
Le banche centrali possono soltanto garantire temporaneamente, come stanno facendo, le condizioni di operatività delle banche. Ma non possono fronteggiare i problemi di solvibilità. Questi hanno imposto l'intervento dei governi, con diverse finalità: il salvataggio delle banche dal fallimento, l'arresto della corsa agli sportelli da parte dei depositanti, il ripristino della fiducia tra istituti, il mantenimento della capacità di concedere prestiti all'economia. Per accrescere l'efficacia degli interventi era importante fornire ai mercati l'immagine di un fronte coeso e determinato a superare la fase di crisi.

La risposta è stata inizialmente nazionale e rivolta al salvataggio delle istituzioni finanziarie dal fallimento attraverso la nazionalizzazione o la ricapitalizzazione. Gli interventi più consistenti sono stati effettuati da Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Belgio, Lussemburgo, Olanda e Germania. Con il fallimento di *Lehman Brothers*, la consapevolezza di trovarsi di fronte a una crisi del sistema finanziario globale ha spinto a fornire una risposta coordinata. La riduzione dei tassi di interesse dell'8 ottobre ne è un esempio. Un altro sono gli interventi successivi al G7 del 10 ottobre e al vertice ECOFIN del 12 ottobre.

L'azione di sostegno ha seguito tre linee di intervento: la garanzia dei depositi da parte dei governi; la ricapitalizzazione del sistema finanziario, l'agevolazione della provvista sul mercato attraverso la garanzia sulle nuove passività a medio termine. Per i depositi bancari nell'area euro, la garanzia è stata fissata a 50.000 euro dai precedenti 20.000. In Italia, prima della crisi, la garanzia era di 103.291,38 euro e assicurata dal Fondo interbancario di tutela dei depositi. Il 9 ottobre il governo italiano ha garantito per 36 mesi la totalità dei depositi bancari. Gran parte dei piani per la patrimonializzazione delle banche adottati nei diversi paesi (si veda il riquadro *I sostegni al sistema bancario*) hanno condizionato gli interventi alla predisposizione di un piano di stabilizzazione, a un codice etico sulle retribuzioni del *management*, ad adeguate politiche di distribuzione degli utili e prevedono per il capitale fornito un termine di rimborso, un rendimento, un ammontare massimo e l'astensione pubblica dalla *governance* delle banche. Le risorse destinate dai governi a queste misure sono ingenti. L'impatto sulla finanza pubblica si potrà conoscere soltanto tra qualche anno. Queste operazioni potranno risultare redditizie per gli Stati nella

Grafico 2.10

Diminuiscono le tensioni nel mercato interbancario (Tassi di interesse, livelli %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

I SOSTEGNI AL SISTEMA BANCARIO

Stati Uniti. Il Tesoro americano, i primi di settembre, ha acquisito partecipazioni azionarie di *Fanni Mae* e *Freddie Mac* fino a una quota dell'80% e per un controvalore fino a 100 miliardi di dollari ciascuna. Il 16 settembre la FED è intervenuta a sostegno del gruppo assicurativo *AIG*, in crisi di liquidità, con un prestito di 85 miliardi di dollari, a fronte del quale il Tesoro acquisirà partecipazioni azionarie fino all'80% del capitale del gruppo stesso, seguito da un ulteriore finanziamento di circa 38 miliardi l'8 ottobre. Le autorità monetarie sono intervenute anche il 19 settembre annunciando di rendere disponibili alle banche finanziamenti per l'acquisto di *commercial credit* garantiti da attività con basso profilo di rischio per consentire a fondi di mercato monetario di ottenere maggiore liquidità. Nella seconda metà di settembre *Merrill Lynch* viene acquisita da *Bank of America* e *Wachovia* da *Wells Fargo*, mentre le attività di *Washington Mutual*, fallita, sono rilevate da *JPMorgan Chase*, che lo scorso maggio aveva acquisito la banca d'affari *Bear Stearns*. Le banche d'investimento *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* hanno avviato la propria trasformazione in gruppi bancari. Dopo il fallimento di *Lehman Brothers*, per evitare ulteriori perdite, il 3 ottobre il Congresso degli Stati Uniti ha approvato il *Troubled Assets Relief Program*, piano con il quale il Governo ha stanziato fino a 700 miliardi di dollari, in un biennio, per l'acquisto o la garanzia dei titoli per i quali non vi è più un mercato. L'obiettivo del piano è quello di ridurre l'incertezza circa le perdite e la solvibilità delle banche e di favorire la ricapitalizzazione delle stesse in modo da ridurre l'impatto della crisi sull'economia. Il piano prevede di recuperare le eventuali perdite nei successivi cinque anni. A metà ottobre il Tesoro ha annunciato che effettuerà ricapitalizzazioni per 250 miliardi. Contemporaneamente è stata innalzata la garanzia statale sui depositi. In novembre il Tesoro ha annunciato che non userà più quei fondi per acquistare titoli «tossici».

Regno Unito. L'intervento governativo è articolato in diverse modalità. C'è stata la nazionalizzazione di alcune banche e l'acquisto di azioni di altre. La *Bank of England* può utilizzare fino a 200 miliardi di sterline per acquistare titoli detenuti dalle banche in cambio di titoli di Stato. Il Tesoro può garantire, sino al 2012, alcuni tipi di titoli emessi dalle banche con scadenza nei successivi tre anni fino a 250 miliardi di sterline. Condizioni: all'interno di un gruppo può beneficiare del piano una sola società, generalmente quella che svolge attività di raccolta depositi. Il Governo può sottoscrivere azioni privilegiate e titoli a rendimento fisso per un ammontare complessivo di 25 miliardi. A otto istituti sono stati riservati in misura esclusiva ulteriori 25 miliardi di sterline.

Germania. L'intervento governativo è diretto a ricapitalizzare direttamente le banche, garantire i titoli di nuova emissione di breve-medio termine e acquistare temporaneamente alcuni *asset*. Nel complesso il piano ammonta a 500 miliardi, di cui 100 effettivamente stanziati e finanziati con l'emissione di titoli del debito pubblico e 400 apposti come garanzia, onerosa, di titoli delle banche. Le ricapitalizzazioni non potranno superare gli 80 miliardi e consisteranno nella sottoscrizione da parte dello

Stato di azioni privilegiate. Condizioni: tetto massimo agli stipendi dei manager, sospensione nella distribuzione dei dividendi, che saranno destinati allo Stato, progetti di sviluppo per le piccole imprese, predisposizione di un piano di ristrutturazione entro sei mesi e mantenimento di un adeguato livello di solvibilità. L'acquisto degli *asset* prevede l'obbligo di riacquisto da parte delle banche entro trentasei mesi, allo stesso prezzo di vendita, così da eliminare un'eventuale assunzione di rischio in capo allo Stato. Per l'acquisto di *bad asset* potranno essere destinati complessivamente non più di 5 miliardi.

Francia. La garanzia statale sarà concessa sui titoli emessi da una società a partecipazione pubblica creata *ad hoc*, la *Société de Refinancement des Activités des Etablissements de Crédit*, che dovrà erogare prestiti agli istituti in difficoltà. I dirigenti della società, di nomina governativa, devono agire di concerto con il ministero dell'Economia. Un rappresentante statale partecipa alle riunioni dell'organo amministrativo ed è dotato di diritto di veto sulle decisioni riguardanti le scelte di finanziamento. La garanzia statale durerà al massimo cinque anni per un ammontare complessivo di 360 miliardi. Il sostegno a opera della *Sraec* avverrà sotto forma di acquisto o sottoscrizione di titoli subordinati o azioni privilegiate emessi dagli istituti. Condizioni: impegno a porre in essere misure a sostegno dell'economia e al rispetto di regole etiche conformi all'interesse generale.

Spagna. È stato istituito un fondo di 30 miliardi, che può arrivare fino a 50 miliardi, per acquistare *covered bond* con *rating* sufficientemente alto, tramite un meccanismo d'asta. Questa potrà avvenire ad acquisto immediato o su base regolare, tramite contratti di riacquisto (*repo*). Il prezzo verrà fissato tenendo conto della rischiosità del prodotto. Il Governo può concedere la garanzia statale sino alla fine del 2009, per un ammontare non superiore a 100 miliardi, su *commercial paper* e *senior bond* con scadenza a cinque anni.

misura in cui il rendimento dei titoli emessi dalle banche eccede il rendimento dei titoli del debito pubblico. Nel caso in cui gli Stati sottoscrivano azioni privilegiate delle banche, il costo delle misure sarà dato dal valore delle azioni al momento in cui verranno cedute dallo Stato e dal rendimento sui titoli di Stato emessi per far fronte all'acquisto. Le operazioni potrebbero costituire un buon affare per gli Stati. La Commissione europea computerà questi interventi nel debito lordo ma non nel debito netto, sino al termine della crisi. Quindi l'impatto di queste misure sui vincoli europei è nullo. Per i paesi con un debito molto elevato, come l'Italia, la valutazione dei mercati finanziari sarà basata presumibilmente sul debito al lordo delle operazioni e non al netto. Questo potrebbe incidere sul rendimento dei titoli di Stato e quindi sulla spesa per interessi.

POLITICHE MONETARIE TROPPO ESPANSIVE? MA NON SOLO IN USA

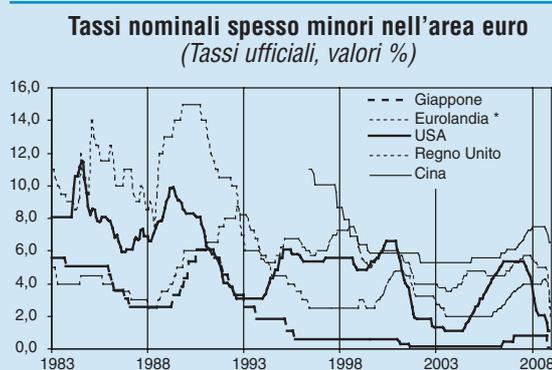
Nel processo per individuare le cause della crisi economica sul banco degli imputati è stata posta la FED, colpevole di aver perseguito una politica monetaria troppo espansiva sotto la guida di *Greenspan* e aver provocato così una serie di bolle (creditizia, immobiliare, *commodity*) che hanno preparato la crisi stessa. Ma, al di là del giudizio sulla appropriatezza del livello dei tassi USA rispetto alle condizioni in cui fu deciso, la FED è stata in buona compagnia nel tenere le briglie monetarie sciolte. Anzi, i tassi nominali, che influenzano i movimenti dei capitali, i quali poi sono determinanti nel produrre le condizioni di liquidità e quindi le bolle, sono stati sistematicamente più bassi in Germania/Euroarea e soprattutto in Giappone dall'inizio degli anni 80 in poi (Grafico A). Con due eccezioni. La prima metà degli anni 90, quando la *Bundesbank* reagì al boom post-riunificazione tedesca, uno shock e una condotta che portarono alla fine del Sistema Monetario Europeo. La seconda, dall'aprile 2001 al novembre 2004, quando la FED rispose più rapidamente al crollo delle borse prima e agli attacchi terroristici poi.

In questo periodo, comunque, il Giappone mantenne tassi nominali prossimi allo zero, in presenza di deflazione (che si traduceva in tassi reali elevati). Ciò ha favorito lo svilupparsi del *carry trade*, che sfrutta i differenziali di tassi prendendo a prestito in yen e comprando titoli a più alto rendimento in altra valuta (dollari, ma non solo), scommettendo sulla stabilità del cambio della valuta nipponica (che anzi il *carry trade* tende a indebolire e ne trae così ulteriore vantaggio e stimolo). Per tale canale il Giappone da tempo crea liquidità nei mercati internazionali e contribuisce a generare le bolle, riciclando il suo ampio *surplus* corrente. Ma è auspicabile un rialzo dei tassi giapponesi?

L'unica importante banca centrale che ha mantenuto tassi più elevati è stata la Banca d'Inghilterra, ma ciò non ha impedito lo svilupparsi nel Regno Unito né della bolla azionaria legata a internet prima né di una colossale bolla immobiliare poi. Alla luce di queste informazioni, l'accusa di lassismo rivolta alla FED appare più un pretesto usato dalla BCE per non allentare le condizioni monetarie con la decisione adeguata alla congiuntura attuale. Questa accusa-scusa ha causato un grave ritardo nelle reazioni alla crisi delle politiche monetaria europee (inclusa quella inglese) che quindi hanno finito per aggravarla inutilmente.

Osservando più da vicino i dati, si nota che la bolla immobiliare statunitense è stata sicuramente favorita dai tassi di interesse negativi in termini reali, calcolati con l'inflazione *core*, negli USA dalla fine del 2001 all'inizio del 2005 (Grafico B). Ma i tassi reali erano molto bassi anche nelle altre principali economie: nell'area euro quasi nulli fino

Grafico A



Bundesbank fino al dicembre 1998.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

al 2004. In Giappone i tassi nominali e reali, come detto, sono vicini allo zero da oltre dieci anni. Solo nel Regno Unito i tassi reali si sono mantenuti sopra il 2% tra il 2002 e il 2004, ma inutilmente nel frenare la bolla immobiliare.

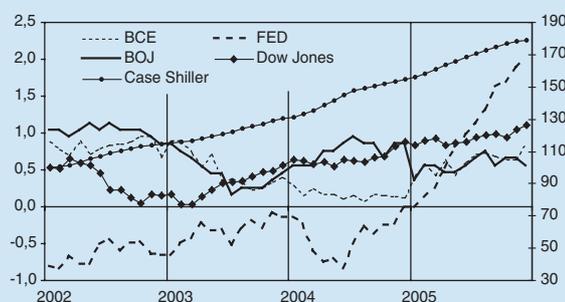
La politica USA di tassi molto bassi è ripresa nel 2008, nel tentativo di contrastare la recessione. In termini reali sono diventati nuovamente negativi dalla primavera (-1,2% a novembre). Anche nel Regno Unito, seppure tardivamente, i tassi reali sono scesi fortemente nel 2008, e ora sono nulli. In Giappone si mantengono nulli. Per le rigidità della BCE, solo in parte attenuate con il ribasso del 4 dicembre, nell'area euro restano invece elevati (+0,7%), considerata la recessione in cui è caduta da ormai tre trimestri (Grafico C).

È vero che fin dal 1999 le politiche di BCE e FED sono state diverse in termini di attivismo, cioè di frequenza delle mosse sui tassi e del loro ammontare cumulato. Ma non per direzione, se si eccettua il rialzo BCE del luglio 2008 (un grave errore di valutazione del contesto e delle prospettive). Secondo alcune analisi le diversità di attivismo sarebbero giustificate da differenze non tanto negli obiettivi (la BCE non è di fatto indifferente alla crescita) quanto nella struttura delle economie. L'area euro ha prezzi e salari più rigidi verso il basso, negli USA sono più flessibili: perciò la FED può permettersi interventi di riduzione più ampi senza produrre inflazione. Seguendo il filo di tale analisi, se la BCE imitasse l'attivismo della FED potrebbe destabilizzare l'area euro. Ma in una fase come quella attuale in cui è necessario ripristinare la fiducia di famiglie e imprese un'azione più forte sui tassi è una scelta obbligata.

In realtà, se cattura della politica della FED da parte del mercato azionario c'è stata, non è recente: la politica di tagli aggressivi dei tassi (e di ampia liquidità ai mercati) in tutti i momenti di difficoltà borsistica cominciò all'indomani del crollo di Borsa del 1987. Fu allora che nacque il cosiddetto *Greenspan put* (i mercati sanno che la diminuzione dei tassi è un'assicurazione contro gli eccessivi ribassi). Negli anni ciò ha condotto a tassi di interesse spesso negativi in termini reali, pur in presenza di inflazione contenuta. Gli interventi della FED, oltre a risollevare la crescita, sono stati alla lunga percepiti come una protezione sui corsi azionari e in generale contro il rischio. Prima della crisi attuale ciò

Grafico B

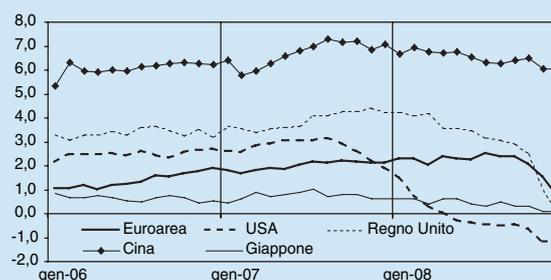
I tassi bassi nel 2002-2004 hanno spinto case e borsa (Tassi ufficiali - Inflazione core; indici gen. 2002=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

Grafico C

Tassi reali, la BCE è ancora indietro (Tassi ufficiali - Inflazione core; valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

aveva portato a una riduzione degli *spread* di credito. Tuttavia, di nuovo, la FED non è stata solitaria nell'azione.

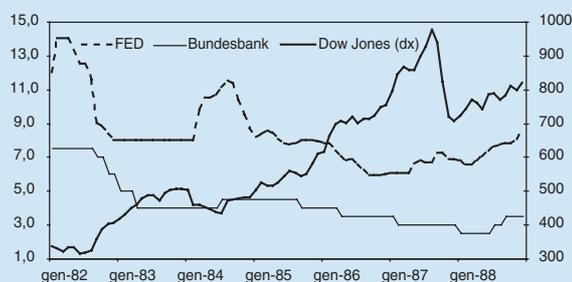
Oggi poi si parla di coordinamento delle politiche economiche. Ma l'attuale divergenza di visioni tra FED e BCE ricorda quella tra FED e Bundesbank che nel settembre 1987 precedette il crollo di Wall Street e la successiva svolta monetaria americana. Allora venne abbandonato il coordinamento inaugurato con l'accordo G7 del Plaza nel settembre 1985 per ridimensionare dollaro e deficit estero USA e culminato nell'accordo del Louvre nel febbraio 1987, che pose fine al deprezzamento del biglietto verde.

Se il crollo dell'87 fu dovuto al fallito coordinamento delle politiche monetarie (Grafico D), la mancanza di una direzione comune fu anche più evidente in seguito. Nel 1991 la Bundesbank alzò i tassi mentre negli USA e in Giappone venivano tagliati. Dal 1994 la FED cambiò rotta rialzando i tassi, mentre la Bundesbank proseguì nella strada dei tagli (Grafico E).

Una differenza cruciale tra gli anni 80-90 e oggi riguarda le valute europee. Oggi c'è la divisa unica. Allora si tentava di tenere quasi fissi i cambi all'interno del Sistema Monetario Europeo (SME). Funzionò finché la Germania non mutò impostazione in seguito alla riunificazione del 1989. Il sistema fallì poco dopo, nel 1992, in coincidenza con la nuova divergenza nelle politiche delle banche centrali. Ciò a riprova del «quartetto incoerente»: per un gruppo di paesi è impossibile mantenere insieme libero scambio, perfetta mobilità dei capitali, politiche monetarie nazionali indipendenti e tassi di cambio fissi. In Europa erano stati ottenuti i primi due, bisognava scegliere tra politiche monetarie indipendenti e cambi fissi. La divisa unica cui si è giunti in base a tale esperienza è oggi un fattore di forza nell'attuale contesto di elevata volatilità e crisi di fiducia, poiché elimina almeno una fonte di instabilità. La Banca centrale unica rafforza rispetto alle crisi del passato il ruolo dell'area euro quale principale attore di politica monetaria, insieme alla FED; grazie anche alla perdita di margini di manovra sui tassi in Giappone. Il che la pone nelle condizioni di gestire meglio gli squilibri e le loro conseguenze. Ma questo ruolo va ora svolto in modo più attivo, assumendosi in pieno la responsabilità globale e dando l'impulso appropriato per uscire dalla recessione.

Grafico D

Tassi e crollo di borsa del 1987
(Valori %; indice Dow Jones)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

Grafico E

FED e Bundesbank divergevano spesso
(Tassi ufficiali di interesse; valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

2.3.3 Le politiche di contrasto alla crisi

Tagli massicci dei tassi di interesse Le banche centrali di (quasi) tutto il mondo hanno ridotto i tassi. L'8 ottobre le banche centrali di Stati Uniti, Area euro, Regno Unito, Canada, Svezia e Svizzera hanno ridotto simultaneamente di 50 punti base i tassi a seguito delle tensioni sui mercati causate dal fallimento di *Lehman Brothers* (Tabella 2.7). Nell'ultimo anno, la riduzione dei tassi è stata netta da parte della FED (dal 5,25% all'1%), della Banca d'Inghilterra (dal 5,75% al 2%) e di altre banche. La FED sta valutando di adottare misure non convenzionali di politica monetaria (acquisto di titoli e immissione di liquidità) per creare offerta di moneta nel caso in cui la riduzione dei tassi si rivelasse insufficiente. La riduzione dell'inflazione e delle aspettative inflazionistiche hanno invece solo scalfito l'atteggiamento cauto della BCE sia per la tempistica delle riduzioni sia per la dimensione (dal 4,25% al 2,50%). Pur subendo un'analoga recessione, i costi del credito per le imprese e le famiglie dell'eurozona sono molto più alti che negli Stati Uniti.

Il rilancio dell'economia con i bilanci pubblici Il crollo della fiducia di imprese e famiglie sta creando un vuoto di domanda che va coperto con politiche fiscali espansive. L'esperienza di questi mesi dimostra che, in fasi di riduzione delle posizioni debitorie, la riduzione dei tassi, per quanto necessaria e utile, è di limitata efficacia: l'incertezza sul futuro e la sete di liquidità prevalgono sulla convenienza a contrarre nuovi prestiti. Inoltre i tassi interbancari, a cui è agganciato il costo del denaro di famiglie e imprese rispondono solo in parte alle decisioni delle autorità monetarie. L'impiego della leva di bilancio diventa indispensabile.

La maggior parte dei governi, compresa la Commissione europea, finora si è lanciata in annunci di interventi cui non sono seguite decisioni adeguate. Con effetti di disillusione e diffusione di una sensazione di impotenza controproducenti. Sulla carta sono stati predisposti piani straordinari in termini di risorse ma nei fatti solo pochi fondi sono stati effettivamente approvati. E questi quasi mai sono veramente aggiuntivi a quelli già esistenti in bilancio. Per lo più si tratta di risorse già stanziare con precedenti provvedimenti o soltanto anticipate (e già l'anticipo sarebbe estremamente positivo). Oppure sono erogazioni non in grado di sostenere la domanda nell'immediato perché occorre tempo per erogarle (per esempio, se si tratta di opere pubbliche ancora in fase di progettazione).

Tabella 2.7

La riduzione dei tassi ufficiali (Valori %)

	Massimo di partenza	Mese di massimo	Livello attuale	Taglio totale
Stati Uniti	5,25	set-07	1,00	-4,25
Regno Unito	5,75	nov-07	2,00	-3,75
Canada	4,50	dic-07	1,50	-3,00
Svezia	4,75	ott-08	2,00	-2,75
Svizzera	2,75	ott-08	0,50	-2,25
Cina	7,47	set-08	5,58	-1,89
Area euro	4,25	ott-08	2,50	-1,75
Corea del Sud	5,25	set-08	4,00	-1,25
Rep. Ceca	3,75	ago-08	2,75	-1,00

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

La massima efficacia espansiva delle politiche di bilancio è poi legata a una serie di requisiti. Primo, il coordinamento tra i governi. Le misure, infatti, generano minori benefici in economie aperte al commercio internazionale, perché in parte finiscono in importazioni. Senza coordinamento nessun governo ha interesse a peggiorare il deficit pubblico per favorire il resto del mondo. Ciò è soprattutto vero all'interno dell'Unione europea, dove esistono più stretti legami commerciali e limiti al disavanzo il cui superamento viene sanzionato. Al contrario, se i governi cooperano le politiche espansive sono in grado di aumentare la domanda a livello sia di singolo paese sia globale, con un effetto moltiplicativo superiore alla somma degli interventi. Per le politiche di rilancio c'è quindi un problema di *free riding*, di opportunismo internazionale.

Finora il grado di coordinamento internazionale è stato ottimo nel sostegno al sistema bancario, discreto per la politica monetaria, molto carente per le misure di bilancio. La scarsità dei finanziamenti disponibili al FMI per sostenere le economie dei paesi emergenti ne è una testimonianza. Nell'ambito del G7 dell'11 ottobre e del G20 del 14 novembre è stato definito un piano comune con una lunga lista di raccomandazioni che sarebbe rassicurante se fosse effettivamente vincolante per i governi sottoscrittori e se fosse stato stilato un calendario per l'attuazione dei singoli punti.

Ancora più grave è la mancanza di coordinamento tra i paesi dell'Unione europea le cui economie sono strettamente interdipendenti. La creazione di un fondo comunitario coperto con titoli del debito pubblico europeo per finanziare un grande piano di rilancio economico avrebbe avuto un impatto forte, il pregio di sfruttare la solidità dell'Unione (rafforzandone la coesione politica: anche questo un messaggio di fiducia) e di evitare la concorrenza tra i titoli di stato emessi dai paesi membri, come rischia di verificarsi. L'opposizione della Germania, che ha il ruolo, le risorse e la posizione di bilancio per guidare un intervento comune, è stata però decisiva in questo caso come nello svuotare il piano elaborato dalla Commissione europea (si veda il riquadro *Le politiche a favore del rilancio della crescita*), che così rimane più una serie di esortazioni che un vero programma di rilancio. In questo contesto, un annuncio comune, in sede europea, degli interventi adottati a livello nazionale avrebbe avuto un impatto mediatico decisamente migliore. In ogni caso, rimane inalterata la necessità di un maggior coordinamento internazionale per l'uscita dalla crisi.

Il secondo requisito che gli interventi devono avere è la tempestività. Gli eventi straordinari della crisi sono del settembre 2008, ma la frenata è cominciata nella seconda metà del 2007. La fiducia è in forte diminuzione dall'inizio del 2008. Il ritardo dell'azione rischia di lasciar distruggere, durante la recessione, patrimonio produttivo (avviamento, imprenditorialità) e capitale umano.

LE POLITICHE A FAVORE DEL RILANCIO DELLA CRESCITA

Stati Uniti. In ottobre, con l'approvazione del TARP (*Troubled Assets Relief Program*), è stato varato anche il *Tax Extenders and Alternative Minimum Tax Relief Act* che prevede tagli fiscali alle famiglie e alle imprese per 150 miliardi di dollari nei prossimi 10 anni. A fine novembre è stato avviato il *Term Asset Backed Securities Loan Facilities* (TALF) finalizzato a sostenere, attraverso il mercato finanziario, la domanda nei settori dell'economia maggiormente colpiti dalla crisi. Il piano sarà finanziato inizialmente con 20 miliardi prelevati dal fondo destinato al sostegno delle istituzioni finanziarie (TARP). La gestione sarà affidata alla FED e incanalerà prestiti sino a 200 miliardi verso investitori in titoli garantiti da debiti di consumatori e imprese legati in particolare al settore auto, agli studenti, alle carte di credito e alle piccole aziende. In futuro potrebbe estendersi ai mutui immobiliari. Per l'inizio del 2009, la nuova amministrazione sta elaborando un piano di stimolo che nelle promesse preelettorali doveva essere di 175 miliardi di euro. Con l'aggravarsi della crisi, l'ammontare è lievitato a 600-800 miliardi di dollari diretti a creare 2,5 milioni di nuovi posti di lavoro, sgravi fiscali, progetti infrastrutturali per 75 miliardi di dollari, misure assistenziali e trasferimenti agli stati per coprirne le perdite. Alcuni famosi economisti caldeggiavano misure da un trilione di dollari.

Giappone. Ad agosto sono stati annunciati interventi per 11.700 miliardi di yen, circa 100 miliardi di euro, per l'anno 2009, destinati a prestiti a favore di famiglie, piccole e medie imprese, cui si aggiungono una serie di interventi a favore del settore agricolo, particolarmente esposto alla recessione. Una parte del pacchetto di misure è stata approvata i primi di ottobre. A fine ottobre, il Primo ministro giapponese ha annunciato un piano da 26.900 miliardi di yen, circa 230 miliardi di euro, per il biennio 2009-2010. Questo include: tagli mirati alle imposte, prestiti per le piccole e medie imprese, trasferimenti alle famiglie in difficoltà, investimenti in infrastrutture da parte degli enti locali e riduzione dei pedaggi autostradali. L'approvazione del piano era stata rinviata a gennaio per le difficoltà del governo nel trovare il sufficiente consenso in Parlamento. Il peggioramento delle previsioni di inizio dicembre per l'economia giapponese, ha indotto il Primo ministro ad annunciare un nuovo piano di 23 mila miliardi di yen pari a circa 192 miliardi di euro.

Cina. La Cina ha annunciato il 9 novembre, alla vigilia del G-20; un piano articolato in 10 misure per stimolare la crescita della domanda interna. Il piano dovrebbe costare 4.000 miliardi di yuan (14% del PIL), circa 452 miliardi di euro, anche se non è ancora chiaro quanto costeranno le singole misure e se il piano include anche le risorse già stanziare per il biennio 2009-2010. Gli interventi riguardano: costruzione di un sistema di protezione sociale; piano di infrastrutture rurali; piano di grandi opere (aeroporti, autostrade); sviluppo delle infrastrutture ecologiche e ambientali; sviluppo di un sistema sanitario e di istruzione pubblica; incentivi ai settori ad alta innovazione tecnologica; ricostruzione delle aree terremotate; aiuti all'economia rurale; riforma dell'IVA; facilitazioni nell'accesso al credito.

Unione europea. Il 26 novembre la Commissione Europea ha annunciato un piano di risposta comune e coordinata dei paesi membri alla crisi in corso. Lo *European Economic Recovery Plan* include misure sia a livello nazionale sia comunitario. Auspica un inter-

vento complessivo di 200 miliardi di euro di cui solo il 15% è a carico dell'Unione europea attraverso la Banca europea degli investimenti mentre l'85% è a carico dei singoli Stati. Il piano riguarda il biennio 2009-2010 e la sua attuazione è stata discussa al Consiglio d'Europa dell'11 e 12 dicembre. La Commissione ha indicato una serie di misure tra le quali gli Stati possono individuare quelle da adottare: riduzione dell'IVA sino al 15%; incremento dei crediti a favore dei settori maggiormente in difficoltà; deficit di bilancio oltre il 3% del PIL purché si pongano in essere misure di rientro nella fase immediatamente successiva a quella attuale; un miliardo per aiutare il settore delle costruzioni e per favorire le ristrutturazioni *energy-saving*; accordi di libero scambio con i paesi vicini e completamento del *Doha round*; maggiore cooperazione con Canada, Giappone e Stati Uniti in materia di regolamentazione; contributo aggiuntivo di 120 miliardi per i paesi che stanno per entrare nell'Unione in modo da garantire un ammontare di prestiti di 500 miliardi dalle istituzioni finanziarie internazionali; accelerazione nell'erogazione dei Fondi strutturali. Alcuni paesi hanno già proceduto, per conto proprio e senza alcun coordinamento, ad approvare interventi e, indipendentemente dalla dimensione rispetto a quanto suggerito dalla Commissione, ritengono di aver ormai svolto il proprio compito. Al momento, le risorse stanziare dai singoli Stati, non raggiungono l'ammontare previsto dal piano proposto dalla Commissione. L'effettiva implementazione di questo dipende dall'esito, tutt'altro che scontato, del vertice dell'11 e 12 dicembre. La Germania, che avrebbe margini di bilancio per destinare maggiori risorse allo sviluppo, non intende farlo perché ritiene prioritario mantenere ben saldi i suoi fondamentali. Al contrario, Francia e Regno Unito, vorrebbero un forte coinvolgimento dell'Unione europea nel fronteggiare la crisi e l'impiego di maggiori risorse.

Germania. Berlino ha destinato 23 miliardi di euro complessivamente, nel 2009 e nel 2010, per fronteggiare la crisi. La proposta approvata il 5 novembre dal Governo è articolata in 16 misure, che dovrebbero generare 50 miliardi di spesa nel biennio. Le misure sono: crediti agevolati alle imprese attraverso la banca statale KfW e la BEI (15 miliardi di euro); sospensione per due anni della tassa di circolazione per i nuovi veicoli ecologici; innalzamento del tasso di svalutazione dei nuovi investimenti per l'ammortamento degli investimenti dal 20% al 25% (tassi maggiori sono previsti per le piccole e medie imprese); incentivi fiscali alle ristrutturazioni delle abitazioni con tecnologie ecologiche (3 miliardi); raddoppio delle detrazioni per le imprese artigiane; sconti fiscali per le nuove autovetture acquistate nel 2009; estensione da 12 a 18 mesi dell'indennità di disoccupazione; aumento da 600 a 1.200 euro la quota di lavori casalinghi che una famiglia può portare in deduzione fiscale; ampliamento dell'istruzione rivolta agli adulti e ai lavoratori *low skilled*; prestiti erogati dalla banca statale KfW ai Comuni per il finanziamento di investimenti infrastrutturali (4 miliardi).

Francia. Nonostante le previsioni di deficit consistenti nei prossimi anni, alla fine di ottobre il Presidente francese ha annunciato una riforma degli ammortizzatori sociali che potrebbe avere effetti importanti in termini di contrasto alla crisi. Le misure adottate riguardano: 100 mila contratti di lavoro sovvenzionati (*contrats aidés*) in più, nel 2009, che permettono di trovare impieghi temporanei presso enti locali, associazioni culturali o umani-

tarie; estensione dei contratti di transizione professionale, che consentono a un dipendente licenziato in seguito a una ristrutturazione di mantenere per un anno il 100% dell'ultimo salario; allentamento dei limiti per il ricorso ai contratti a tempo determinato; sgravi fiscali sul lavoro nel settore dei servizi. Il 4 dicembre è stato annunciato un piano di sostegno all'economia per 26 miliardi di euro nel biennio 2009-2010. Il piano prevede: 11,5 miliardi alle imprese per rimborsi IVA, crediti d'imposta per gli investimenti in ricerca e detassazione degli utili reinvestiti; 1,2 miliardi per l'occupazione di cui 500 milioni a favore dei contratti di impiego sovvenzionati e la restante parte destinata all'aumento del reddito minimo garantito di 200 euro per circa 3,8 milioni di lavoratori; 220 milioni sono stati destinati alla rottamazione delle auto di almeno 10 anni e la sostituzione con auto ecologiche; 300 milioni, di cui 200 provenienti dallo Stato e 100 dalle due maggiori società automobilistiche, Peugeot, Citroen e Renault, per la creazione di un fondo diretto a sostenere l'indotto dell'industria dell'auto a condizione di non delocalizzare la produzione; prestiti statali sino a 1 miliardo rimborsabili a un tasso dell'8% destinato alle società finanziarie dei due gruppi automobilistici; 1,8 miliardi per sostenere il settore delle costruzioni attraverso la creazione di 100 mila nuovi alloggi a elevata efficienza energetica e l'erogazione di prestiti a tasso zero per l'acquisto della prima casa; 700 milioni per l'esonero dal pagamento degli oneri contributivi per i nuovi assunti nelle imprese con meno di dieci dipendenti e 500 milioni per la riqualificazione professionale; 10,5 miliardi per l'ammodernamento delle infrastrutture, provenienti in parte dallo Stato in parte da alcune grandi aziende.

Regno Unito. Il 24 novembre il governo britannico ha varato un pacchetto di misure anti-crisi per 24 miliardi di euro, nel periodo 2008-2010. Tra queste: il taglio dell'IVA del 2,5% a partire dalla fine di novembre e per 13 mesi (da 17,5% al 15%), con un costo di 12,5 miliardi di euro; l'anticipo al 2009 di 3 miliardi di spesa per infrastrutture inizialmente programmata per il 2010; l'aumento nel 2011 dei contributi previdenziali per i redditi medio alti; l'aumento sempre dal 2011 di 5 punti dell'aliquota marginale sui redditi maggiori di 150 mila sterline (dal 40 al 45%); una serie di misure dirette ai redditi più bassi tra cui 1,8 miliardi di euro per ridurre il peso dei mutui e il rinnovo, per il 2009, dell'innalzamento dell'indennità per i meno abbienti; alle piccole imprese in difficoltà è concesso di rinviare il pagamento delle imposte; è stato rinviato di un anno il previsto incremento di 1 punto percentuale dell'aliquota dell'imposta sulle piccole società.

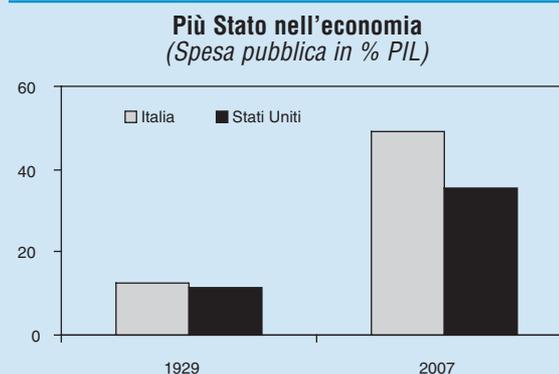
Spagna. Il governo ha destinato 41 miliardi di euro al rilancio dell'economia approvate in più tempi. Nell'aprile 2008: 18 miliardi di euro per sgravi fiscali, opere pubbliche e sostegno all'occupazione a partire dal 2008. Nell'agosto 2008: 20 miliardi di euro per il 2008 e 2009 destinati a 24 misure tra cui prestiti e semplificazione degli adempimenti burocratici per le piccole e medie imprese (10 miliardi), programmi di edilizia popolare (5 miliardi) e facilitazioni alle famiglie per quanto riguarda i mutui nonché l'abolizione dell'imposta sul patrimonio. Nel settembre 2008: 3 miliardi di euro per fronteggiare la crisi del settore edile. Il 3 novembre il governo ha annunciato un nuovo pacchetto anti-crisi per il 2009-2010 a favore dell'occupazione per complessivi 170 milioni di euro (moratoria di due anni sul pagamento delle rate di mutuo per i disoccupati, sussidi alle imprese che assumono disoccupati e una serie di misure a favore dei settori *high tech* dove siano elevati i livelli di disoccupazione).

1929 CONTRO 2008: ECONOMIE DIVERSE, CRISI NON RIPETIBILE

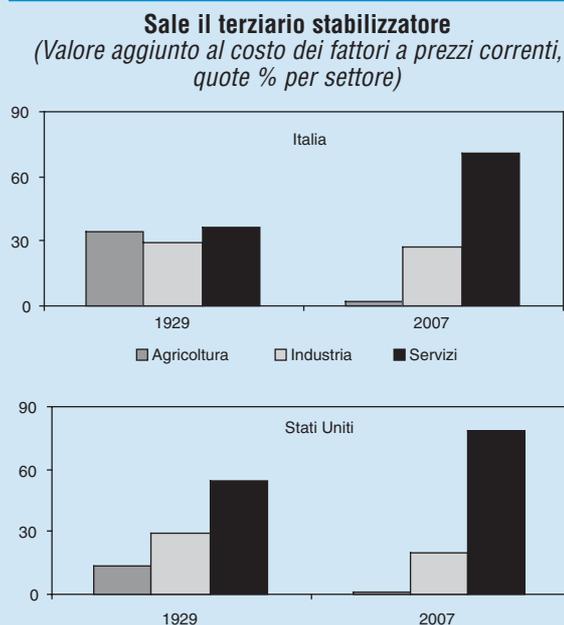
Perché l'attuale crisi non avrà gli effetti devastanti di quella del 1929? Perché il maggiore coinvolgimento dello Stato nell'economia e il cambiamento nella struttura produttiva limitano gli effetti delle fluttuazioni cicliche.

Attualmente il peso del settore pubblico nell'economia è molto più rilevante di quanto non fosse nel '29. Indipendentemente dal differente ruolo della pubblica amministrazione nei diversi paesi – molto accentuato in Italia, più limitato negli Stati Uniti – in 78 anni l'attività di questa è cresciuta sino a rappresentare una quota molto rilevante del prodotto interno lordo. E agisce da stabilizzatore automatico perché la spesa pubblica è insensibile al clima di fiducia e non viene contagiata dalle decisioni di spesa dei privati. Anzi, tende a crescere quando questa scende perché al calo della domanda, della produzione e dell'occupazione risponde un aumento degli ammortizzatori sociali per sostenere il reddito dei senza lavoro. Questo ruolo di compensazione del ciclo è tanto più forte quanto maggiore è il peso della P.A. sul PIL. Nel 2007 in Italia la spesa pubblica era pari al 49,1% del PIL e negli Stati Uniti al 35,7%, mentre nel 1929 (quando gli ammortizzatori sociali nemmeno esistevano) era del 12,8% e dell'11,3% rispettivamente.

Una funzione analoga è svolta dal terziario, che rispetto al settore manifatturiero oscilla meno lungo le varie fasi del ciclo perché soddisfa una serie di bisogni poco elastici all'andamento del reddito e comunque il cui acquisto non è facilmente differibile rispetto a quello di beni durevoli e semidurevoli. Tra il 1929 e il 2007 il peso dei servizi è salito dal 54,6% al 79% negli Stati Uniti e dal 36,5% al 70,9% in Italia.

Grafico A

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, BEA.

Grafico B

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, BEA.

2.3.4 L'Italia: le politiche proposte, il loro impatto

Le difficili misure a sostegno del credito Le misure adottate a ottobre per il sostegno alle banche puntano ad aumentare la liquidità e la patrimonializzazione e quindi a evitare la restrizione al credito. Rimangono ancora una serie di incertezze, non del tutto chiarite con i provvedimenti del 29 novembre, sulle loro modalità operative. Per esempio su come garantire il credito all'economia. O sul rendimento chiesto sugli strumenti sottoscritti dal Tesoro per migliorare il patrimonio delle banche. Un rendimento troppo elevato potrebbe limitare la domanda di questi strumenti, quindi la provvista da parte delle banche. Il rischio di una riduzione dell'accesso al credito a famiglie e imprese salirebbe.

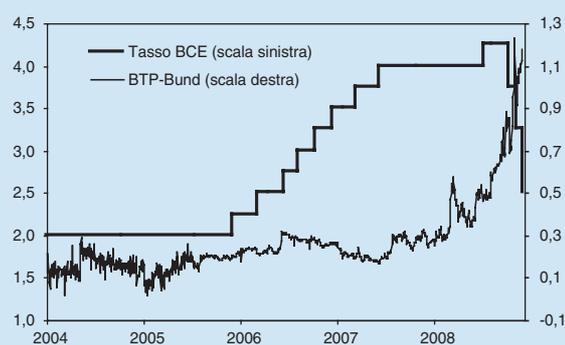
Un intervento che accresce la liquidità delle imprese è lo sblocco di 6 miliardi di crediti IVA ultradecennali previsto dal decreto del 29 novembre. Questi sono però solo una minima parte dei crediti vantati dalle imprese nei confronti della pubblica amministrazione. Più efficace sarebbe il rilascio da parte dalle amministrazioni pubbliche di un certificato della liquidazione del debito alle imprese creditrici. Il governo dovrebbe accettare che questo titolo possa essere scambiato con titoli del debito pubblico dalle banche. In questo modo, le imprese potrebbero scontare i certificati in banca. Ma questa misura si scontra con i vincoli sul debito pubblico perché farebbe emergere debito occulto che andrebbe quindi registrato negli aggregati validi per il rispetto dei parametri europei.

Per l'economia una spinta vincolata L'Italia chiuderà il 2008 con un deficit pubblico pari al 2,6% del PIL e uno stock di debito del 104,1%. Si tratta del più alto debito pubblico tra i paesi europei. Anche il deficit è tra i peggiori. La congiuntura difficile comporterà una minor dinamica delle entrate e maggiori uscite per sostegno del reddito (come la CIG). Perciò i margini per poter attuare interventi espansivi sono molto limitati. Tanto più che negli ultimi mesi il differenziale di rendimento tra i BTP e i Bund è salito nettamente (Grafico 2.11). Nel clima di forte turbolenza, in ottobre e novembre ha raggiunto livelli che non si vedevano dal 1997, prima dell'ammissione all'euro. Questo fenomeno ha in realtà interessato i titoli del debito pubblico anche di nazioni virtuose, come Irlanda e Spagna, oltre a quelli greci e portoghesi, perché nella fuga alla qualità gli investitori non fanno molte distinzioni. Ma considerato l'alto debito, incide notevolmente sul conto economico aggravando la spesa per interessi.

Un'azione espansiva che implichi l'allargamento del deficit potrebbe esercitare ulteriori

Grafico 2.11

Cresce lo spread BTP-Bund



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial.

pressioni al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine attraverso un più elevato premio per il rischio di credito. È anche vero che la stessa crescita negativa mina la sostenibilità del debito pubblico e quindi il rilancio dell'economia può spezzare la spirale negativa. Cosa fare, allora, per ripristinare la fiducia?

Il pacchetto di misure approvato il 29 novembre è principalmente una riallocazione di risorse già stanziata o comunque coperte con altri interventi inseriti nello stesso decreto. Le misure sono pressoché neutrali per i saldi di bilancio e ciò ne contiene notevolmente l'impatto sull'economia (Tabella 2.8). Nel complesso possono essere giudicate positivamente. Ma sono inadeguate in termini di risorse a fronteggiare l'attuale contesto; inadeguatezza dovuta alla montagna del debito pubblico. Per le infrastrutture si opera una riprogrammazione delle priorità rispetto a quelle già previste (un'azione più decisa è attesa venire dalla riallocazione dei fondi FAS). Per le famiglie, l'intervento più costoso (il *bonus*) ammonta a 2,4 miliardi, incapace da solo di riattivare la domanda in modo apprezzabile. Riconoscendo l'importanza di politiche neutrali di bilancio, in una fase come questa occorrerebbe redistribuire un ammontare di risorse molto maggiore verso i redditi più bassi e gli investimenti.

Per ripristinare la fiducia di imprese e famiglie, la strada maestra è aumentare la credibilità dell'amministrazione pubblica. E creare prospettive economiche migliori. Lo strumento sono le riforme strutturali. Per esempio, innalzando l'età pensionabile adeguandola alla media europea e riducendo gli oneri previdenziali. La spesa pubblica ne risulterebbe stabilizzata nel lungo termine. La diminuzione immediata del costo del lavoro accrescerebbe la competitività del sistema produttivo. Le maggiori risorse in busta paga rappresenterebbero un buono stimolo per la domanda delle famiglie, soprattutto se venisse individuata accuratamente la fascia di lavoratori a basso reddito interessati da una misura di questo tipo. Effetti analoghi avrebbe l'anticipo del passaggio al sistema contributivo.

Un maggiore impegno nel rendere la pubblica amministrazione più efficiente è un altro esempio. Si potrebbe iniziare dalla revisione della spesa pubblica con l'intento di tagliare dove è improduttiva e riallocare le risorse. I margini sono molto ampi. La chiusura di alcuni enti (le Province, l'ACI, ecc.) consentirebbe importanti risparmi di spesa ma soprattutto darebbe un chiaro segnale di svolta. La revisione delle procedure con cui si realizzano le infrastrutture permetterebbe di accelerare gli investimenti in opere pubbliche e colmare un divario competitivo. La riorganizzazione dell'istruzione e della ricerca accrescerebbe il capitale umano a parità di spesa. Il Governo ha intrapreso alcune importanti riforme di riqualificazione che andrebbero però rafforzate, rendendole più mirate.

Tabella 2.8

Effetti del D.L. n. 185 del 29 novembre 2008 (In milioni di euro)			
	2009	2010	2011
Minori spese	945	1.292	2.137
Blocco incrementi automatici di contributi e tariffe	96	88	88
Copertura potenziamento finanziario Confidi	150	150	100
Fondo Formazione professionale e copertura Fondo occupazione	154	204	204
Finanziamento legge obiettivo			350
Estensione competenze Cassa Depositi e Prestiti			
Finanziamento Ferrovie	480	720	1.200
Copertura privatizzazione Tirrenia SpA	65	130	195
Maggiori entrate	5.026	2.357	2.360
Riallineamento e rivalutazioni valori contabili	2.757	123	80
Accertamenti	601	1.268	1.157
Escussione delle garanzie prestate a favore della PA	750	100	100
Controllo su circoli privati	150	150	300
IVA servizi televisivi	468	417	424
Potenziamento riscossione	300	300	300
Totale risorse	5.971	3.649	4.497
Maggiori spese	4.175	2.227	2.657
Bonus famiglia	2.400		
Mutui prima casa	350		
Blocco incrementi automatici di contributi e tariffe	96	88	88
Detassazione contratti di produttività	60		
Fondo rimborso mancata deducibilità IRAP	100	500	400
Potenziamento finanziario Confidi	150	150	100
Integrazione Fondo per l'occupazione	254	304	304
Finanziamento Legge obiettivo	60	400	500
Fondo investimenti Gruppo Ferrovie dello Stato SpA	480	720	1.200
Privatizzazione Tirrenia SpA	65	65	65
Maggiori oneri di riscossione - Equitalia SpA	50		
Lavoratori socialmente utili della scuola	110		
Minori entrate	1.767	1.302	1.762
Sospensione sovrapprezzi pedaggi	87		
Detassazione contratti di produttività	400	128	
Deducibilità IRAP	1.090	657	642
Differimento esigibilità IVA di cassa	188	31	31
Riallineamento e rivalutazioni valori contabili		463	1.049
Detassazione dei microprogetti di arredo urbano	2	23	39
Totale impieghi	5.942	3.529	4.418
Manovra netta	29	120	79

Fonte: elaborazioni CSC.

2.4 Il mondo che verrà

Come sarà l'economia globale all'uscita dalla crisi? Quali cambiamenti interverranno? Non occorre grande fantasia per indicare, nello scenario migliore (e anche più probabile) almeno tre linee di tendenza: un sistema finanziario più prudente che darà meno credito e a costi maggiori; gli Stati Uniti avranno conti esteri migliori ma conti pubblici da aggiustare; i paesi emergenti riprenderanno a correre, riportando scarsità tra le materie prime.

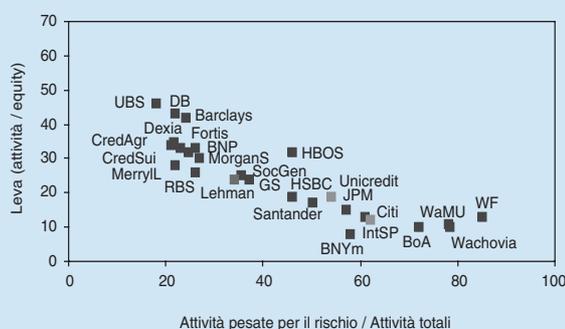
Come cambia la finanza Nella crisi in corso il vero ostacolo alla crescita, e la maggior causa di recessione, è costituito dal credito a imprese e famiglie e dalla sfiducia che dal sistema bancario ha contagiato l'economia reale. Da oltre un anno i mercati finanziari sono caratterizzati da tensioni sulla liquidità e da aumento del costo della raccolta di capitale, per l'acuirsi della sfiducia nelle controparti. L'impatto su imprese e famiglie è avvenuto con il trasferimento di un più alto costo del credito, sottoforma di maggiori *spread*. Che non torneranno ai livelli pre-crisi. Ci sarà maggiore avversione al rischio da parte delle banche. Sotto forma di più attenzione al rapporto tra rendimento e rischio. E alla solvibilità del cliente (rapporto tra rata di lungo periodo e reddito) nell'erogazione dei mutui; ciò soprattutto negli Stati Uniti, in Italia il livello di attenzione era già elevato. Solo la riduzione dei tassi da parte delle banche centrali ha contenuto in parte l'aumento del costo. Si teme che le difficoltà a rifinanziarsi e le perdite ingenti, dovute all'illiquidità di molti mercati, inducano le banche a ridurre troppo rapidamente la leva (rapporto tra totale attivo e patrimonio).

Una volta superata questa fase critica, e ridimensionate le poste attive nei bilanci delle banche, verrà meno la causa del *credit crunch* e l'attività creditizia tornerà a fluire normalmente. Tuttavia nel medio termine si avrà una dinamica più frenata dei prestiti bancari. Non si vedranno nei prossimi anni i tassi di crescita in doppia cifra per i prestiti alle imprese e alle famiglie, osservati ad esempio in Italia da fine 2006 (picco in ottobre 2007 al +14,7% annuo quelli alle imprese) ma un'espansione più sostenibile.

Per evitare nuove crisi, o anche solo limitare il rischio che ve ne siano, il sistema finanziario dovrà avere più regole. E migliori. Secondo le raccomandazioni del *Financial Stability Forum*, che in parte si stanno già applicando, serve un sistema bancario con più capitale e meno debito. Quindi con una leva finanziaria più contenuta. Il punto è arrivarci gradualmente. Le condizioni patrimoniali saranno rinforzate anche attraverso la revisione dei requisiti di Basilea 2 appena entrati in vigore. Stando ai parametri di Basilea 2, infatti, *Lehman Brothers* sarebbe stata perfettamente in linea con le altre maggiori banche occidentali (Grafico 2.12). Tutte le maggiori banche, infatti, operano con una struttura del bilancio che le pone tra una e due volte sopra il minimo prudenziale di Basilea 2. Difatti le banche hanno usato leva e rischio dell'attivo come principali strumenti di monitoraggio del rischio. Ma essi consentono di assumere rischi insostenibili, in media doppi di quelli di un *Hedge Fund*. Basilea 2 funziona bene solo se è una singola banca a soffrire, ma se le difficoltà si estendono alla gran parte del settore i suoi meccanismi prudenziali sono inutili o addirittura pro-ciclici perché obbligano a ridurre l'esposizione al rischio man mano che i prezzi sui mercati scendono, e viceversa.

Grafico 2.12

Basilea 2 non evita i crack bancari



Fonte: Bilanci bancari.

La revisione di Basilea 2, infatti, deve attenuare l'implicita tendenza alla prociclicità del sistema finanziario. L'utilizzo dei derivati, che hanno contribuito alla moltiplicazione della leva finanziaria, deve essere ridotto. Serve anche un cambiamento del ruolo delle agenzie di *rating* che la crisi ha messo in discussione perché non hanno segnalato in modo tempestivo il peggioramento delle condizioni patrimoniali delle istituzioni finanziarie.

Il mondo uscirà dalla crisi con una maggiore presenza del settore pubblico nel sistema bancario, non solo negli Stati Uniti. Salvataggi a opera dello Stato sono avvenuti anche in Europa. L'alternativa sarebbero stati fallimenti a catena con effetti sistemici dirompenti. In Italia la maggiore prudenza bancaria negli anni pre-crisi ha evitato cadute rovinose. Le analisi Banca d'Italia mostrano che il coefficiente di patrimonializzazione delle banche italiane è del 10,7% contro il requisito minimo dell'8%. Per i cinque maggiori gruppi italiani la leva finanziaria è inferiore del 25% rispetto alla media delle maggiori banche europee.

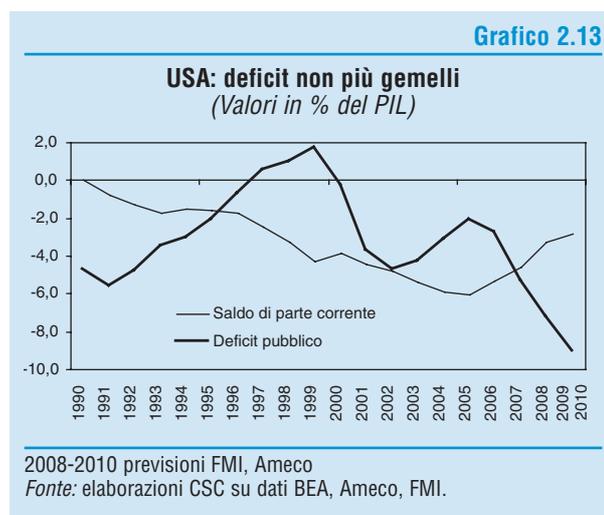
Il salvataggio pubblico pone un problema di incentivi negativi (*moral hazard*): le banche possono essere indotte a prendere più rischi perché contano sull'esistenza di un paracadute. Ma lasciar agire il mercato e far fallire grandi istituzioni finanziarie avrebbe potuto avere conseguenze a catena disastrose. Il problema degli incentivi è affrontato diversamente: i vertici delle banche «salvate» subiscono forti decurtazioni nelle remunerazioni (es. AIG), gli azionisti subiscono diluizione del capitale e minore redditività a causa degli oneri imposti dai governi salvatori.

Dato che il sistema finanziario è globale vanno anche adeguate le istituzioni internazionali, per avere la possibilità di intervenire in modo tempestivo e coordinato. Rafforzando il FMI e ampliando dal G8 al G20 il coordinamento.

L'aggiustamento negli USA

Il deficit di parte corrente americano stava migliorando prima dell'acuirsi della crisi (5% del PIL nella prima metà del 2008 dal 6% nel 2006; un progresso più forte al netto del petrolio) grazie al dollaro debole che sosteneva l'export. Il rafforzamento del biglietto verde ora rallenta il risanamento, anche se resta sottovalutato sull'euro. L'ampliamento del deficit commerciale è stato causato in gran parte dai consumi molto dinamici che assorbivano import. La crisi corregge la tendenza dei consumi, attraverso una maggiore propensione al risparmio e ciò migliora i conti esteri.

L'aumento della bolletta energetica aveva frenato il miglioramento, ma ora è destinata a diminuire: il calo delle quotazioni del greggio vale 1,2 punti di PIL di riduzione nel 2009 del deficit commerciale USA. Le due forze positive (consumi e petrolio) nei prossimi due anni supereranno l'effetto dollaro, producendo un miglioramento del deficit durante e dopo la crisi (Grafico 2.13).



Tale progresso stride con il ritorno a un ampio deficit pubblico, causato dagli stimoli all'economia, e alla recessione. Anche il debito è destinato a salire per gli interventi nel sistema bancario e finanziario (ad esempio i 45 miliardi di dollari di iniezione di capitale in Citigroup sono pari allo 0,3% del PIL). Sul deficit peserà una maggiore spesa per interessi. All'uscita dalla crisi gli Stati Uniti avranno i conti pubblici in disordine, con un disavanzo più che triplicato in tre anni (da 2,8% del PIL nel 2007 a 9,0% nel 2010). È il prezzo da pagare per evitare il tracollo dell'economia. Ma gli Stati Uniti non torneranno ai deficit gemelli (dal 2001 al 2003) quando entrambi erano su un sentiero di deciso peggioramento e ciò renderà meno problematico il finanziamento del debito pubblico.

Gli emergenti resteranno il baricentro della crescita Nel 2009 le economie emergenti saranno l'unica fonte di crescita mondiale, vista la recessione delle economie avanzate. Una fonte comunque prosciugata. Dopo l'uscita dalla crisi resteranno la parte più dinamica dell'economia mondiale, contribuendo per i tre quarti dell'incremento del PIL globale, come già avvenuto dal 2001 al 2007.

Ci sono vari motivi per cui gli emergenti continueranno a crescere a tassi maggiori dei paesi avanzati tendendo a raggiungerne i livelli di reddito pro-capite (*catching-up*): maggiore crescita della popolazione, necessità di accumulare capitale di base (infrastrutture), più forte incremento della produttività con lo spostamento di forza lavoro dall'agricoltura all'industria.

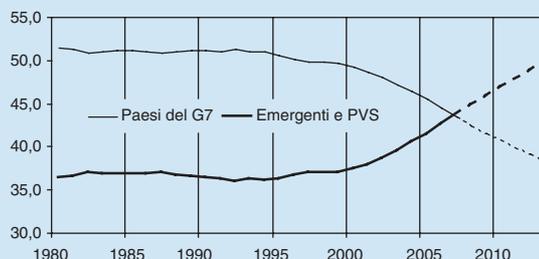
Molte analisi prevedono che entro vent'anni tra i paesi più ricchi ci saranno quelli che sono (e saranno) i più popolosi, i cosiddetti BRIC (Brasile, Russia, India, Cina). Già oggi l'aggregato di emergenti e PVS (43,7% del PIL mondiale nel 2007, calcolato in PPA) ha scavalcato quello dei paesi del G7 (Grafico 2.14). Il G7 contava ancora per il 51,3% del PIL globale nel 1992, era sceso al 43,5% nel 2007, scenderà verso il 40% nel 2010. Mentre sarà crescente il peso non solo di Cina e India, ma anche dei paesi energetici.

Così nel mondo dopo la crisi le dinamiche, non solo economiche, degli emergenti avranno un'influenza sempre più forte sulla crescita mondiale. Quelli più popolosi, poi, hanno una domanda interna potenziale molto maggiore: nel lungo periodo avranno una superiore capacità di crescere autonomamente e saranno meno dipendenti dal commercio estero. Ciò potrebbe tendere a moderare l'espansione del commercio mondiale e a spingere le imprese estere a investire direttamente dentro quei mercati promettenti.

Le materie prime torneranno scarse. Il ripristino di una forte crescita in Cina, India e altri emergenti sosterrà la domanda di materie prime. Una richiesta minore verrà dalle econo-

Grafico 2.14

Il sorpasso degli emergenti sul G7 c'è già stato (Quote % del PIL mondiale, in PPA)



Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

mie avanzate; addirittura per il petrolio la richiesta dai paesi OCSE sarà in calo nel lungo periodo (Grafico 2.15), mentre aumenterà per l'aggregato dell'energia, comunque molto meno che negli emergenti.

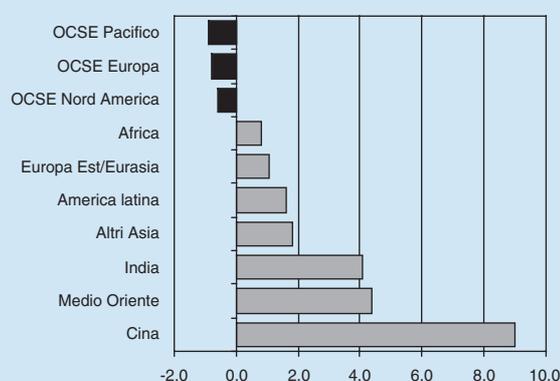
La ripresa della domanda di *commodity* porrà di nuovo rischi di carenza di offerta in vari mercati agricoli e non. Per il greggio ci sarà bisogno di 64 milioni di barili al giorno di capacità estrattiva addizionale entro il 2030, cioè sei volte quella attuale dell'Arabia Saudita, per coprire la crescita della domanda e compensare il declino dell'offerta esistente. Il tasso di esaurimento dei pozzi attuali è in netta accelerazione. A fronte di ciò le riserve sono abbondanti, ma c'è bisogno di tempestivi e consistenti investimenti in infrastrutture energetiche per sfruttarle. Investimenti che potrebbero essere ritardati dalle tensioni in corso sul credito e anche dal prezzo del greggio.

Un altro rischio per gli investimenti in estrazione di idrocarburi è che vanno fatti sempre più nei paesi non-OCSE (in particolare OPEC), dove più si concentrano le riserve. Crescerà rapidamente il ruolo delle compagnie petrolifere nazionali, mentre perderanno peso le *major* occidentali. In alcuni casi ciò può portare a carenza di tecnologie e competenze. Comunque, l'aumento della produzione di greggio verrà dall'OPEC, mentre l'offerta nei paesi OCSE sarà in caduta. La concentrazione geografica delle riserve energetiche fossili pone anche un problema geopolitico, non solo per il petrolio: quelle di gas naturale sono in gran parte (56%) in mano a Russia, Iran e Qatar.

In tale quadro, i prezzi delle materie prime sono destinati a risalire. Per il greggio l'AIE prevede un rialzo a oltre 200 dollari per barile nel 2030, a causa dei costi marginali crescenti nell'estrazione. Con il persistere della volatilità del prezzo, dovuta a un mercato che resterà sempre teso, per la difficoltà con cui l'offerta terrà il passo. La spesa per l'energia, cresciuta dall'1% del PIL mondiale nel 1998 al 4% nel 2007, si stabilizzerà oltre il 5%, con implicazioni negative per i paesi consumatori. Solo all'inizio degli anni 80 il mondo spendeva di più (oltre il 6%). Concentrazione della produzione e prezzi in salita porteranno ai paesi OPEC più introiti dall'export e maggiore crescita, con un aumento della loro quota sul PIL totale mondiale. Viceversa aumenterà (in volume e valore) l'import di energia dei paesi OCSE. Accrescendone di nuovo il peso sulle bilance commerciali.

Grafico 2.15

La domanda di petrolio aumenta solo fuori dall'OCSE (Variazione dal 2007 al 2030; milioni di barili al giorno)



Fonte: elaborazioni CSC su dati IEA.

