

Cause e rimedi della crisi economica



Igor Zuccarello

ISBN 9788827535219

INDICE

Prefazione..... 2

Capitolo I

Aspetti della Crisi Economica..... 4

Capitolo II

Origini e cause della crisi economica in Italia..... 31

Capitolo III

I problemi strutturali dell'economia italiana..... 42

Capitolo IV

Le politiche della BCE..... 55

Capitolo V

Come uscire dalla crisi..... 68

Capitolo VI

Le principali teorie economiche..... 80

Capitolo VII

Conclusioni..... 89

Prefazione

*É risaputo che la causa principale della crisi economica attuale, che sta durando dal 2008, è il disastro generato negli Stati Uniti a causa dei **mutui-subprime**. In relazione agli eventi del 2008 si parla spesso di eccessiva finanziarizzazione dell'economia e distacco della finanza dall'economia reale.*

*Ma c'è anche dell'altro? Forse le **cause dell'attuale crisi economica**, la più grave dal dopoguerra, possono essere cercate probabilmente negli eventi degli ultimi decenni, eventi storici, economici, antropologici, sociali etc.*

*Pensiamo al processo di globalizzazione dei mercati e delle economie, la **globalizzazione** che ha contagiato anche altri ambiti dando vita a cambiamenti epocali.*

*La **globalizzazione dei mercati** ha messo in seria difficoltà le piccole aziende e le produzioni locali. Con l'avvento della crisi economica attuale soggetti già in bilico sono crollati del tutto e se pensiamo alla crisi economica attuale come una crisi della domanda si capisce chiaramente come la globalizzazione dei mercati abbia contribuito a rendere ancora peggiore la crisi economica.*

*Poi bisogna ascoltare le parole di **Thomas Piketty** che con il suo libro **Capital in the Twenty-First Century** ha chiaramente indicato che negli ultimi decenni si è creata una **sproporzione abissale tra redditi da lavoro e redditi da capitale**.*

*Per Piketty i redditi da capitali sono molto maggiori rispetto ai redditi da lavoro e, con ciò, le diseguaglianze e le ingiustizie sociali sono cresciute al punto da essere un problema per l'economia globale. C'è stata una trasformazione dell'economia politica capitalista dal **keynesismo** del dopoguerra al **neoliberismo** attuale: si è passati da una crescita economica attraverso la redistribuzione dall'alto verso il basso, ad una crescita economica attraverso la redistribuzione dal basso verso l'alto.*

*Da considerare poi la **deregulation** (promossa negli anni 80 del 1900 con Reagan e Thatcher) che ha spalancato le porte al caos economico globale ancora presente oggi, caos economico globale dovuto anche al declino oltremodo evidente degli Stati Uniti dal punto di vista economico. Il **declino degli Stati Uniti** però non è solo economico; infatti quella che era una volta la superpotenza numero uno, sia dal punto di vista militare che economico, ora è stata superata dalla Cina in termini economici da non dimenticare che ci sono anche le economie emergenti, il tutto in un caos economico globale.*

*Con la fine dell'**egemonia degli Stati Uniti** sta seguendo una fase di caos sistemico nel quale nessuna **superpotenza economica** riesce a prendere il posto egemonico che fino a poco tempo fa hanno occupato gli Stati Uniti. Questo succede perché la Cina è affiancata da competitors abbastanza potenti come il Brasile o la Russia e poi, grazie al processo di globalizzazione, non si crea un baricentro dell'economia come era successo con gli Stati Uniti nel passato, ma si creano più centri dell'economia mondiale: quindi si determina un caos economico che si accompagna anche a crisi cicliche e a squilibri incombenti.*

Il presente libro, estrapolando e rielaborando dati e notizie ricavati dal lavoro di illustrissimi economisti, professori e studiosi della materia, nasce allo scopo di ripercorrere le principali tappe dell'attuale crisi economica, illustrandone le cause scatenanti, proponendo una riflessione su quali politiche adottare per cercare di evitare il ripetersi di una catastrofe economica dalle conseguenze sempre imprevedibili.

Capitolo 1

Aspetti della Crisi Economica

Stiamo ancora vivendo la più grande crisi economico-finanziaria dagli anni '30 del secolo scorso, quando vi fu la Grande Depressione, conosciuta meglio come “la grande crisi del 1929”.

La crisi, inizialmente solo finanziaria, si è trasformata in una grave crisi economica il cui esito, nonostante un certo ottimismo recente, è ancora incerto.

Questa crisi, impreveduta dagli economisti nelle sue dimensioni globali, è completamente diversa da quella di inizio secolo (Bolla Internet), ma anche da quelle degli anni '70 (crisi petrolifere).

La situazione di difficoltà economica ed elevata disoccupazione in cui si trovano l'Italia ed altri Paesi europei è iniziata dal 2008, ma quali sono state le cause che hanno determinato tale crisi?

Tutto ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006 con la crisi finanziaria dei mutui *subprime*, ma i presupposti della crisi risalgono al 2003, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che, in condizioni normali, non avrebbero ottenuto credito in quanto non in grado di fornire sufficienti garanzie. I fattori che hanno determinato la crescita dei mutui *subprime* sono riconducibili alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense ed allo sviluppo delle cartolarizzazioni.

Cerchiamo di capire e conoscere meglio questi due aspetti scatenanti la suddetta crisi economica.

■ **La bolla immobiliare**

A partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni sono cresciuti in maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale dinamica era favorita da una politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che ha mantenuto i tassi di interesse su valori bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della

bolla internet che causò un crollo delle quotazioni dei titoli del settore di

oltre il 90% con la conseguenza che parecchie società fallirono. Il termine Dot-com viene utilizzato per identificare quelle aziende che, nate a seguito del notevole surplus di fondi generati dalle venture capital, ed al grande ottimismo del mercato azionario durante la fine del ventesimo secolo, impostarono un business improntato principalmente all'erogazione di servizi via web. Le Dot-com furono le protagoniste, in negativo, della bolla speculativa della new-economy all'inizio degli anni 2000, quando, numerose di esse, fallirono generando una vera e propria recessione della New Economy. Pertanto con il termine Dot-com si sta ad indicare tutte quelle aziende nate senza un chiaro piano industriale, di marketing, con una mancanza di solidità destinare inesorabilmente al fallimento.

■ Il contagio nel settore bancario

Le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui *subprime* registrarono pesanti perdite. A partire da luglio 2007 e per tutto il 2008, inoltre, si susseguirono vari declassamenti del merito di credito (*downgrading*) di titoli cartolarizzati da parte delle agenzie di rating. Tali titoli, ormai ampiamente diffusi sul mercato, persero ogni valore e divennero illiquidabili, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito linee di liquidità. Alcune banche, tuttavia, non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste, poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito. In un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario, il mercato interbancario sperimentò un forte aumento dei tassi ed una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari.

Dalla crisi di fiducia si sviluppò dunque una crisi di liquidità; le banche subirono pesanti perdite non solo per l'esposizione verso le società-veicolo, ma anche per le esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, i fondi che avevano investito nei titoli cartolarizzati), ovvero il possesso diretto di titoli strutturati per motivi di investimento. Tali circostanze condussero alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi verso il fallimento, evitato grazie all'intervento del Tesoro di concerto con la FED.

Il 15 settembre 2008 la banca di investimento Lehman Brothers non ricevette aiuti statali o supporto da soggetti privati ed avviò le procedure fallimentari. L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers innescò una nuova fase di intensa instabilità. La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli Usa, scosse profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione ed incertezza sui mercati. Il *default* della Lehman Brothers generò preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari e timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte, percepito dagli operatori, determinò una nuova drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari ed un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le banche centrali, come si vedrà in seguito, avessero già avviato massicce iniezioni di liquidità.

La crisi apparve sempre più nella sua natura sistemica, con turbolenze senza precedenti che si estesero dal mercato dei prodotti strutturati ai mercati azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario, e progressivamente all'intero sistema finanziario evidenziando un elevato grado di interconnessione. Per effetto dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni paesi europei al fenomeno dei mutui *subprime*, il contagio si estese anche all'Europa.

■ **La crisi finanziaria si trasmette all'economia reale**

In breve tempo, la crisi dei mutui *subprime* si trasferì all'economia reale statunitense ed europea, provocando una caduta di reddito ed occupazione. A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni (cosiddetto effetto ricchezza) ed il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie ed imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti. Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale.

■ **Le misure delle istituzioni statunitensi**

L'aggravarsi della crisi spinse il governo americano a intervenire con un

piano di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi, articolato sia in operazioni di nazionalizzazione sia in programmi di acquisto di titoli privati. Durante il biennio 2007-2009, il programma di acquisto di titoli cartolarizzati Tarp (*Troubled asset relief program*), la cui ampiezza era inizialmente fissata a 700 miliardi di dollari, raggiunse complessivamente 7.700 miliardi di dollari e comportò immissione di liquidità sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla FED a sostegno di banche e compagnie di assicurazione.

■ **Le misure delle istituzioni europee**

In Europa, la crisi toccò per prima Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli. La Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione dell'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline. A questo intervento ne seguirono altri, anche nella forma di ricapitalizzazioni ed acquisti di obbligazioni a sostegno di varie banche in crisi.

Consistenti piani di salvataggio per istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiungono i 3.166 miliardi di euro in Europa, sotto forma di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi; dati MBRES a dicembre 2013).

In particolare in Germania gli aiuti pubblici alle banche sono stati di ammontare considerevole, sia sotto forma di garanzie sulle passività bancarie, sia sotto forma di sottoscrizione di azioni o titoli subordinati (oltre 380 miliardi di euro di garanzie e circa 56 di capitale).

In Spagna il più consistente intervento di ricapitalizzazione ha coinvolto il fondo europeo di salvataggio (EFSF), che nel 2012 ha erogato un prestito allo Stato di oltre 30 miliardi di euro; tale somma costituisce la prima tranche dei 100 miliardi di aiuti concessi dall'Unione Europea al Paese per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del sistema bancario domestico.

In Italia, invece, il sistema bancario non è stato assistito da significativi interventi di sostegno pubblico sino alla fine del 2011. Lo Stato si è limitato, infatti, a sottoscrivere obbligazioni subordinate, per un ammontare complessivo di poco più di 4 miliardi di euro, emesse da quattro banche, a fronte dell'impegno degli istituti emittenti a non ridurre il credito erogato all'economia reale. Le maggiori difficoltà per le banche italiane sono state determinate, invece, dalla crisi del debito sovrano che, acuitasi dalla metà del 2011, ha provocato un deterioramento degli attivi bancari a causa dei consistenti investimenti diretti degli istituti di credito in titoli pubblici domestici. L'intervento dello Stato, in tal caso, ha preso la forma di garanzia pubblica sulle obbligazioni emesse dalle banche (per un ammontare di circa 120 miliardi) con l'obiettivo di alleviarne le difficoltà di provvista attraverso la riduzione del costo della raccolta obbligazionaria e l'accesso alle operazioni di rifinanziamento presso la BCE garantite dagli stessi titoli obbligazionari (si veda la Relazione Annuale della Consob per l'anno 2012).

I salvataggi bancari accrebbero in modo significativo il debito pubblico dei paesi coinvolti, gettando i presupposti per la cosiddetta crisi del debito sovrano termine con cui ci si riferisce alle obbligazioni vendute dallo Stato ad altri paesi od alla liquidità “presa in prestito” da questi ultimi per soddisfare la spesa pubblica. Si ricorre a questa misura quando il paese, non riuscendo ad aumentare il reddito, ha una crescita economica molto lenta; tuttavia, la somma ricevuta deve essere restituita con gli interessi ed entro una data scadenza. Come conseguenza della crisi economica iniziata nel 2008, l'eurozona ha avuto difficoltà nel gestire il suo debito; si registra un eccesso di debito sovrano soprattutto nei cosiddetti PIIGS, i paesi più deboli dell'area euro (si parla in proposito di crisi del debito sovrano).

■ **Gli interventi dei *securities regulators* e la riforma degli assetti di vigilanza**

Oltre agli interventi pubblici di salvataggio e nazionalizzazione di alcuni istituti in maggiore difficoltà, in molte giurisdizioni, i *securities regulators* (la Consob tra i primi) hanno attivato misure di intervento urgenti, come il divieto di vendite allo scoperto di titoli azionari. Alla luce di tali vicende successivamente è stato adottato un regolamento europeo in materia, in vigore dal novembre 2012.

La crisi ha messo in discussione, inoltre, la capacità di tenuta di quasi tutti i comparti della regolamentazione del sistema finanziario, da quella sui requisiti di capitale a quella sui principi contabili, per l'attitudine a creare un sistema di incentivi distorto e deresponsabilizzante. È emersa, inoltre, la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario (tra i quali quello relativo ad agenzie di rating, fondi speculativi e mercati cosiddetti *over the counter*), e di dettare standard più vincolanti in materia di *governance* delle imprese, soprattutto per ciò che riguarda le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi.

Gli eventi occorsi hanno messo in evidenza, infine, la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria in Europa e negli Usa. Da queste riflessioni, a seguito di ampio ed articolato dibattito, in Europa è stata disegnata una nuova architettura istituzionale volta a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme.

■ **La politica monetaria**

Abbiamo visto come la FED abbia mantenuto i tassi di interesse bassi. Avere tassi di interesse bassi equivaleva ad avere un basso costo del denaro per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, con la conseguenza di stimolare la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.

■ **La cartolarizzazione**

Oltre alla bolla immobiliare ed ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui *subprime* è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli 'trasformati' in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette 'società veicolo') e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo).

La cartolarizzazione consentiva alle banche di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi ed indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine.

In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati sono stati sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee.

La cartolarizzazione è un meccanismo finanziario attraverso cui le banche riuscivano a rivendere i mutui subprime trasferendone il rischio ad altri operatori nei mercati finanziari.

Attraverso la cartolarizzazione le banche passano dal classico modello “originate and hold” al nuovo modello “originate and distribute”.

Vediamo come...

Con un mutuo tradizionale la banca presta dei soldi al mutuatario per comprare una casa. In cambio, il mutuatario si impegna a ripagare il prestito in una serie di rate.

La banca ne trae un profitto, ma deve aspettare vari anni di rate per ottenere indietro l'intera somma prestata più gli interessi (originate and hold).

Con la cartolarizzazione, la prima fase è identica al mutuo tradizionale.

Questa volta però la banca rivende il mutuo ad un'altra istituzione finanziaria, “liberandosi” del rischio (originate and distribute).

Attraverso questa istituzione (Società Veicolo), la banca recupera immediatamente i suoi soldi, incassa un profitto e può ricominciare ad offrire altri mutui.

■ Il Leverage

Grazie alla cartolarizzazione, le banche e le altre istituzioni finanziarie (IF) possono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio

(fenomeno del “leverage” o leva finanziaria).

Nel caso delle IF USA il leverage era arrivato a toccare valori pari a 30 volte il capitale proprio; in Europa anche di più.

Ciò generava profitti elevatissimi: si supponga una IF con capitale proprio pari a 100 e leverage 30 (e quindi attività pari a 3000): un 1% di guadagno su tali attività implica un guadagno del 30% sul capitale.

La situazione espone però a gravi rischi: una perdita del 10% sulle attività (uguale a 300 in assoluto) è pari a 3 volte il valore del capitale proprio.

Pertanto, da quanto sopra esposto, abbiamo compreso che le banche americane, ed altre istituzioni finanziarie, offrivano numerosi mutui “subprime”, cioè ad alto rischio; le motivazioni che hanno spinto a fare ciò sono dovute essenzialmente a:

- 1) Il forte aumento dei prezzi delle case permetteva di coprire il rischio di eventuali insolvenze del debitore.
- 2) Il processo di cartolarizzazione, inoltre, trasferiva questo rischio ad altri e consentiva di ottenere nuovi fondi per continuare a concedere mutui.
- 3) Grazie alla creazione di Società Veicolo, anche con poco capitale proprio, si potevano espandere enormemente i prestiti e quindi i profitti.

■ **La cartolarizzazione e la sottovalutazione del rischio**

Il problema fondamentale è che il rischio implicito nelle cartolarizzazioni è stato ampiamente sottovalutato, a causa di:

- a) eccessivo ottimismo dovuto alla situazione economica generale favorevole;
- b) complessità ed opacità dei titoli cartolarizzati e derivati (MBS, CDO, CDO2), da cui incertezza sul loro effettivo valore;
- c) utilizzo spregiudicato di algoritmi matematici (David Li) che sembravano permettere di calcolare il valore di questi strumenti complessi tramite correlazioni di default basate sul passato;
- d) ricorso massiccio ai CDS per coprirsi dal rischio di insolvenza;
- e) creazione di un sistema bancario ombra non regolamentato;
- f) grande interconnessione tra le IF coinvolte nel processo (banche commerciali, banche di investimento, SV, compagnie di assicurazione, fondi pensione, ecc.).

In definitiva, i titoli cartolarizzati, promossi come investimenti sicuri, essendo redditizi in un'epoca di bassi tassi di interesse, sono stati comprati da tutti gli investitori finanziari, in America prima, e nel mondo intero poi. Grande interconnessione tra IF, all'interno dei vari paesi e tra paesi.

■ **La cartolarizzazione e la diffusione del rischio**

Come già detto, la crisi, inizialmente solo finanziaria, si è poi trasmessa all'economia reale attraverso una serie di meccanismi "classici" di trasmissione:

- 1) Stretta creditizia (Credit crunch – peraltro paradossale in una situazione in cui i tassi di interessi erano bassissimi e la moneta abbondante);
- 2) Effetti ricchezza (immobiliare e mobiliare): il crollo dei prezzi delle case e delle Borse ha ridotto i consumi delle famiglie, ma anche il volume dell'attività edilizia;
- 3) Effetti su aspettative di imprese e famiglie (crollo della fiducia e caduta di Scorte, Investimenti e Consumi);
- 4) Maggiore avversione al rischio e maggiore preferenza per la liquidità hanno fatto ulteriormente cadere prezzi di azioni e obbligazioni e ridotto ulteriormente la ricchezza delle famiglie;
- 5) Moltiplicatore del reddito (variazione più che proporzionale del reddito a seguito di una variazione di una componente autonoma della domanda globale). Il moltiplicatore del reddito è uno degli elementi del modello reddito-spesa ed è utilizzato nella macroeconomia per interpretare i fenomeni economici dal punto di vista della teoria keynesiana. In base al principio del moltiplicatore, un aumento della domanda autonoma (consumo autonomo, investimenti, spesa pubblica) genera un aumento più che proporzionale del reddito.

Da quanto sopra esposto, possiamo concludere che l'operazione di cartolarizzazione consente ad un soggetto di raccogliere risorse finanziarie sui mercati mobiliari a fronte della cessione di parte degli attivi di cui è titolare, e del relativo rischio. L'operazione prevede, infatti, lo scorporo di un pacchetto di crediti dallo stato patrimoniale del possessore originario (*originator*) ed il successivo trasferimento ad un veicolo costituito *ad hoc* (*special purpose vehicle*, SPV), che, per finanziare l'acquisto, emette titoli

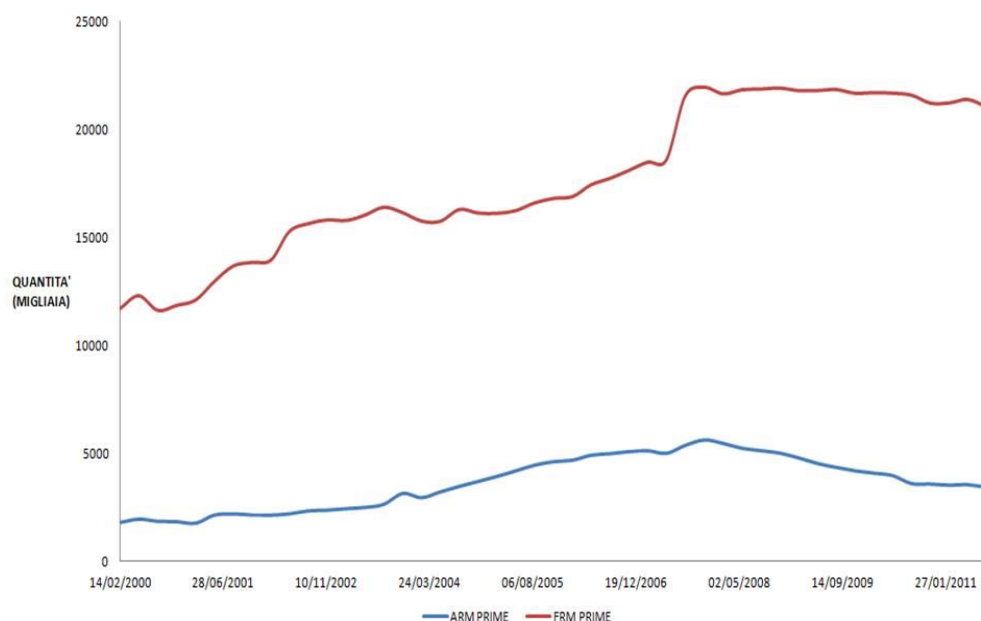
poi collocati sul mercato. I capitali così raccolti vengono quindi retrocessi al cedente. I cespiti acquisiti dal veicolo costituiscono una garanzia di pagamento di quanto contrattualmente pattuito ai possessori dei titoli emessi. Per questa ragione, i titoli sono denominati *asset backed securities* (ABS), in italiano strumenti finanziari supportati da attivi.

■ **Contesto storico**

La crisi finanziaria ha trovato senz'altro terreno fertile in alcune distorsioni del mercato immobiliare statunitense. In primis, l'eccessiva facilità con cui le banche specializzate nella concessioni di mutui, dalla fine degli anni '90 in poi, hanno erogato i prestiti finalizzati all'acquisto di una casa (*residential mortgages*): infatti mentre prima si richiedevano al mutuatario una serie di garanzie in termini di loan to value, reddito, anticipazione di contanti, garanzie reali, l'importanza di queste garanzie è venuta sempre meno. In secondo luogo, questo fenomeno è stato ancor più spinto all'eccesso dalle pratiche delle banche commerciali consistenti nell'erogare mutui con un step-up rate ovvero caratterizzati da un tasso d'interesse che per i primissimi anni (per i primi due – tre anni) è molto basso e poi aumenta molto rapidamente. Di conseguenza, la richiesta di mutui ha conosciuto un'impennata senza precedenti, andando a generare i noti mutui *subprime* (ovvero concessi a un soggetti che per problemi di mancato pagamento in mutui pregressi non possono accedere al canale del credito). Tutto questo è rappresentato nel grafico seguente:

Graf.1. L'evoluzione del mercato dei mutui.

Fonte: Thomson Reuters

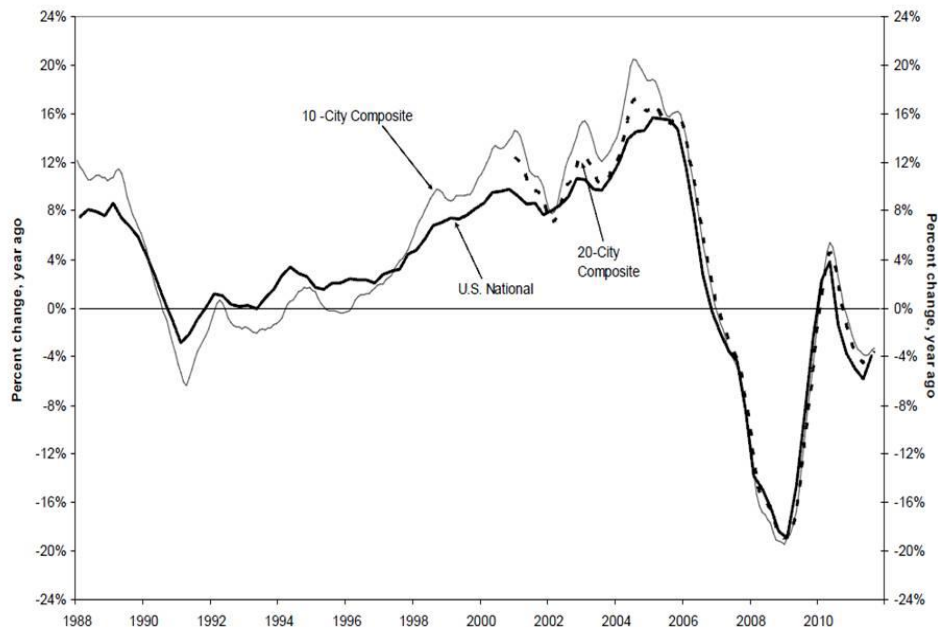


Il grafico evidenzia una crescita costante dei mutui erogati sia a tasso fisso che variabile fino al 2006. Dopo lo scoppio della crisi si assiste ad un crollo degli *adjustable rate mortgages* in quanto considerati troppo rischiosi (a causa dello *step up rate*). I dati sui mutui *subprime* del mercato USA non sono totalmente disponibili, tuttavia, secondo uno studio di *First American LoanPerformance*, dal 2000 sono stati stipulati oltre 2.500 miliardi di dollari di mutui *subprime* e il mercato è salito da 35 miliardi di dollari nel 1994 (il 5% dei mutui accesi) a 600 miliardi di dollari nel 2005.

Si consideri, inoltre, che la politica monetaria della FED, negli anni 2000, ha prestato denaro alle banche a tassi molto bassi favorendo e amplificando il canale del credito e contribuendo in maniera indiretta alla bolla finanziaria (*real estate bubble*). Tutti questi elementi hanno determinato un forte rialzo dei prezzi delle case come mostra il grafico:

Graf. 2. L'andamento del S&P Case-Shiller Home Price Index.

Fonte: S&P Indices & FiServ.



La figura riporta l'S&P Case-Shiller Home Price Index nella tipologia *National*, *10-City Composite* e *20-City Composite* ovvero un indice che rappresenta l'andamento dei prezzi delle case negli Stati Uniti rispettivamente a livello nazionale e per diverse aree metropolitane nel periodo 1988-2011, in particolare è rappresentato non proprio il livello dell'indice, ma la variazione percentuale rispetto al livello dell'anno prima. E' evidente come i prezzi dalla fine degli anni '90 fino all'inizio del 2006, abbiano sperimentato un rialzo senza precedenti trainati dai fattori sopra citati. Dal 2006 in poi alcune famiglie, che avevano stipulato un mutuo, hanno iniziato a non pagare più le rate perché diventate troppo esose oppure perché non disponevano di reddito a sufficienza, problemi la cui diffusione è stata favorita dai minori controlli che le banche avevano svolto per verificare la veridicità delle dichiarazioni dei redditi dei debitori. Così è iniziato a crescere sempre di più il numero dei pignoramenti che ha spinto verso il basso i prezzi delle case che a loro volta hanno costretto migliaia di mutuatari alla sospensione del pagamento delle rate perché spesso i mutui valevano più delle case stesse. Tale

tendenza è stata ancor più amplificata dal rialzo dei tassi dei mutui secondo la modalità prima descritta (*step-up rate*) favorendo un elevato numero di default e quindi di pignoramenti delle abitazioni.

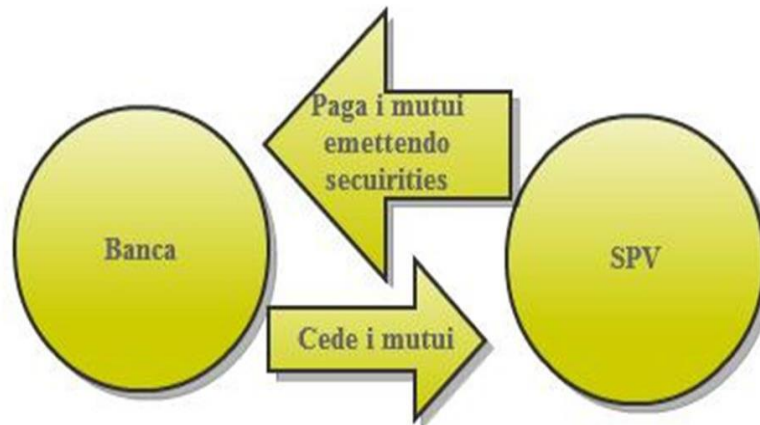
Graf. 3. Il prestito bancario



L'immagine dà un'idea di quali siano i flussi reciproci: la famiglia riceve il finanziamento dalla banca al fine di acquistare la proprietà di un immobile ed in cambio la banca riceve dei flussi di cassa periodici in forma d'interessi e capitale secondo proporzioni che variano rispetto al piano d'ammortamento del prestito.

Spesso le banche o società finanziarie, definite col termine *originator*, non mantengono in portafoglio i mutui in questione, ma li cedono ad un terzo soggetto appositamente costituito denominato *Special Purpose Vehicle* (SPV). Questo è un soggetto indipendente dalla banca sia da un punto di vista giuridico che economico, il quale per far fronte all'acquisto di questi crediti, emette titoli denominati *residential mortgages backed securities*, RMBS, e con il ricavato della vendite paga appunto i mutui.

Graf. 4. La cessione dei mutui.



In genere i crediti presentano una scadenza (maturity) superiore all'anno, ma nel caso in cui hanno una scadenza più breve una parte dei flussi viene reinvestita per simulare dei crediti più a lungo termine delineando una struttura definita revolving. I cespiti rappresentano una garanzia per l'investitore che acquista queste securities o notes in quanto il rendimento di questi strumenti dipende imprescindibilmente dalle rate pagate dai debitori per far fronte alle scadenze rateali del mutuo. Il legame tra i flussi di cassa delle notes e i pagamenti sui mortgages può essere di due tipi:

- **Market Value RMBS** : I flussi di cassa delle *securities* dipendono per la maggior parte dalla cessione dei mutui e quindi dal ricavato di questa compravendita.

- **Cash Flow RMBS** : I mutui non sono oggetto di trading ed i flussi di cassa delle notes dipendono dalla quantità di rate pagate. Questa seconda modalità è la più diffusa.

Nella realtà il soggetto che si occupa di gestire i rapporti con i debitori consistente nella raccolta dei pagamenti, nella verifica del timing dei versamenti, nella gestione delle posizioni dubbie e delle relazioni con i

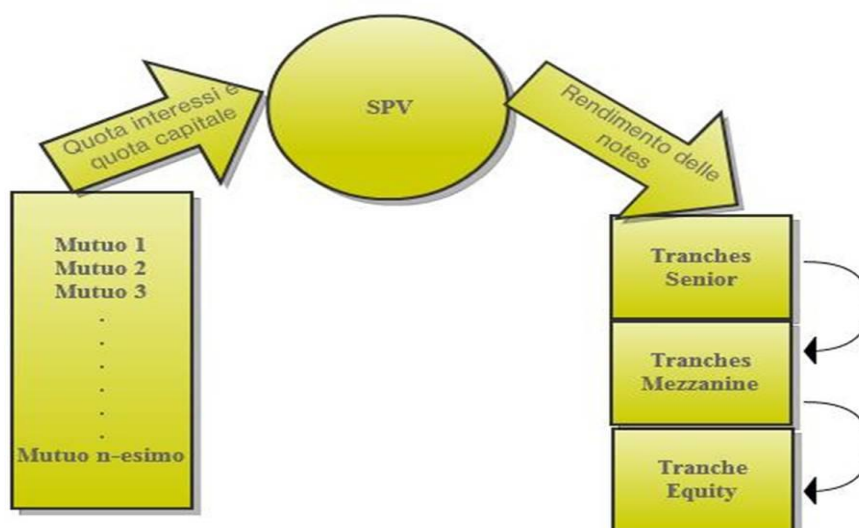
soggetti insolventi non è direttamente l'SPV ma il loan servicer che poi gira i flussi di cassa provenienti dai crediti al SPV. Per facilitare il collocamento delle securities vengono poste sui titoli delle garanzie. Tra le principali vi sono:

- **la surety bond** è una garanzia (emessa da una banca) che garantisce al creditore il pagamento del debito nel momento in cui il debitore non rispetta i propri obblighi.

- **l'overcollateralisation** ovvero la vendita a sconto da parte del possessore originario dei crediti in modo che esista una differenza positiva tra l'ammontare totale dei pagamenti dei mutui e le cedole da pagare ai possessori delle notes.

- il meccanismo di **tranching** che segmenta per livello di avversione al rischio la domanda degli investitori in quanto le *securities* emesse presentano una diversa allocazione dei flussi di cassa generati dalle attività cartolarizzate. Le *tranches* più senior vengono remunerate per prima, poi se i flussi sono sufficienti, i pagamenti affluiscono alle *tranches* mezzanine infine alle *equities* secondo lo schema seguente:

Grafico 5 La cartolarizzazione.



Riassumendo quanto sopra esposto, lo sviluppo delle cartolarizzazioni ha comportato il passaggio del modello di business delle banche

dall'approccio *originate and hold* (la banca eroga il mutuo ed attende un lasso di tempo prima di recuperare la somma prestata ed i relativi interessi) all'approccio *originate and distribute* (la banca eroga il mutuo e lo trasferisce a terzi tramite cartolarizzazione, recuperando subito la somma prestata). Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del *leverage* o leva finanziaria). Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti.

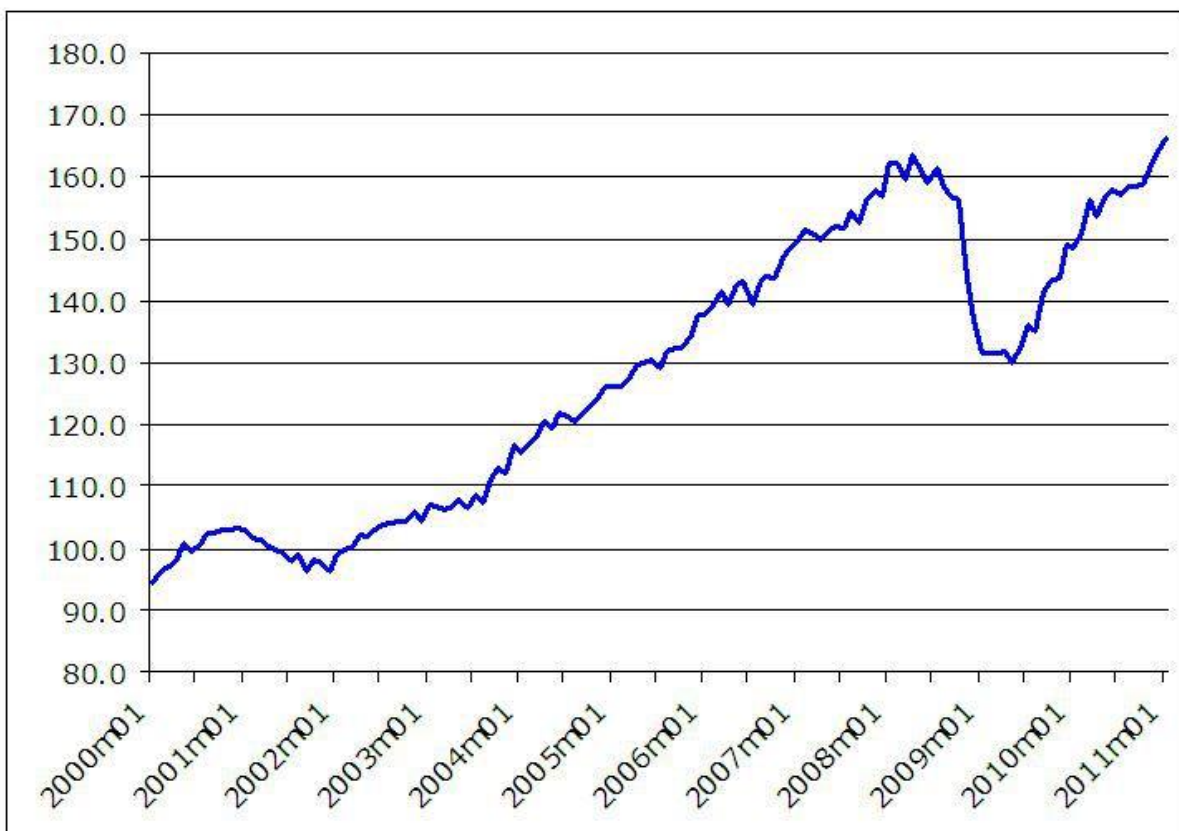
Altra importante condizione iniziale di questa crisi è stata l'aumento dell'effetto leva. Detta in altro modo, le istituzioni finanziarie hanno finanziato i loro portafogli con sempre meno capitale, quindi aumentando il tasso di ritorno su quel capitale stesso.

Quali sono le ragioni che stanno dietro a questo fenomeno? Sicuramente l'ottimismo e la sottovalutazione del rischio sono parte di esse, ma anche la presenza di numerose lacune nella regolamentazione economica. Per esempio, le banche riuscivano a trattenere meno capitali di quelli richiesti dalla legge spostando alcuni asset dai loro bilanci a quelli di “structured investment vehicles” (SIV): in questo modo, le loro attività risultavano in un ammontare minore, e quindi anche il capitale richiesto, ai fini di garanzia, poteva essere inferiore. In realtà, questo era un sotterfugio. Nel 2006, per esempio, il valore di asset fuori dal bilancio di Citigroup, 2100 miliardi di dollari, eccedeva il valore degli asset presenti sul bilancio, 1800 miliardi (questo rapporto è poi tornato al di sotto di $\frac{1}{2}$ per la metà del 2008). Questo tipo di problema, tuttavia, è andato ben oltre il settore bancario. Per esempio, alla fine del 2006, “monoline insurers” (assicurazioni che garantiscono per un particolare tipo di rischio), che operavano fuori il perimetro della regolamentazione, avevano un capitale pari a 34 miliardi di dollari per assicurare titoli che valevano per più di 3000 miliardi di dollari. (*Fonte: Blanchard 2008*)

■ Le dimensioni della crisi

Le tabelle che seguono mostrano come nel 2008 si è verificata una brusca caduta del commercio mondiale, un forte calo della produzione industriale (la tabella riporta dati solo relativi all'Europa) ed un forte aumento della disoccupazione.

Andamento del commercio mondiale.



Fonte Wikipedia

Andamento della produzione industriale in Europa.

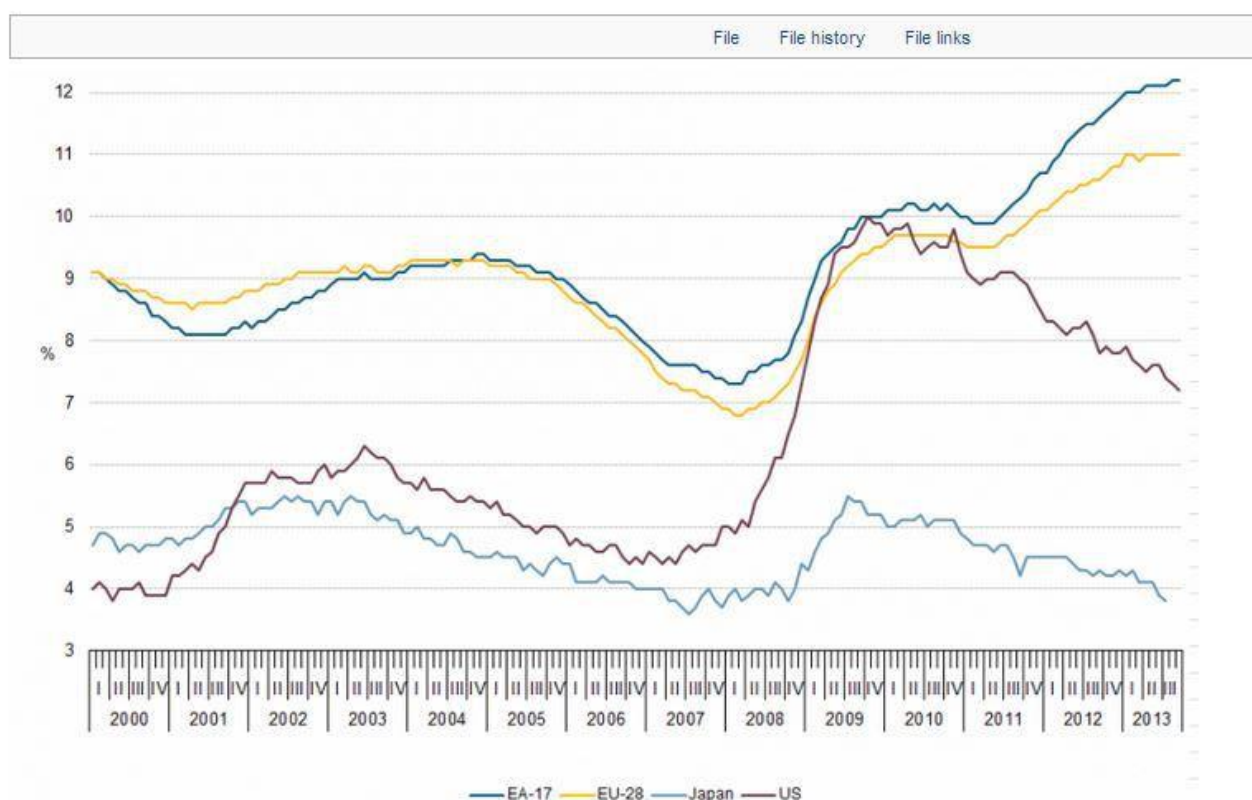
File:EU28 industrial production total&MIGs m sa 2000-2013.png



Fonte Eurostat

Andamento del tasso di disoccupazione.

File:Unemployment rates EU-28, EA-17, US and Japan, seasonally adjusted,



Fonte Eurostat

Nel solo periodo 2008-2010 si sono persi in Europa 4 milioni di posti di lavoro e negli anni successivi il dato è ulteriormente aumentato.

■ La struttura del sistema finanziario

Crediti e prestiti sono parte integrante del nostro sistema economico e permettono un livello di produzione e di scambi enormemente superiore a quello che si avrebbe senza di essi; ma, poiché i crediti non sempre vengono pagati ed il denaro in prestito restituito, comportano il rischio di perdite per chi li concede e, se le perdite diventano troppo alte, la produzione e gli scambi possono rallentare notevolmente. Poiché crediti e prestiti sono così importanti, nel nostro sistema economico ci sono vari operatori che se ne occupano, in particolare le banche, ed una serie di operatori finanziari specializzati nell'investimento nella gestione di risparmio quali ad esempio, in Italia, SIM Società di Intermediazione Mobiliare, SGR Società di gestione del risparmio, SICAV Società di Investimento a Capitale Variabile, etc.

Le banche raccolgono denaro da chi ne ha in eccesso (ad esempio da tutte le persone e le imprese che spendono meno soldi di quelli che incassano mensilmente) e lo prestano a chi ne ha bisogno. La raccolta di denaro da parte delle banche può avvenire semplicemente offrendo la possibilità di aprire conti correnti, ma anche vendendo al pubblico dei prodotti finanziari quali ad esempio obbligazioni, fondi d'investimento, derivati, etc, che danno un tasso di interesse sul denaro investito.

Molti prodotti finanziari hanno una durata prestabilita, vale a dire che una volta acquistati non è possibile ritrasformarli in denaro prima della loro scadenza, tuttavia possono essere venduti ad altri risparmiatori in un mercato speciale che si chiama Borsa Valori.

Per la sua struttura la borsa valori si presta ad attività speculative cioè ad acquisti e vendite di azioni, obbligazioni e di altri strumenti finanziari prima della loro scadenza, effettuati solo per guadagnare sulla differenza tra il costo di acquisto di vendita. Questa attività speculativa, che può essere svolta da privati, banche e altri operatori finanziari, comporta un elevato rischio di perdite e favorisce oscillazioni anche marcate del valore dei rendimenti dei titoli scambiati.

Le banche si fanno anche prestiti fra loro. Ad esempio banche che sono localizzate in zone dove ci sono molti risparmiatori e poche imprese o che

indirizzano i propri servizi soprattutto ai risparmiatori tendono ad avere denaro da prestare ad altre banche o allo Stato, e ugualmente banche localizzate in zone industriali o che indirizzano i propri servizi ad imprese tendono ad aver bisogno di denaro aggiuntivo rispetto a quello che raccolgono dai risparmiatori e possono chiedere prestiti ad altre banche o allo Stato. Le banche che hanno un avanzo di denaro possono inoltre impiegarlo per l'acquisto di prodotti finanziari.

Tutti gli Stati danno in prestito denaro alle banche quando queste ne hanno bisogno. Il tasso di interesse a cui lo Stato concede prestiti alle banche si chiama tasso di sconto ed influenza la quantità di crediti concessi dalle banche: quando il tasso di sconto è basso le banche, a parità di altre condizioni, concederanno una quantità di prestiti maggiore, perciò in genere quando il tasso di sconto è basso i consumatori faranno più acquisti e le imprese maggiori investimenti.

Dunque, riassumendo, le banche raccolgono denaro da privati e aziende che ne hanno in eccesso, da altre banche, e dalle autorità finanziarie statali (Banca centrale). Il denaro può essere raccolto aprendo dei conti correnti attivi, ottenendo dei prestiti, emettendo sul mercato strumenti finanziari quali le obbligazioni. Il denaro raccolto può essere prestato a privati, aziende e Stati che ne hanno bisogno attraverso l'apertura di conti correnti passivi o l'acquisto di obbligazioni emesse da grandi aziende e Stati. Il denaro raccolto può essere inoltre utilizzato per acquisti e vendita di azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari prima della loro scadenza con finalità speculative.

Gli operatori finanziari diversi dalle banche, da parte loro, raccolgono denaro da privati, imprese, banche anche attraverso l'emissione di prodotti finanziari e lo investono in borsa per ottenerne un utile.

Anche le grandi imprese e gli Stati prendono denaro in prestito. Gli Stati prendono in prestito denaro perché sono costantemente in deficit (spendono più soldi di quanti ne raccolgono con imposte e tasse). In Italia le 'obbligazioni' emesse dallo Stato si chiamano ad esempio BOT, BTP, CCT, etc.

Nella loro attività di raccolta ed impiego di denaro le banche devono fare

attenzione:

1. A non prestare troppo denaro in più di quanto ne raccolgono, perché se per qualche motivo i risparmiatori chiedessero il rimborso delle somme prestate, la banca potrebbe non avere denaro liquido a sufficienza per rimborsarlo a tutti e in teoria fallirebbe. In molti Paesi ci sono vincoli di legge al tipo di attività (concessione di prestiti solo di breve o solo di lungo periodo), al volume dei crediti che le banche possono concedere con riguardo al totale del denaro raccolto dai risparmiatori.
2. A prestare denaro solo a soggetti che avranno la capacità di rimborsarlo alla scadenza perché, se l'impresa o il consumatore che ha ottenuto il prestito falliscono, i soldi prestati sono persi.
3. Ad acquistare soprattutto prodotti finanziari sicuri, che, anche se rendono meno di quelli rischiosi, alla scadenza siano restituiti e che in caso di necessità sia possibile vendere ad un valore vicino a quello di acquisto. Questo accorgimento vale anche per gli operatori finanziari diversi dalle banche.

Altri due elementi importanti sono i seguenti:

- Gli utili, la solidità e la reputazione delle banche e degli altri operatori finanziari dipendono dal valore del loro capitale. Poiché la gran parte del capitale bancario è impiegato in prestiti e prodotti finanziari, se il valore dei prodotti finanziari posseduti cala oppure una gran parte dei prestiti si rivelano inesigibili calano utili, solidità e reputazione.
- Tutto il sistema finanziario si regge sulla fiducia, in particolare sulla fiducia di chi presta denaro che i debitori (Stati, banche, imprese, consumatori) siano in grado di restituire i soldi quando richiesto e che i prodotti finanziari di durata prestabilita siano facilmente vendibili a terzi a un valore vicino a quello di emissione o di acquisto. Se la fiducia viene meno a causa di eventi che possono avere un effetto negativo sull'attività economica (guerre, epidemie, eventi naturali catastrofici) o di crisi economica chi dispone di denaro riduce drasticamente gli investimenti e come conseguenza il livello dell'attività economica si riduce notevolmente.

Questa premessa ci permette di capire cosa è accaduto nella crisi economica iniziata nel 2008.

■ **L'evoluzione del settore finanziario prima del 2008**

La crisi del 2008 è dovuta innanzitutto ad alcuni cambiamenti strutturali del sistema finanziario internazionale e statunitense verificatisi a partire dagli anni '80:

- l'aumento nel sistema finanziario del denaro disponibile per investimenti, dovuto sia ad un consistente aumento degli attivi commerciali dei Paesi produttori di petrolio e di alcuni Paesi in via di sviluppo che ai bassi tassi di sconto fissati dagli Stati
- la progressiva liberalizzazione della circolazione internazionale di capitali
- l'allentamento dei vincoli posti dagli Stati alle banche relativamente al tipo di prestiti e alla quantità di denaro prestabile rispetto al risparmio raccolto ed una riduzione del controllo degli Stati sulla creazione e gli scambi di prodotti finanziari. Per una sintesi della liberalizzazione del sistema finanziario negli Stati Uniti.
- la nascita di nuovi strumenti finanziari assai rischiosi come i derivati, prodotti finanziari il cui valore di emissione (e, una volta emessi, di mercato) è basato sul valore di mercato di altri beni o di altri prodotti finanziari.

Questi sviluppi hanno portato negli ultimi 20 anni ad una enorme espansione della quantità di prodotti finanziari esistenti, ad un aumento del rischio medio dei prodotti finanziari ed ad una maggiore interconnessione e potenziale instabilità del sistema finanziario internazionale.

Come abbiamo già evidenziato nel capitolo 1°, negli anni 2004-2006 si è verificata negli Stati Uniti una forte crescita del credito ai consumatori, grazie a un tasso di sconto tenuto molto basso dalla Federal Reserve, la banca centrale americana. Questo, assieme a una serie di provvedimenti iniziati a metà degli anni 70 per favorire l'acquisto di abitazioni da parte di appartenenti alle minoranze etniche e di persone con ridotta capacità finanziarie, ha portato negli anni ad un forte aumento degli acquisti di abitazioni il cui valore di conseguenza è andato alle stelle.

Le banche hanno concesso un gran numero di mutui sub prime, cioè a famiglie che non erano in grado di fornire garanzie sufficienti, per acquistare abitazioni a un costo che progressivamente diventato molto alto. Ad esempio dal 2004 al 2006 negli Stati Uniti la percentuale di mutui subprime sul totale mutui è passata dall'8% al 20%. I mutui subprime erano per il 90% a tasso variabile, legato all'andamento del tasso di sconto (Subprime mortgage crisis).

I mutui sono stati poi cartolarizzati dalle banche che li avevano concessi, cioè trasformati in prodotti finanziari derivati (con un alto tasso di interesse, dovuto alla loro maggiore rischiosità) e venduti a risparmiatori e altre banche. Indebitamento delle famiglie, esplosione del credito.

Per rallentare questo trend, la Federal Reserve ha iniziato ad aumentare progressivamente il tasso di sconto, che dal 2% del giugno 2003 arriva al 4,50% dell'agosto del 2005 (per poi proseguire ulteriormente fino a un massimo del 6% nel maggio del 2007, fonte Federal Reserve). L'aumento del tasso di sconto ha portato ad un aumento del costo delle rate dei mutui che, a partire dal 2006, molte famiglie (soprattutto quelle che avevano sottoscritto mutui sub prime) si sono trovate incapaci di pagare. Molte abitazioni sono state così messe all'asta. Nel 2006 si sono avuti 1.200.000 pignoramenti con un aumento del 42% rispetto al 2005, 2.200.000 nel 2007, 3.000.000 nel 2008, e così via. L'offerta sul mercato delle abitazioni pignorate e l'aumentato costo dei mutui sulle abitazioni hanno portato a partire dal 2007 un calo delle quotazioni delle abitazioni (-33% nel 2009).

L'alta percentuale di mancati pagamenti dei mutui ha portato a:

- grosse perdite e fallimenti nelle banche che li avevano emessi;
- un calo drastico del valore dei prodotti finanziari basati sui mutui che erano stati emessi;
- perdite per consumatori, fondi di investimento e altre banche che li avevano acquistati;
- riduzione del capitale dei fondi di investimento delle banche a causa delle perdite;
- riduzione del valore delle azioni di fondi di investimento e banche a causa delle perdite e della riduzione del capitale;

- vendita delle azioni delle banche e conseguente calo generale dell'indice di borsa americano;
- riduzione di fiducia sul sistema finanziario e conseguente riduzione degli investimenti e calo del livello dell'attività economica.

Dal 2007 varie banche americane vanno in bancarotta (fra cui, nel 2009, Lehman Brothers, quarto istituto di credito americano), vengono acquisite da gruppi bancari in migliori condizioni (Merril Lynch, Bear Sterns) o si salvano solo grazie all'intervento del Ministero del tesoro statunitense, che concede garanzie e linee di credito a tassi vicini allo zero (Citigroup) o addirittura le nazionalizza (Freddie Mac, Fannie Mae, AIG).

■ **La propagazione della crisi al di fuori degli Stati Uniti**

Come precedentemente visto, la crisi finanziaria statunitense si è propagata agli altri paesi, ma ciò è avvenuto attraverso cinque meccanismi fondamentali:

1. perdite elevate in banche ed altri intermediari finanziari non statunitensi che avevano investito su titoli derivati collegati ai mutui sub prime e/o sulle azioni delle banche e degli altri intermediari finanziari statunitensi che sono falliti o andati in crisi (vedi le tre banche Islandesi);
2. riduzione dei prestiti interbancari a livello internazionale, con una conseguente riduzione del credito totale disponibile;
3. riduzione dei prestiti a consumatori ed al sistema produttivo a causa della riduzione dei prestiti interbancari a livello internazionale e della crisi di fiducia sul sistema finanziario internazionale, con conseguente calo della produzione e riduzione dei consumi;
4. riduzione degli investimenti e dei consumi a causa della crisi di fiducia sul sistema finanziario internazionale;
5. riduzione delle esportazioni verso gli Stati Uniti e verso gli altri paesi la cui produzione e consumi si sono ridotti.

La riduzione dell'attività economica che si è verificata in Italia sembra sia da attribuire soprattutto alla riduzione delle esportazioni italiane e, in misura minore, da riduzione del credito alle imprese e ai consumatori e da un riduzione degli investimenti e dei consumi dovuti alla sfiducia.

A distanza di cinque anni dalla crisi vari paesi industrializzati, fra cui ad esempio Stati Uniti, Germania e Gran Bretagna, hanno sperimentato una ripresa dell'attività economica, mentre il prodotto interno lordo italiano è ancora in fase di stagnazione. Le cause di questa mancata ripresa dipendono da una serie di altri problemi dell'economia italiana.

Secondo dati ISTAT, dal 2007 al 2013 l'Italia ha perso il 25% del prodotto industriale.

Secondo l'economista Michele Salvati, in un articolo pubblicato su Il Corriere della Sera il 1 Ottobre 2014,

“ Le inefficienze sono diffuse in quasi tutti i comparti del nostro sistema-Paese. È da più di quarant'anni, che l'Italia vive alla giornata, che la lotta politica riguarda non diversi progetti di futuro, ma diverse modalità di ottenere, a spese dello Stato e gonfiando la spesa corrente, un consenso elettorale nel presente. E anche quando si rompe l'infausto equilibrio politico della Prima Repubblica, ed i primi otto anni di moneta unica ci regalarono risorse eccezionali a seguito del crollo dei tassi di interesse, queste furono sprecate per ottenere consenso, non per mettere in sicurezza il Paese. E poi, nel 2008, è arrivata la crisi finanziaria americana e la festa è finita. Dunque crepe da tutte le parti, non un singolo grande ostacolo su cui concentrare le scarse risorse di cui disponiamo, ma numerose inefficienze e ingiustizie (le due vanno spesso insieme) da affrontare con un doloroso bisturi, e non con una semplice sciabolata. Inefficienze e ingiustizie nel settore pubblico e privato: nel regime fiscale, nella scuola, nella giustizia, in quasi tutti i comparti della pubblica amministrazione, nella legislazione sul lavoro e sul welfare, nelle imprese e nel sistema finanziario, nel Mezzogiorno e sarebbe impietoso continuare tutte dovute all'assenza di un progetto di futuro che avrebbe consentito un lavoro continuo di manutenzione, di indirizzo e investimento ”.

■ **Gli effetti della crisi sulla politica in Europa**

In un commento sulla vicenda greca (la rinegoziazione del debito greco dell'estate 2015) si è detto che l'economia ha vinto sulla politica, ma questo, almeno nel medio e lungo periodo, è quello che accade sempre, è una legge di natura. E' una legge di natura che a livello produttivo i ricavi

debbano essere maggiori dei costi, altrimenti qualcuno deve accollarsi la differenza negativa oppure l'attività andrà fallita. Ed è ugualmente una legge di natura che a livello nazionale le spese pubbliche debbano essere minori o almeno uguali alle somme raccolte con la tassazione, altrimenti la differenza andrà compensata col ricorso ed il pagamento di prestiti; in caso contrario la nazione potrà dichiarare fallimento. Non è uno scandalo che le politiche dei paesi in deficit siano decise, almeno in parte, dai debitori. I paesi che scelgono di indebitarsi cedono ai creditori parte della loro sovranità nazionale, allo stesso modo di un imprenditore che, per necessità di soldi, ipoteca le proprietà dell'azienda o i propri beni personali. Se le politiche dei paesi in deficit non sono credibili, i debitori non rinnovano i prestiti ed il paese fallisce.

La crisi economica iniziata nel 2008, il progressivo invecchiamento della popolazione e politiche di spesa pubblica dissennate (come in Italia, in Grecia) hanno reso insostenibile il welfare state ed i sistemi pubblici elefantiaci ed inefficienti che sono stati costruiti a partire dal 1960. In aggiunta, la maggiore concorrenza internazionale dovuta alla globalizzazione spinge in basso il prezzo di beni e servizi e punisce quei paesi europei che non abbassano il costo del lavoro, non ne liberalizzano l'utilizzo, e non aumentano la concorrenza interna.

In questo deprimente scenario le politiche economiche di parecchi stati europei sono spiazzate perché la politica del 'tassa e spendi' in una solidarietà fuori dai vincoli di bilancio non è più praticabile. La nuova sfida è piuttosto come coniugare i tradizionali valori di solidarietà ed eguaglianza con i vincoli di bilancio. Fra l'altro l'eguaglianza si è rivelata spesso un privilegio a favore dei lavoratori dipendenti ed in particolare di quelli pubblici, a scapito di tutti gli altri, prova a confrontare il trattamento dei cassintegrati Alitalia con quello dei lavoratori atipici che perdono il lavoro, oppure la pensione di molte categorie di lavoratori dipendenti con le pensioni degli atipici.

Capitolo 2°

Origini e cause della crisi economica in Italia

E' trascorso un decennio da quando è iniziata la grande crisi economica che dapprima ha messo in ginocchio l'economia americana e che poi, con effetto domino, ha coinvolto le economie europee.

Facendo riferimento alla nostra economia italiana, possiamo ben dire che essa è ancora lontana dai livelli pre-crisi; il nostro è uno dei tre Paesi dell'Eurozona, insieme a Grecia e Portogallo, il cui prodotto interno lordo, seppur con qualche cenno di ripresa, resta inferiore rispetto a quello del 2007. A testimoniare quanto sopra descritto, riportiamo un'analisi del Financial Times che mostra i ritardi dell'Italia in riferimento a precisi indici presi in considerazione quali:

- la disoccupazione;
- i prezzi degli immobili;
- l'andamento dei mercati azionari.

Secondo il Financial Times alla fine del 2017 il Pil italiano sarà 6,2 punti percentuali sotto il dato di dieci anni fa. Insieme a noi, sotto 'quota zero', vi sono solo altri due Paesi:

- Portogallo, che segna un calo complessivo del 2,4%
- Grecia, che ha perso un quarto del proprio prodotto interno lordo (-24,8%)

A seguire un grafico che fa un confronto tra la situazione in Italia nel 2007 (prima della crisi) e nel 2017.



Tutte le principali economie mondiali analizzate dal Financial Times sono oltre "quota zero" e registrano un prodotto interno lordo superiore a quello del 2007. L'ultima ad uscire dal buco nero della crisi è stata la Spagna, che ha raggiunto il pareggio quest'anno e, a fine 2017, guadagnerà il 2,1%. Se all'Italia non sono stati sufficienti dieci anni per tornare ai livelli pre-crisi, a Francia, Germania e Stati Uniti ne sono bastati quattro: il saldo è tornato positivo nel 2011.

La ripresa britannica è stata più graduale: Londra ha raggiunto i livelli pre-crisi nel 2013, ma da allora ha accelerato: chiuderà il 2017 con un progresso dell'11,1% rispetto ad un decennio fa.

Ancora più repentina è stata la risalita di Islanda e Irlanda. Hanno dovuto aspettare il 2014 prima di raggiungere il pareggio, ma da allora la crescita è stata rispettivamente del 18,1% e del 38,5%.

Guardando all'Asia, anche il Giappone recupera, seppure a un ritmo meno elevato (+4,7%). Mentre la Cina merita un discorso a sé: Pechino è l'unica grande economia mondiale a non aver risentito della crisi. Dal 2007, il Pil è più che raddoppiato (+119,9%).

Disoccupazione

Il record negativo è della Grecia, con una disoccupazione superiore del 14,6% rispetto al 2007. Ma il mercato del lavoro, che tende a ritardare la propria ripresa rispetto a quella del Pil, resta debole anche negli Stati che si sono riaffacciati oltre il pareggio.

- **Spagna:** la disoccupazione resta del 10,2% più alta rispetto a dieci anni fa
- **Stati Uniti:** che solo nel 2017 ha raggiunto lo stesso tasso di disoccupazione del 2007 nonostante una crescita del Pil già in doppia cifra.
- **Gran Bretagna:** il tasso di disoccupazione è inferiore di appena lo 0,9% rispetto a dieci anni fa.
- **Germania:** il tasso di disoccupazione è sceso del 4,6% rispetto al 2007.
- **Italia:** il tasso di disoccupazione alla fine del 2007 era del 6,5%, quello registrato a giugno 2017 è stato dell'11,1%.

Prezzi degli immobili

Il Financial Times confronta i dati con il 2005, anche per includere la bolla dei mutui subprime scoppiata nel 2006.

- **Stati Uniti:** prezzi delle case sono cresciuti del 9,2%.
- **Canada:** l'aumento è stato del 42,8%
- **Gran Bretagna:** aumento del 50,6%
- **Australia:** prezzi più che raddoppiati (+107,5%)
- **Spagna:** 9,5% al di sotto dei livelli del 2005.
- **Italia:** dopo anni di flessione, i prezzi (secondo S&P, la stessa fonte utilizzata dall'Ft) iniziano a rivedere terreno positivo solo nel 2017 (+0,5%) e nel 2018 (+1%).

Andamento mercati azionari

Da anni Wall Street galoppa: +69% rispetto a dieci anni fa. Il Giappone

corre: +19%. Tra le piazze che devono ancora recuperare il terreno perduto ci sono invece i Brics (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica): -10,3%. Milano è ancora più indietro: -45,2%.

Peggio fa solo la Grecia (-83,1%).

Ma quali sono le origini e le cause che hanno determinato tale crisi economica?

Come tutti noi ben sappiamo, la crisi dell'economia italiana è iniziata nel corso del 2008 quando il Prodotto Interno Lordo è diminuito dell'1,2%.

Il PIL rappresenta la ricchezza prodotta dal paese in un anno e le sue variazioni indicano se un paese sta crescendo o impoverendo.

A partire dal 2008 in Italia si è assistito ad un costante periodo di impoverimento. Solo due anni dopo, nel 2010, c'è stata una modesta crescita dell'1,7% del PIL, ma questo valore positivo va considerato come un rimbalzo statistico al crollo del 2009 (-5,5% del PIL) e non ha segnato una inversione di tendenza come invece è accaduto in altri paesi.

In sostanza, a partire dal 2008 l'Italia ha alternato periodi di stagnazione a veri e propri periodi di recessione, con l'ulteriore aggravante che fino al 2008 la nostra economia non è stata al passo con quella degli altri paesi europei che, mediamente, a partire dal 2001 sono cresciuti più dell'Italia.

Ma che differenza vi è tra stagnazione e recessione?

La stagnazione è una fase dell'economia caratterizzata da una crescita minima o nulla del prodotto interno lordo (Pil), della domanda e dell'occupazione. Nel ciclo economico, che caratterizza da sempre le economie capitaliste, segue la fase di espansione dell'economia ed è il momento in cui si inverte la tendenza di crescita. Si accompagna anche al rallentamento della crescita dei prezzi.

Va distinta dalla recessione che è la fase successiva del ciclo economico che è caratterizzata da una contrazione del Pil più accentuata. Più precisamente si considera:

- **stagnazione** se il Pil si riduce di meno dell'1% rispetto all'anno precedente;
- **recessione** se il Pil si riduce di più dell'1% rispetto all'anno precedente.

Negli Usa tecnicamente si parla di recessione se il Pil diminuisce per almeno due trimestri consecutivi.

■ Il Pil

Come si vede, l'unità di misura della crescita o della contrazione dell'economia è il prodotto interno lordo (o *gross domestic product*, Gdp) definito come il valore complessivo di tutti i beni e servizi prodotti in un paese.

A livello macroeconomico per PIL, Prodotto Interno Lordo, si intende il totale di beni e servizi prodotti da uno Stato espresso in valuta. Viene misurato in un determinato arco di tempo, di solito un anno, e tiene conto, come detto, della produzione di beni e servizi, realizzati da parte di soggetti residenti e non, destinati al consumo da parte dell'acquirente finale, alle esportazioni nette (differenziale fra esportazioni totali ed importazioni totali) o ad investimenti sia pubblici che privati.

Non rientra in questo conteggio il prodotto destinato a consumi intermedi per ottenere nuovi beni e servizi.

Il PIL, in altre parole, può essere spiegato come:

- produzione totale di beni e servizi dell'economia (diminuita dei consumi intermedi ed aumentata delle imposte nette sui prodotti);
- totale della spesa fatta dalle famiglie per i consumi (spesa, gas, luce,) e dalle imprese per gli investimenti (sede, risorse umane, benefit);
- strettamente legato a quanto sopra espresso, il PIL può quindi essere considerato dipendente dalla somma dei redditi dei lavoratori e dei profitti delle imprese.

Come detto si considera solo il valore finale, cioè non quello delle produzioni intermedie (ad esempio una casa viene compresa nel Pil per il suo prezzo di vendita e non per il costo del cemento, degli impianti, della

manodopera etc.), ecco perché sono in molti a considerare il Pil un'unità di misura insufficiente a calcolare il livello di benessere in una società complessa. Ad esempio considera i beni materiali, ma non quelli intangibili. Arriva inoltre a calcolare come "valore" anche alcuni costi sociali ed ambientali e, al contrario, non considera le attività non profit. Di fatto, si occupa solo delle transazioni di mercato.

Nel 2008 la crisi economica colpisce il nostro paese; essa è stata determinata da fattori esterni che hanno agito da innesco ad una crisi strutturale che stava subdolamente indebolendo l'economia italiana già a partire dai primi anni del 2000.

Nel 2008 il sistema economico italiano era già gravato da problemi strutturali che da tempo ne frenavano la crescita e che hanno impedito una adeguata reazione agli shock economici provenienti sia dalle ripercussioni della crisi finanziaria internazionale del 2007 che della crisi dei debiti sovrani del 2011.

A dire il vero la crisi economica italiana matura lentamente già a partire dai primi anni del 2000.

Prima dell'introduzione della moneta unica europea, il modello di sviluppo dell'economia italiana era basato sulle esportazioni e sulla svalutazione competitiva della lira. Vi erano dei pro e dei contro, ma l'economia cresceva. Questo modello di sviluppo faceva sì che le imprese italiane fossero abituate a competere sui mercati internazionali in parte puntando sui prezzi più bassi della concorrenza (grazie ad una moneta debole come la Lira e non perché il sistema produttivo italiano fosse particolarmente efficiente) ed in parte puntando sulla qualità e sul made in Italy.

Dopo l'adozione dell'Euro, il 1 gennaio 1999, era prevedibile un mutamento della struttura produttiva italiana sia a livello macro, con il progressivo abbandono delle produzioni generiche e di scarsa qualità, in favore delle produzioni a più alto valore aggiunto, che a livello micro, con le singole imprese che avrebbero cercato di adattarsi al mutato contesto economico investendo in produttività e qualità.

Tuttavia l'imprenditoria italiana, forse non sufficientemente preparata ad

affrontare questa sfida, forse condizionata dai pregiudizi e dai vizi del capitalismo italico, piuttosto che investire per restare competitiva innalzando la produttività e la qualità, scelse una via più conservativa che non comportasse un aumento dei capitali di rischio, ovvero scelse di ridurre i costi di produzione sia attraverso l'approvvigionamento all'estero dei prodotti semilavorati che grazie all'adozione di una moneta forte come l'Euro; pertanto era diventato più conveniente importare, sia attraverso l'introduzione della cosiddetta flessibilità del mercato del lavoro.

Tutto ciò ha determinato che le aziende manifatturiere, invece di acquistare in Italia o di produrre direttamente, realizzarono che era molto più conveniente importare i prodotti semilavorati dall'estero e che attraverso questa riduzione dei costi potevano restare competitive. Questo processo di internazionalizzazione delle aziende italiane avviato a partire dai primi anni del 2000 ebbe importanti conseguenze.

Una prima conseguenza fu la scomparsa di interi distretti industriali e artigianali, di una miriade di piccole e medie imprese che producevano per conto terzi. Le aziende più piccole furono costrette a cessare la loro attività mentre le aziende più grandi ed organizzate avviarono processi di delocalizzazione in paesi a basso costo di manodopera. Una parte del settore manifatturiero italiano, quello più esposto alla concorrenza internazionale sui prezzi, fu abbandonato a se stesso. Nessuna politica industriale fu predisposta per indirizzare i cambiamenti e, nel silenzio delle istituzioni economiche e dei sindacati (le aziende in difficoltà spesso avevano meno di quindici dipendenti), venne disperso un consistente patrimonio di competenze artigianali accumulate in decenni di attività, competenze che invece avrebbero potuto essere sfruttate per impostare processi di riconversione.

Una seconda conseguenza attiene al surplus di profitti generato dalla riduzione dei costi di produzione e dalle ristrutturazioni avviate nel settore manifatturiero grazie anche alla flessibilizzazione del mercato del lavoro. Per la maggior parte l'accresciuta disponibilità finanziaria delle aziende non fu reinvestita per aumentare la produttività e la qualità dei prodotti, nè in attività produttive innovative, ma, nella migliore delle ipotesi, fu incanalata nel settore finanziario a scopo speculativo.

Nello stesso periodo, la riduzione dei costi di produzione coinvolgeva anche i lavoratori, sia attraverso la complicità dei sindacati con la cosiddetta "politica dei redditi" (frutto della concertazione tra organizzazioni sindacali, organizzazioni dei datori di lavoro e governo) finalizzata a contenere la crescita dei redditi percepiti da tutti gli agenti economici (l'ultimo accordo prima della fine della concertazione è il Patto per l'Italia - Contratto per il lavoro del 2002), sia attraverso la riforma del lavoro con la legge 14 febbraio 2003 n. 30 (Delega al Governo in materia di occupazione e mercato del lavoro), nota comunemente come legge Biagi, varata per introdurre nel mercato del lavoro la cosiddetta flessibilità ma che, di fatto, ha comportato un forte aumento del lavoro precario.

In uno Stato all'interno del quale l'offerta di lavoro non è molto elevata, la creazione di un mercato del lavoro flessibile ha portato ad un'instabilità da cui stanno traendo vantaggio solo i grandi datori di lavoro che, approfittando della vasta disponibilità di aspiranti lavoratori, abusano dei mezzi messi a disposizione dalla legge per ottenere manodopera a basso costo e senza i vincoli previsti nel caso del lavoro a tempo indeterminato.

In quegli anni è stato avviato un processo di impoverimento della classe media sia attraverso le politiche di contenimento del costo del lavoro, sia attraverso la perdita del potere di acquisto dei salari conseguente alla crescita dell'inflazione.

Occorre evidenziare che si trattava di una inflazione negativa, infatti l'aumento dei prezzi non era generato dalla crescita dell'economia italiana, ma da fattori esterni: il progressivo aumento delle quotazioni del petrolio che nel corso del 2008 superò i 100 dollari al barile, l'aumento del costo delle materie prime, ma soprattutto a partire dal secondo semestre 2002, dall'indiscriminato ed ingiustificato aumento dei prezzi verificatosi successivamente alla entrata in vigore dell'Euro.

Una volta abbandonato il sistema di doppia circolazione delle due monete, nonostante il tasso di cambio iniziale con l'euro fosse stato fissato a 1936,27 lire, progressivamente, per un effetto psicologico un euro divenne l'equivalente di mille lire.

Si trattò, tuttavia, di una inflazione "selettiva", sia perchè nel paniere Istat

il costo di molti beni secondari, ad esempio quelli tecnologici, diminuì sterilizzando il tasso di inflazione complessivo, sia perchè furono colpiti quasi esclusivamente i salari rigidi, cioè i salari da lavoro dipendente, mentre i profitti di artigiani, commercianti ed imprese addirittura crebbero. Il risultato fu che a distanza di pochi anni dall'abbandono della Lira (l'Euro fu adottato dall'Italia come moneta di conto il 1° Gennaio 1999 e come moneta fisica il 1° Gennaio 2002 in regime di doppia circolazione con la lira fino al 1° Marzo 2002) il potere d'acquisto dei salari da lavoro dipendente per i beni primari, in particolare nel settore privato, era quasi dimezzato.

Questa situazione di fragilità dell'economia italiana si trascinò nell'indifferenza delle istituzioni fino a quando nel 2007 esplose la crisi finanziaria internazionale. La crisi finanziaria in una prima fase non sembrò avere effetti sull'economia italiana tuttavia, dopo che le economie reali furono contagiate e che furono colpiti i mercati di sbocco delle esportazioni italiane, anche in Italia si avvertirono le conseguenze della crisi, in particolare con il crollo della domanda di beni dall'estero.

E' così che le aziende manifatturiere italiane, per la maggior parte delle quali una quota consistente del fatturato dipendeva dalle esportazioni, nel biennio 2008/2009 entrarono in sofferenza e reagirono con una serie di contromisure: la saturazione della domanda interna, l'apertura di nuovi mercati d'esportazione e, soprattutto, l'adozione di una strategia tesa a riconquistare le quote di mercato perse rendendo i propri prodotti più competitivi.

Il problema è che per rendere i propri prodotti più competitivi il settore manifatturiero italiano si lanciò per l'ennesima volta in una corsa alla riduzione dei costi di produzione; in quella situazione era una reazione obbligata considerato che l'innalzamento della qualità e della produttività richiede tempi relativamente lunghi ed investimenti difficili da programmare in un contesto di difficoltà ed incertezza finendo per concentrare i suoi sforzi su una ennesima riduzione del costo del lavoro, essendo il sistema produttivo italiano gravato da elevati costi di sistema non facilmente comprimibili come, ad esempio, il costo dell'energia e la tassazione.

Ed, infatti, il settore manifatturiero italiano, a partire dal 2009, fu attraversato da una crescente ondata di riorganizzazioni aziendali finalizzate ad abbassare il costo della manodopera attraverso tagli al personale, compressione dei redditi da lavoro dipendente, aumento dei contratti atipici e delocalizzazione degli impianti produttivi.

Ma questi cambiamenti nel sistema manifatturiero italiano determinarono un primo forte aumento della disoccupazione e l'ennesima diminuzione del reddito disponibile della classe media.

Fino al 2010 l'impoverimento della classe media era stato in parte mascherato da un aumento dell'indebitamento delle famiglie italiane che, confidando in una soluzione ormai a breve termine della crisi, non ridussero il proprio tenore di vita influenzate anche dalla "moral suasion" del Governo italiano, il quale invitava i cittadini a spendere di più per far ripartire l'economia, ma quando la ripresa economica mondiale tra il 2010 ed il 2011 lasciò fuori l'Italia il PIL italiano segnò un valore lievemente positivo solo per l'anno 2010 con un tasso di crescita di circa 1,5 punti nemmeno sufficiente a dare una boccata di ossigeno all'economia italiana. Le caratteristiche strutturali della crisi economica italiana divennero evidenti a causa del calo della domanda interna (i consumi) nel corso del 2011.

Il crollo della domanda interna era la conseguenza finale del progressivo impoverimento della classe media, un impoverimento verificatosi nel corso degli anni precedenti a causa delle politiche di compressione dei salari, della perdita di potere di acquisto dei redditi da lavoro, della crescita della cassa integrazione e della disoccupazione, crescita a sua volta provocata dalle ristrutturazioni e delocalizzazioni aziendali finalizzate al contenimento dei costi di produzione.

L'unico dato positivo nel corso del 2011 fu la crescita delle esportazioni, ma il calo della domanda interna generò una nuova ondata di fallimenti, ristrutturazioni aziendali, licenziamenti, aumento della cassa integrazione e crescita della disoccupazione.

Inoltre, le perduranti difficoltà delle famiglie e delle imprese italiane furono ulteriormente aggravate dalla crescente difficoltà di accesso al

credito poichè nell'estate 2011 esplose la crisi del debito sovrano italiano. Infatti, il virtuale congelamento del mercato delle obbligazioni bancarie conseguente all'esplosione della crisi dello "spread" determinò una crescente difficoltà delle banche di elargire finanziamenti a tassi ragionevoli ed una stretta del credito (credit crunch).

Nel corso del 2012 la situazione economica dell'Italia ha continuato ad essere negativa con crescita della disoccupazione, in particolare quella giovanile, calo dei consumi, riduzione del credito e contrazione del PIL e non è migliorata nemmeno negli anni seguenti fino a tutto il 2014.

L'impovertimento della classe media testimoniato dalle crescenti difficoltà economiche dei lavoratori, il crollo dei consumi e della fiducia, la scarsa o assente crescita hanno evidenziato che il sistema economico italiano è affetto da problemi strutturali.

Capitolo 3

I problemi strutturali dell'economia italiana

Man mano che aumenta la competizione economica con le altre nazioni diventano sempre più evidenti le caratteristiche recessive del sistema socio-economico italiano.

In primo luogo, occorre considerare l'impatto che l'ambiente economico esercita sugli investitori e sulla capacità di competere dei soggetti economici. Il contesto nel quale i soggetti economici si sono trovati ad operare in Italia è stato scoraggiante, infatti, all'apice della crisi il potenziale dell'Italia nel trattenere ed attrarre capitale finanziario ed investimenti si era quasi azzerato.

Contribuiscono a rendere inospitale l'ambiente economico italiano:

- l'eccessiva burocratizzazione delle procedure amministrative, unita all'inefficienza ed agli sprechi della pubblica amministrazione, che determina un aumento dei costi e delle tempistiche d'impresa;
- l'inefficacia del sistema di welfare (pensioni e assistenza) che, oltre essere ingiusto, non è strutturato per sostenere la domanda interna in caso di shock economici, poichè sono tutelate solo determinate fasce di popolazione tra l'altro spesso già privilegiate rispetto ad altre fasce di popolazione senza alcuna tutela;
- l'incertezza e la lentezza della giustizia civile e penale che creano ostacoli all'instaurarsi di un adeguato livello di fiducia tra contraenti o concorrenti mentre favoriscono l'economia sommersa ed illegale;
- l'elevato livello di tassazione sui redditi da lavoro e delle imposte indirette sui consumi che non corrispondendo ad una adeguata controprestazione da parte dello Stato in termini di servizi e infrastrutture deprime l'economia;
- la mancanza di sistemi di controllo sia nel settore pubblico che in quello privato e di leggi sui conflitti di interesse in grado di scoraggiare l'evasione fiscale e la corruzione e di favorire processi di selezione meritocratica e concorrenza leale;

- la mancanza di un sistema di finanziamento alternativo al sistema bancario in grado di stimolare gli investimenti nelle start-up e di scoraggiare la fuga di capitali;
- il peso e la continua crescita del debito pubblico che potrebbe far collassare all'improvviso l'economia italiana qualora un eccessivo rialzo dei tassi d'interesse dovesse renderlo insostenibile;
- l'assenza di efficaci politiche redistributive in presenza di una distribuzione della ricchezza troppo squilibrata che favorisce le rendite di posizione a discapito degli investimenti produttivi;
- la scarsa efficacia delle organizzazioni e delle istituzioni connesse al mondo del lavoro, come ad esempio i centri per l'impiego, i sindacati e le università, che non riescono ad incentivare la ricerca e l'economia della conoscenza per accrescere, attraverso l'istruzione, la formazione ed il merito, lo sviluppo di competenze, la produttività del lavoro e le remunerazioni dei lavoratori.

Esistono poi problemi strutturali dal lato dell'offerta di beni e servizi come la scarsa competitività di una parte del sistema produttivo italiano, caratterizzato da produzioni poco tecnologiche, da insufficienti investimenti sulla qualità e sulla ricerca, da eccessiva frammentazione, da una produttività mediamente bassa, da un sistema finanziario e di controllo societario poco trasparente che favorisce cartelli e rendite di posizione, dal corporativismo delle organizzazioni imprenditoriali e professionali, dalla mancanza di adeguati sistemi premianti e di riconoscimento economico del merito.

Esiste, infine, un problema dal lato della domanda come testimoniato dalla crisi attuale. Le economie mature non possono sottovalutare l'importanza di mantenere mediamente alto il tenore di vita dei cittadini. Nelle economie mature la soddisfazione della maggior parte dei bisogni primari della popolazione è data per scontata, in quanto buona parte dell'economia gira attorno a bisogni secondari e a consumi di massa. Infatti, i consumi aggregati in crescita della fascia più ricca della popolazione non possono nemmeno lontanamente compensare la carenza di domanda dovuta all'impovertimento della maggior parte della popolazione. Senza una domanda interna di beni e servizi sufficientemente ampia e strutturata, una economia matura priva di risorse naturali è destinata a perdere

competitività anche nelle esportazioni.

Tuttavia, un altro aspetto che incide sulla domanda di beni e servizi è la fiducia nel sistema economico. Se la popolazione ha delle percezioni negative riguardo al futuro tenderà a ridurre i consumi, a risparmiare ma senza investire nel medio-lungo periodo, deprimendo ulteriormente l'economia.

In Italia abbiamo avuto entrambe le condizioni negative che deprimono la domanda di beni e servizi. C'è stata una crisi di fiducia che ha coinvolto i cittadini, la politica e le istituzioni incapaci di attuare le riforme di cui il paese aveva bisogno per tornare a crescere. Ci sono stati gravi errori di politica economica successivamente all'adozione dell'Euro che hanno causato l'impoverimento della classe media e l'aumento delle fasce povere di popolazione.

Se i problemi strutturali che hanno generato la crisi economica non verranno risolti continueranno a determinare una scarsa o assente crescita economica.

■ **Le ripercussioni della crisi finanziaria internazionale del 2007**

Con lo scoppio della crisi finanziaria internazionale del 2007 il sistema finanziario italiano aveva retto abbastanza bene, poichè le banche italiane erano relativamente poco internazionalizzate ed avevano in portafoglio una modesta quantità di titoli tossici.

Ma l'anno successivo, nel Settembre 2008, ci fu il fallimento della Lehman Brothers che determinò il contagio della crisi alle economie reali di quasi tutti i paesi occidentali attraverso una generale diminuzione degli investimenti, del reddito disponibile e dei consumi.

Sebbene il sistema finanziario italiano fosse sostanzialmente uscito indenne dal terremoto che aveva colpito la finanza mondiale, la conseguente crisi delle economie reali di molti paesi occidentali colpì duramente l'Italia, essendo alcune di queste economie importanti mercati di sbocco per le nostre esportazioni. Il settore manifatturiero italiano, cresciuto secondo un modello di sviluppo basato sulle esportazioni, subì

un pesante contraccolpo a causa della diminuzione della domanda di beni dall'estero. Il crollo delle esportazioni determinò una crescita negativa del PIL nel 2008 (-1,2%) ed una delle peggiori performance nel 2009 (-5,5%).

Come detto, il PIL nel 2010 crebbe dell'1,7%, ma in realtà per l'Italia la crescita del PIL non si consolidò e la ripresa non ebbe luogo. Mentre gli altri paesi colpiti dalle ripercussioni della crisi finanziaria riprendevano a crescere, l'Italia continuava ad affondare gravata dai problemi strutturali della sua economia e negli anni a seguire fu falciata da una nuova crisi della domanda, questa volta dovuta alla diminuzione dei consumi delle famiglie italiane. Come accennato, ad aggravare la situazione delle imprese italiane vi fu, inoltre, la stretta creditizia determinata dalle ripercussioni della crisi dei debiti sovrani del 2011.

Nel 2011 esplose in Europa e in altri paesi la crisi dei debiti sovrani. Anche questa crisi, come quella del 2007 è stata una crisi di tipo finanziario, connessa alla notevole mobilità dei capitali e alla speculazione, ma a differenza della precedente, ha riguardato principalmente il settore pubblico e nello specifico il finanziamento del debito degli stati sovrani.

La crisi di un debito sovrano consiste in un rialzo eccessivo dei tassi di interesse sui titoli di stato che vengono periodicamente messi all'asta per finanziare il rinnovo e la crescita del debito pubblico. Lo Stato per riuscire a vendere i propri titoli di debito può essere costretto ad alzare il tasso di interesse, ma tale provvedimento, in presenza di una grande quantità di debito, può minare la capacità dello Stato di far fronte al pagamento del debito.

E' quello che ha rischiato l'Italia quando la scarsa o assente crescita del PIL, l'enorme stock di debito pubblico di nuovo in crescita a partire dal 2008, la scarsa credibilità del Governo e del sistema politico indussero gli investitori internazionali a dubitare della solidità del bilancio pubblico italiano e, quindi, ad acquistare i titoli di debito italiani solamente a condizione che i relativi tassi d'interesse fossero abbastanza alti da compensare l'aumentato rischio.

La crisi del debito italiano divenne evidente nel mese di Giugno 2011,

subito dopo che Grecia, Irlanda e Portogallo ormai ad un passo dal default avevano chiesto aiuto all'Europa, ed andò via via peggiorando. Lo "spread", cioè il differenziale di rendimento fra titoli di stato italiani e quelli tedeschi presi come riferimento, cominciò a crescere di mese in mese (con una eccezione nel mese di Agosto dovuta all'acquisto da parte della Banca Centrale Europea di una notevole quantità di titoli italiani sul mercato obbligazionario) arrivando a superare i 500 punti nel mese di Novembre. Poco prima, a Settembre, l'agenzia internazionale di valutazione dei rischi finanziari Standard & Poor's aveva abbassato il "rating" (la valutazione di affidabilità) sui titoli del debito pubblico italiano.

La crescita dello spread mise in enorme difficoltà il sistema bancario italiano che stava già fronteggiando crescenti sofferenze negli impieghi del settore privato (cioè le perdite dovute a prestiti ed affidamenti erogati ad imprese andate in crisi a causa della diminuzione della domanda di beni e servizi). Le banche italiane, che avevano in portafoglio una enorme quantità di buoni del tesoro (il 60% del portafoglio titoli delle cinque maggiori banche italiane era composto da BOT) videro compromessi i propri bilanci a causa del virtuale congelamento del mercato delle obbligazioni bancarie, dovuto alla perdita di valore dei titoli (perdita in conto capitale che si determina sui titoli precedentemente emessi ad un tasso d'interesse più basso rispetto al tasso d'interesse delle nuove emissioni).

Inoltre, la situazione delle banche venne aggravata da una crisi di fiducia generalizzata che provocò il ribasso delle borse europee ed in particolare della Borsa di Milano, dove i titoli bancari registrarono perdite spaventose. Così la maggior parte delle banche italiane si ritrovò sottocapitalizzata ed a rischio liquidità, tanto che nel mese di Dicembre l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ammonì l'Italia sulla necessità di una urgente ricapitalizzazione del suo sistema bancario.

Le difficoltà del sistema bancario produssero già a partire dall'estate del 2011 una stretta del credito (credit crunch), cioè le banche italiane non furono più in grado di elargire finanziamenti al settore privato a tassi ragionevoli, determinando ulteriori difficoltà di accesso al credito alle famiglie ed alle imprese che già si trovavano in difficoltà per la crisi

economica strutturale che stava impoverendo il paese.

Sotto le pressioni del settore finanziario e di altre istituzioni, il 12 novembre 2011, Silvio Berlusconi rassegnò le dimissioni da Presidente del Consiglio per consentire la formazione di un Governo tecnico, guidato dal neo-senatore a vita Mario Monti che si insediò il 16 novembre 2011. Nel giro di poche settimane lo spread si ridusse sensibilmente per poi tornare a salire di nuovo, condizionato anche dall'ennesimo declassamento del rating del 13 gennaio 2012 dei titoli di Stato italiani da parte di Standard's & Poor's.

Il 6 Dicembre 2011 il Governo Monti varò il decreto salva-Italia, recante "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici", una manovra da 20 miliardi di euro che aveva l'obiettivo di consolidare le finanze pubbliche e rispettare le prescrizioni europee e che riuscì a centrare l'obiettivo di riportare la fiducia sui mercati e di creare le premesse per una riduzione dello spread.

Così, il tasso di interesse sui titoli del debito pubblico italiano diminuì gradualmente fino al mese di Marzo, grazie anche al varo, da parte della Banca Centrale Europea guidata da Mario Draghi, di un "piano di rifinanziamento a lungo termine" (LTRO) concesso in data 22 dicembre 2011 e in data 29 febbraio 2012 alle banche.

Il finanziamento della BCE aveva l'obiettivo di fornire liquidità al settore bancario attraverso un prestito triennale al tasso agevolato dell'1% annuo, ma fu utilizzato dalle banche anche per acquistare nuove emissioni di titoli del debito pubblico e ridurre di conseguenza lo spread sui titoli di stato.

A causa dell'elevato stock di debito pubblico e della perdurante scarsa crescita economica, l'Italia è stata una delle nazioni più colpite dalla crisi dei debiti sovrani, tuttavia, a differenza di Grecia, Spagna e Portogallo, non ha chiesto aiuti diretti alle istituzioni europee, che erano disposte a concedere questi aiuti solo a condizione di una rapida attuazione di riforme e prescrizioni con pesanti ripercussioni sul piano economico-sociale.

In sintesi, la crisi del debito sovrano è stata superata in Italia attraverso la formazione di un governo tecnico che ha adottato misure impopolari, tra

cui l'aumento della tassazione complessiva dei cittadini.

Nonostante il superamento della crisi del debito, la sostenibilità dell'elevato stock di debito pubblico costituisce per l'economia italiana un fattore di rischio aggravato da una crescita economica bassa o assente. In Italia si è creato un circolo vizioso tra debito pubblico e crisi strutturale del sistema economico: per un verso la crisi del debito sovrano è esplosa a causa della crisi economica strutturale, poichè è stata l'assenza di crescita economica ad ingenerare dubbi nei mercati finanziari sulla capacità dell'Italia di far fronte all'elevato stock di debito pubblico, dall'altro verso le misure adottate per risolvere la crisi del debito sovrano hanno ulteriormente aggravato la crisi economica.

Questo circolo vizioso tra debito pubblico eccessivo e crisi economica è inoltre parzialmente indipendente dalle valutazioni in tempo reale dei mercati finanziari, poichè in una situazione di crisi economica la sola esistenza di un elevato stock di debito costituisce un limite oggettivo alla possibilità di adottare una politica economica espansiva attraverso un'ulteriore crescita dell'indebitamento, mentre parte del bilancio pubblico risulta già impegnata in modo rigido essendo accantonata per pagare gli interessi sul debito ed eventualmente per ridurre l'indebitamento (cioè sono già stati programmati tagli alla spesa pubblica nei bilanci di previsione).

In ogni caso, il contenimento del deficit e la riduzione del debito pubblico costituiscono un impegno che l'Italia ha preso nei confronti delle istituzioni europee.

L'Italia è, infatti, uno dei paesi promotori dell'Unione Europea e come tutti gli stati membri ha aderito al cosiddetto patto di stabilità. Il patto di stabilità europeo impone ai paesi membri il rispetto di determinati parametri di finanza pubblica, al fine di allineare i diversi sistemi economici e completare il processo di integrazione.

La difficoltà di rispettare i parametri europei in una fase di recessione economica ha aperto una discussione sull'adesione all'Euro. In effetti, l'adesione alla moneta unica europea ha comportato dei vincoli che restringono i margini di manovra che un paese membro ha per uscire dai tunnel delle crisi economiche. Infatti, oltre ai già citati vincoli di bilancio

che inibiscono il ricorso alle politiche fiscali di espansione della spesa pubblica o di diminuzione della tassazione, vi è anche l'impossibilità per il paese membro di attuare autonomamente una politica monetaria espansiva avendo perso la sovranità monetaria.

Tuttavia, occorre considerare anche il rovescio della medaglia poiché senza lo scudo inflazionistico dell'Euro probabilmente l'Italia si sarebbe trovata in una situazione economica decisamente peggiore ed avrebbe perso la sua competitività in misura maggiore e tempo prima rispetto a quanto accaduto. Oggi, invece, l'Italia può tornare ad essere competitiva se risolve i problemi strutturali della sua economia, problemi strutturali che affondano le radici nei primi anni del 2000.

I fattori che incidono su una crisi economica non sono solo economici, ma anche politici e psicologici. Le conseguenze economiche dell'11 settembre, avevano portato i tassi d'interesse sui subprime ad un livello molto basso (intorno all'1%). L'abbassamento dei tassi non desta particolari preoccupazioni perché il mercato immobiliare allora tira parecchio, ed il debito verso le banche sarebbe stato garantito dalla casa che avrebbero pignorato (ossia espropriata e messa all'asta) in caso di insolvenza. Tuttavia, complice anche l'aumento progressivo dei tassi d'interesse, a partire dal 2003, molta gente si scopre insolvente, costringendo le banche a pignorare le case per recuperare il denaro prestato. Si instaura un circolo vizioso per cui la continua messa in vendita delle case pignorate porta ad un aumento dell'offerta nel mercato immobiliare (già in calo di per sé in quel periodo), mentre si registra un calo della domanda: la conseguenza è un abbassamento dei prezzi degli immobili, che avendo perso valore (con una discesa in termini di oltre il 30% rispetto a un solo anno prima negli USA) non bastano a recuperare il capitale finanziato. Gli aumenti nello stesso periodo del prezzo del petrolio (per la prima volta oltre quota \$100 al barile) e di numerose materie prime fanno il resto.

E' l'inizio della crisi. Gli investitori perdono fiducia e il mercato globale smette di crescere entrando in recessione. Per sopperire alla mancanza di liquidità, causata dai numerosi default di banche ed istituti di credito, i governi e le banche centrali di tutto il mondo iniziano da allora a pompare

grandi capitali nel sistema bancario, con lo scopo di evitare o attenuare una crisi bancaria. In tanti ricorderanno le immagini delle interminabili code di clienti agli sportelli della Northern Rock, banca specializzata nel settore dei mutui residenziali e fortemente coinvolta nella crisi dei subprime, nazionalizzata con grandissimi oneri dal governo Inglese, o il default dell'americana Lehman Brothers, la più grande bancarotta nella storia degli USA.

Venendo all'Eurozona, gli effetti della crisi finanziaria sono stati meno devastanti rispetto agli Stati Uniti, ma non siamo rimasti immuni dal rischio di una crisi bancaria: ecco perché la BCE ha effettuato interventi di capitalizzazione e norme che impongono alle banche di tenere in cassa maggiore liquidità per far fronte a possibili perdite. Quello che preoccupa maggiormente è la situazione di alcuni paesi, dovuta soprattutto alle politiche economiche adottate negli ultimi lustri dagli stati in questione. Gli osservati speciali sono Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna. Tali stati hanno un debito pubblico molto elevato o in rapida crescita rispetto al Prodotto Interno Lordo (il valore complessivo della produzione nazionale di beni e servizi), consistente indebitamento con l'estero, scarsa Negli ultimi mesi si è fatto un gran parlare, spesso in maniera confusa, delle agenzie di rating internazionali. Si tratta di agenzie private che analizzano e giudicano bilanci e prospettive di sviluppo di nazioni o aziende. In base ai dati ottenuti classificano titoli obbligazionari e imprese: il risultato è una valutazione (rating) utilizzabile a discrezione degli investitori per orientarsi nel mercato e capire se uno stato, una banca o un'azienda è in grado di ripagare i sottoscrittori. Per chiarire, quando uno stato spende più di quanto ha a disposizione al momento emette debito pubblico: l'emissione competitività della produzione nazionale e ampi deficit commerciali di debito pubblico presuppone che qualcuno presti denaro allo stato ed i vari paesi in giro per il mondo sono in competizione per accaparrarsi i prestiti di cui hanno bisogno. Il rating è un buon indicatore per capire quanto sia ragionevole supporre che uno stato sia in grado di restituirmi quanto gli presto: generalmente un declassamento del rating di soggetti particolarmente indebitati implica un aumento degli oneri (i tassi di interessi) dei prestiti in corso, giustificato dal maggior rischio per gli investitori di non vedere remunerato il capitale finanziato. Quando un paese si trova in difficoltà e non vuole andare in bancarotta è costretto ad

allettare gli investitori con interessi più alti, altrimenti questi investiranno altrove, magari in quello stato o in quell'impresa con ottime prospettive di crescita dove sono certi di essere remunerati, anche se con interessi

piuttosto bassi.

Il rischio maggiore per tali paesi è che si inneschi un effetto valanga per cui l'aumento degli interessi (che sono un costo per lo stato), porti ad un aumento del debito ed al bisogno di nuovi capitali, che però aumenterebbero a loro volta il debito ed il bisogno di capitali: un circolo vizioso che se non viene interrotto da interventi straordinari esterni, come riforme e manovre mirate, porta al default.

Ne sa qualcosa la Grecia, un paese con una spesa pubblica altissima sostenuta indebitandosi in modo inverosimile; gravi carenze nel sistema economico e fenomeni sistemici di corruzione ed evasione fiscale. Già a fine 2009, con un debito pubblico pari al 127% del PIL, la disoccupazione al 9% ed una previsione per l'anno seguente di un incremento dei fallimenti delle aziende del 15%, il neoeletto premier George Papandreu aveva annunciato rischio di bancarotta del paese. Non riescono a salvare la Repubblica Ellenica né i pacchetti di aiuti dell'Unione Europea né le manovre (con tagli drastici alla spesa pubblica, imposte straordinarie, privatizzazioni e la messa in mobilità di 30.000 dipendenti statali) varate negli ultimi due anni dal governo di Atene, fino ad arrivare alla troika, un ente straordinario composto da Commissione Europea, Banca Centrale Europea e Fondo Monetario Internazionale, incaricato di studiare la situazione greca e attivare l'EFSF, il "fondo salva-stati" per affrontare la crisi finanziato dai paesi dell'eurozona. In seguito ad un summit tra i leader dell'UE a Bruxelles si è deciso che la Grecia potrà restituire solo il 50% del valore dei suoi titoli del debito pubblico ai suoi creditori, scaricando così le perdite sugli istituti di credito (prospettiva che renderebbe ancora più probabile una crisi bancaria europea). L'obiettivo è quello di riportare il debito greco a un livello sostenibile entro il 2020.

Un po' meglio è andata all'Irlanda, dove la crisi colpisce soprattutto un settore finanziario cresciuto troppo rapidamente e in maniera rischiosa nel decennio precedente, ed il Portogallo, un paese con gravi deficit produttivi ed una classe politica poco innovativa: in entrambi in casi i pacchetti di

aiuti dell'UE e le misure di austerità (contenimento della spesa pubblica) adottate sono bastate a evitare il default. La Spagna invece è riuscita a uscire da sola dalla recessione, grazie a tagli, privatizzazioni e una riforma del mercato del lavoro, nonché l'annuncio di nuove elezioni che ha contribuito a riottenere la fiducia dei mercati.

L'Italia si trova in una situazione anomala rispetto agli altri paesi. Il debito pubblico accumulato negli ultimi decenni è tra i più alti al mondo in rapporto al PIL (118%) anche se a oggi il nostro avanzo primario è positivo, cioè lo stato spende in servizi e opere pubbliche meno di quello che guadagna dalle tasse. A pesare nel bilancio è la spesa per gli interessi del nostro debito pubblico, frutto delle politiche di forte spesa pubblica adottate in passato. Il problema nasce dall'incapacità di crescita del nostro paese, dovuta soprattutto a carenze strutturali e ritardi rispetto ai paesi più avanzati dell'UE, inefficienze gestionali da parte di uno stato presente in moltissimi settori produttivi, impedimenti e limitazioni alla libertà di impresa, un mercato del lavoro ingessato, un sud basato su un'economia agricola quasi del tutto dipendente da fondi pubblici, un alto tasso di disoccupazione in alcune regioni, scarsa propensione a commerciare con l'estero, un'economia sommersa che copre da sola oltre il 15% del PIL e diffusi fenomeni di evasione fiscale, uniti all'immobilismo di una classe politica incapace di varare riforme sostanziali. Una prospettiva che di certo non attira investimenti e non offre prospettive delle più rosee per il futuro.

La bolla immobiliare negli Stati Uniti e la crisi dei mutui subprime hanno fatto tornare alla ribalta il pensiero di un economista, Hyman Minsky, che aveva elaborato un'interessante teoria sull'instabilità innata delle economie capitaliste.

La tesi di Minsky è che l'economia capitalista, durante i periodi di prosperità tenda da sola a diventare instabile ed a generare quelle bolle speculative il cui scoppio porta alla inevitabile crisi finanziaria.

La spiegazione suona più o meno così: quando le cose vanno bene, per chi è impegnato nelle aree più remunerative dell'economia, diventa molto appetibile indebitarsi. In sostanza più ci si indebita e si investe nel settore favorevole più si fanno soldi. Poiché l'economia sembra solida e le finanze

dei debitori sembrano essere in buona salute, anche le banche sono meno restie a concedere prestiti.

Col passare del tempo i debiti si accumulano ed iniziano ad aumentare più dei profitti con i quali i debitori intendono ripagarli.

Si arriva quindi ad un punto di non ritorno e si innesca la crisi. Minsky fa distinzione tra tre tipologie di debitori:

Il primo tipo sono gli **hedge borrowers**, ovvero coloro i quali sono in grado di ripagare sia il montante, sia gli interessi.

La seconda categoria raggruppa gli **speculative borrowers**, cioè coloro i quali possono ripagare gli interessi ma che devono nuovamente indebitarsi per poter rimborsare il prestito originale.

La terza categoria è infine quella dei **Ponzi borrowers**, cioè coloro i quali non possono né pagare gli interessi, né rimborsare il prestito ma fanno affidamento sul fatto che il prezzo degli asset che hanno acquistato continuerà a salire per poter rifinanziare il loro debito.

Durante un periodo di stabilità e crescita, secondo Minsky, le economie capitaliste tendono spontaneamente a muoversi da una situazione in cui vi è una maggioranza di hedge borrowers ad una dominata dalla finanza speculativa dei Ponzi borrowers, sino a giungere all'inevitabile collasso.

Il processo è aggravato dal fatto che le banche, durante il periodo di crescita, cercano di convincere gli investitori a comprare titoli di debito, magari offrendo prodotti finanziari presentati come innovativi.

La ricerca del profitto "sempre più alto" e "ad ogni costo" dirige quindi i risparmi verso investimenti ad elevato rischio e poca sostanza, ma che offrono però un alto rendimento potenziale.

Quando cambiano le condizioni e viene rivelata la vera natura di questi "investimenti", la bolla speculativa scoppia e si genera la crisi.

Senza un intervento correttivo dall'alto, sempre secondo Minsky, la crisi

può sfociare in un vero e proprio tracollo finanziario ed è quindi compito delle autorità politiche e monetarie intervenire regolamentando il mercato e fornendo liquidità al sistema bancario in modo che non collassi.

Minsky descrive perfettamente le crisi finanziarie degli ultimi anni: chi, leggendo queste righe, non ha riconosciuto il disastro dei bond argentini, delle obbligazioni Parmalat sino arrivare alla odierna crisi dei mutui subprime?

Nel lavoro di Minsky manca tuttavia una spiegazione del perché tutto questo avvenga. L'economista americano si limita a descrivere (in modo perfetto) il fenomeno ed a lanciare una generica accusa (non dimostrata) contro l'economia capitalista che, lasciata a sé stessa, produrrebbe da sola bolle speculative una dietro l'altra.

Ma perché infatti durante un periodo di stabilità si genera questa euforia speculativa e diventano tutti dei Ponzi borrowers? Perché le banche diventano felicissime di prestare denaro anche a chi non può presentare nessuna garanzia? E soprattutto, siamo sicuri che non siano state le stesse politiche monetarie invocate per salvare il capitalismo a causare il ciclo economico e finanziario?

Una possibile spiegazione viene fornita dalla Scuola Austriaca di Economia attraverso la cosiddetta ABCT (Austrian business cycle theory).

La tesi è più o meno questa: le Banche Centrali, fissando un tasso di interesse artificialmente basso, determinano un boom di investimenti e consumi, che però non sono supportati da un risparmio reale. Il risultato è quello di creare proprio le condizioni descritte da Minsky, l'instabilità dell'economia e la conseguente crisi.

Capitolo 4

Le politiche della BCE

I trattati dell'UE indicano il mantenimento della stabilità dei prezzi come l'obiettivo primario della Banca centrale europea (BCE). Nel 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi come un tasso di inflazione a medio termine inferiore al 2% e nel 2003 ha ulteriormente chiarito l'intenzione di mantenere tale tasso su livelli inferiori ma prossimi al 2%.

Dalla metà del 2013 l'inflazione si colloca al di sotto dell'1% e, dopo mesi in territorio negativo, è stata, in dicembre, pari allo 0,2%. I critici che vedono gli sforzi profusi dalla BCE per far salire il tasso di inflazione corrente come una modifica della sua strategia di politica monetaria sono in errore; al contrario, l'abbandono dell'obiettivo di un tasso di inflazione prossimo al 2%, nel medio periodo, segnerebbe un cambiamento di strategia. In un momento in cui appare più difficile raggiungere tale obiettivo, ciò sarebbe opportunistico e danneggerebbe la credibilità della BCE. È proprio in tempi di turbolenza che è necessario mantenere l'obiettivo prefissato.

Sappiamo che un'inflazione troppo bassa è dannosa nel lungo periodo e la deflazione costituisce un pericolo.

Da febbraio 2013 l'inflazione nell'area dell'euro si è allontanata dall'obiettivo di medio termine della BCE. I tassi di inflazione persistentemente bassi hanno altresì influito sulle aspettative di inflazione a medio e lungo termine, che sono significativamente inferiori ai livelli degli anni precedenti.

Una bassa inflazione su un orizzonte più lungo fornisce una protezione solo ridotta contro l'eventualità di un periodo prolungato di deflazione. Le attese di un calo dei prezzi inducono a ritardare acquisti ed investimenti. L'aumento dei salari reali, in rapporto alla produttività, implica un onere per le imprese e l'occupazione. A questo si aggiunge il fatto che il valore reale del debito nominale aumenta in caso di deflazione. Non da ultimo, la

deflazione può limitare l'efficacia della politica monetaria in quanto la banca centrale può perdere il controllo sui tassi di interesse reali.

Sminuire il rischio di deflazione sarebbe negligente, specie nei periodi di inflazione persistentemente bassa. Anche se la caduta dei corsi petroliferi ha svolto un ruolo significativo nel determinare tassi di inflazione bassi in tempi recenti, l'effetto sull'inflazione non è né trascurabile né temporaneo. A titolo di esempio i ribassi dei prezzi del petrolio influiscono rapidamente su altri settori, come quello dei trasporti. Inoltre favoriscono effetti di secondo impatto sull'inflazione, ad esempio per il tramite di accordi salariali conclusi su livelli più bassi.

■ **Le misure della BCE sono efficaci**

Il 3 dicembre 2015 la BCE ha ampliato il proprio programma di acquisto di attività (PAA) prorogandolo fino al primo semestre del 2017 e reinvestendo le obbligazioni in scadenza. Al tempo stesso ha ridotto il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale di 10 punti base, al -0,3%.

La decisione di ampliare le misure esistenti fornisce continuità rispetto ai provvedimenti adottati da giugno 2014 e si fonda sul fatto che il PAA ed i tassi di interesse negativi si sono rivelati estremamente efficaci. In particolare il PAA ha contribuito a contrastare il calo delle aspettative di inflazione, oltre che a ridurre il rischio di deflazione. Attese di inflazione più stabili costituiscono una condizione necessaria per il ritorno alla stabilità dei prezzi nel medio periodo.

A questo si aggiungono gli effetti positivi esercitati dalla trasmissione dello stimolo monetario alle condizioni di finanziamento per le famiglie e le imprese. È stato ad esempio registrato un considerevole miglioramento dei costi di finanziamento sul mercato per famiglie e imprese, oltre che un calo del costo del credito bancario per le imprese. Le ricadute positive sono state maggiori nei paesi nei quali il meccanismo di trasmissione della politica monetaria si era temporaneamente deteriorato, in un contesto in cui le misure hanno altresì contribuito a creare una politica monetaria più uniforme in tutta l'area dell'euro. Anche il volume dei prestiti bancari a famiglie ed imprese ha iniziato a recuperare. Ad esempio, l'ultima

edizione dell' *Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento* ha mostrato come siano proprio le piccole e medie imprese a segnalare una maggiore facilità di accesso al credito. In generale, le migliori possibilità di finanziamento hanno fatto aumentare la domanda nell'area dell'euro anche se la crescita mondiale e la domanda delle economie emergenti in particolare si sono indebolite.

■ **I benefici superano i costi**

Gran parte del lavoro svolto dalla BCE riguarda altresì la quantificazione e la valutazione dei costi e degli effetti collaterali indesiderati delle misure. I tassi di incremento dei prezzi delle abitazioni, ad esempio, sono diminuiti in gran parte dei paesi dell'area dell'euro rispetto al periodo antecedente la crisi e si collocano ovunque al di sotto del trend che sarebbe considerato normale in base alle medie storiche. Inoltre, i rincari diventano particolarmente problematici quando sono determinati soprattutto dalla fortissima espansione del credito e al momento nell'area dell'euro siamo piuttosto alle prese con una crescita limitata del credito. Anche in altri mercati, ad esempio azionari o delle obbligazioni societarie, gli andamenti correnti rientrano nell'intervallo dei processi storicamente comparabili.

In aggiunta, dopo la crisi il sistema bancario ha visto aumentare considerevolmente la propria capacità di tenuta a fronte di shock negativi. Le banche hanno rafforzato la loro base patrimoniale. La BCE, dall'assunzione dei compiti di vigilanza bancaria nel quadro del Meccanismo di vigilanza unico, ha contribuito ad assicurare il rispetto di standard elevati e uniformi da parte delle banche di tutta Europa. In caso di problemi gli strumenti macroprudenziali sono tuttavia i più adatti a contrastare i rischi per il settore finanziario, permettendo alla politica monetaria di concentrarsi sull'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi.

■ **Le misure della BCE sono indubbiamente parte della politica monetaria**

La politica monetaria opera tradizionalmente attraverso la manovra dei tassi di interesse di riferimento. In risposta alla crisi finanziaria la BCE, al pari delle altre banche centrali principali, ha ampliato il proprio

strumentario. Il tasso di interesse negativo segue l'approccio tradizionale che include la manovra dei tassi di riferimento, ma ha la particolarità di essere inteso a ridurre l'attrattiva della detenzione di liquidità per stimolare il credito bancario in modo mirato.

La politica monetaria, oltretutto, necessita dei programmi di acquisto di attività. Influenzando sui tassi di interesse a più lungo termine, che sono particolarmente importanti per gli investimenti e per gli acquisti di beni di consumo durevoli, la politica monetaria può quindi preservare il proprio margine di manovra in un contesto economico nel quale gli strumenti tradizionali stanno raggiungendo il loro limite.

Particolare attenzione è stata prestata alla definizione del programma di acquisto di attività per evitare distorsioni nei mercati. Pertanto gli acquisti in tal senso hanno un impatto neutro sul mercato; in media, si distribuiscono in modo uniforme tra le attività disponibili. Inoltre teniamo sotto costante osservazione la liquidità nei mercati in cui acquistiamo. Un ulteriore elemento importante è rappresentato dal fatto che la BCE acquista solo fino a un massimo del 33% di ciascuna emissione obbligazionaria per evitare di assumere una posizione di mercato dominante in un particolare titolo. Gli operatori potranno così definire liberamente i propri prezzi e sarà possibile stabilire premi orientati al mercato per il rischio di credito e di liquidità.

Quando a gennaio 2015 il Consiglio direttivo ha deciso l'acquisto di titoli di Stato, i suoi membri si sono trovati d'accordo nel considerarlo in linea di principio uno strumento di politica monetaria legittimo per assicurare la stabilità dei prezzi. Gli acquisti di obbligazioni influiscono senza dubbio anche sui costi di rifinanziamento dei paesi, ma evidentemente questo non cambia in nulla la natura di politica monetaria di tali misure nell'attuale contesto di inflazione che rimane persistentemente su livelli troppo bassi. In ogni caso, anche lo strumento tradizionale della manovra dei tassi di interesse di riferimento incide sui costi di rifinanziamento dei paesi.

■ **L'importante è che i governi facciano anch'essi la loro parte a livello nazionale ed europeo**

Su questo sfondo, tuttavia, è ancora più importante che i governi

proseguano il percorso di risanamento dei conti pubblici. La politica monetaria comune può essere efficace soltanto se, come la BCE ha spesso sottolineato, i problemi strutturali nell'area dell'euro sono affrontati alla radice. Questo è un ambito di responsabilità dei governi, che sono chiamati a impegnarsi maggiormente. A livello nazionale devono perseguire con coerenza il risanamento delle finanze pubbliche e rafforzare il potenziale di crescita, attuando altresì senza ritardi le necessarie riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Anche a livello europeo servono tuttavia sforzi maggiori sul piano politico. È giunto il momento di affiancare all'unione monetaria un'unione economica più profonda. Nel lungo periodo risulta molto difficile immaginare un'unione monetaria completa senza un'unione economica. Inoltre, i progressi verso l'unione economica semplificheranno il compito della politica monetaria.

L'esplosione dell'ultima crisi finanziaria ha spinto la Bce a interventi senza precedenti che hanno forzato i limiti tradizionali del suo perimetro di azione. Le carenze di un'Unione europea basata sulla moneta e priva di politiche fiscali integrate hanno infatti rischiato di disarticolare l'Eurozona chiamando in causa la stessa Banca centrale.

Sembra lontano il gennaio del 2007, quando l'allora presidente della Bce Jean Claude Trichet avvertiva: "Nel mercato di oggi non riusciamo a individuare perfettamente dove siano allocati i rischi", ma in realtà non è cambiato poi tanto su questo fronte. La crisi dei mutui subprime trovava un apice quasi inatteso nel settembre del 2008 con la bancarotta di Lehman Brothers e sui mercati scoppiava il panico. L'Europa, sembrava relativamente lontana dalle sofisticazioni Usa, ma i titoli azionari perdevano terreno lo stesso. I mercati si mostravano profondamente collegati ed una falla in qualunque parte del sistema e gli States ne sono il centro creava effetti a catena nelle altre economie.

La Fed e la Bce, per eliminare le tensioni di breve termine nel funding delle banche avevano smesso di fidarsi e rischiavano di congelare il sistema finanziario raddoppiavano le linee di swap da 120 a 240 miliardi di dollari per favorire l'afflusso di liquidità in dollari nell'Eurozona. L'Eurotower abbassava il costo del denaro di ben 50 punti base portando i tassi d'interesse al 3,75%. Entro la fine dell'anno nuovi interventi li avrebbero compressi al 2,5 per cento.

Nel frattempo la Commissione Ue proponeva di alzare fino a 100 mila euro la protezione dei depositi bancari europei e la Bce di allargava la platea dei collateralizzati che le banche potevano proporre in cambio di finanziamenti. L'Eurotower conduceva aste settimanali di rifinanziamento a tasso fisso per fornire liquidità al sistema finanziario e, nel maggio del 2009, nuove operazioni LTRO di finanziamento alle banche con scadenza a un anno. La durata di questi prestiti straordinari era dunque raddoppiata rispetto a un'operazione simile condotta nel 2008.

Intanto la crisi montava: nel 2009 anche le borse europee toccano nuovi minimi: a fine anno scoppia il caso della Grecia, il nuovo governo appena insediatosi aveva infatti radicalmente rivisto le stime sul bilancio, l'Europa chiedeva interventi immediati. Nel frattempo ripetuti interventi della Bce avevano portato i tassi dell'Eurozona all'1% ed i listini azionari avevano reagito con una rimonta che prometteva quasi la ripresa. Proprio fra l'ottobre del 2009 e il giugno del 2010 si consolidava però un fenomeno che ancora oggi caratterizza i mercati. Si assisteva infatti a un ripiegamento dei mercati al quale però seguiva una ripresa dell'azionariato Usa (ancora oggi appare in decisa rimonta), mentre la crisi diventava sempre più europea e i mercati Ue tornavano a perdere terreno. Ovviamente gli andamenti delle piazze finanziarie avevano le loro peculiarità: la locomotiva tedesca avrebbe continuato la ripresa fino alla metà del 2011, mentre avrebbe avviato un nuovo lento declino seguito da perdite ulteriori solo parzialmente recuperate nella seconda metà del 2012.

Cosa succedeva in quegli anni? All'inizio del 2010 cominciavano a scricchiolare le economie del Portogallo e della Spagna. Nasceva il fondo di intervento Efsf con una dotazione di 750 miliardi di euro. La Bce approntava il Securities Markets Programme che le consentiva di intervenire nel mercato dei titoli di Stato, ma gli interventi erano molto limitati perché la Germania e altri Paesi membri avversano fieramente la mutualizzazione del debito europeo che ne poteva seguire. Il direttorio della Bce annunciava regole più rigide sui collateralizzati delle banche e in estate venivano pubblicati degli stress test sulle maggiori banche europee.

Nel novembre del 2010 anche l'Irlanda chiedeva aiuto all'Europa. A fine anno veniva progettato il fondo salva-stati permanente ESM che doveva prendere il posto dell'Efsf. Insomma si cercava di intervenire, ma l'Europa

periferica sembrava un colabrodo e i fantasmi di un default dell'Italia o della Spagna agitavano a più riprese gli investitori.

Nell'aprile del 2011 anche il Portogallo chiedeva aiuto all'Europa, curiosamente nello stesso mese la Bce di Trichet alzava all'1,25% i tassi d'interesse. A luglio venivano pubblicati nuovi stress test sulle maggiori banche europee e nello stesso mese i tassi salivano ulteriormente all'1,5 per cento.

A novembre Mario Draghi diventava il nuovo presidente della Banca centrale europea. La nomina da parte dell'Eurogruppo era avvenuta a maggio, ma poiché il membro del direttorio Lorenzo Bini Smaghi tardava a lasciare il proprio incarico per fare posto a un nuovo presidente italiano, l'insediamento slittava a novembre. Quell'anno il Consiglio europeo approvava un'importante riforma della governance economica europea nota come six-pack: in pratica gli Stati europei si sottoponevano a controlli sul budget e sul bilancio pubblico accettando una politica di rigore. A fine 2011 i tassi d'interesse scendevano all'1%, lo aveva deciso proprio il direttorio guidato da Draghi.

A dicembre la Bce annunciava nuove operazioni di liquidità straordinarie suddivise in due longer-term refinancing operation (LTRO) con scadenza a tre anni, viene ridotto all'1% il coefficiente di riserva. Alle banche arrivano finanziamenti per 489 miliardi di euro il 22 dicembre 2011 e per altri 530 miliardi di euro il primo marzo del 2012. Viene varato il secondo pacchetto di aiuti per la Grecia ed i leader europei varano il "fiscal compact". Appare chiaro che questo nuovo management della Bce non ha paura di seguire le strategie americane e di pompare montagne di liquidità sui mercati per stabilizzare il sistema finanziario alle prese con il credit crunch e con un corto-circuito tra debito pubblico (controllato dalle banche) e bilanci bancari (penalizzati dai sostegni al debito sovrano).

Nel luglio del 2012 scoppia però la crisi di Cipro che chiede aiuto all'Unione europea dopo che le perdite sui titoli greci hanno messo in crisi il suo sistema bancario. In quei giorni anche la Spagna è alle prese con la necessità di una ristrutturazione del proprio settore bancario, l'Eurogruppo si dice disponibile a un corposo, ma condizionato, intervento.

Di fronte ai timori di una frantumazione dell'Eurozona a seguito di una serie di default disordinati tra i suoi Paesi "periferici" il numero Mario Draghi precisa il 26 luglio che "la Bce è pronta a fare *tutto quello che è necessario* per difendere l'euro. E credetemi, basterà". L'intervento deciso della Banca centrale respinge le spinte speculative sul crollo dell'euro e costruisce una forte barriera anti-crisi che dà un nuovo orientamento a tutto il dibattito sulla crisi del debito sovrano nell'Eurozona. Le banche centrali hanno risorse per definizione illimitate (fra l'altro possono stampare moneta) e quasi sempre gli speculatori che le hanno sfidate ne sono risultati sconfitti.

Il 6 settembre del 2012 la Bce articola il proprio intervento annunciando le Outright Monetary Transactions (OMT), degli interventi mirati sui titoli del debito pubblico Ue fino a tre anni potenzialmente illimitati ma sottoposti a condizioni dettate da un programma di recupero economico deciso su scala europea.

Nel frattempo, su spinta della Commissione europea, prende corpo un progetto di Unione bancaria che garantisca un approccio sistemico alle crisi finanziarie nell'Eurozona. Fra i pilastri di questo progetto in corso d'opera spicca l'attribuzione alla Bce di un potere di vigilanza unificato sulle banche "sistemiche" europee.

Nel marzo del 2013 si aggravano le condizioni del sistema finanziario cipriota, anche in questo il ruolo della Bce appare fondamentale. Di fronte alle incertezze di Nicosia ed al timore di un ritardo negli interventi l'Eurotower minaccia di bloccare il sistema di finanziamenti emergenziali noti come ELA (Emergency liquidity assistance) il 25 marzo del 2013 se non sarà raggiunto un accordo per un piano di rientro economico del Paese. In altri termini la Bce minaccia di tagliare i fondi alle banche del Paese se questo non prenderà delle decisioni immediate. Successivamente si arriverà a un prelievo forzoso sui depositi oltre i 100 mila euro, ad una loro conversione in titoli bancari, ad un accorpamento della seconda banca del Paese nella prima e ad altre misure molto dure per Cipro. Sul fatto che il modello cipriota sia da ritenere un esempio (negativo) per il resto d'Europa si dibatte ancora oggi.

Come intervengono le banche centrali nell'economia? Utilizzando tre strumenti:

1) **operazioni di mercato aperto**: la BCE può decidere di aumentare la cosiddetta base monetaria acquistando titoli di debito (in via definitiva oppure con un contratto di riacquisto a termine) detenuti dalle banche commerciali (i titoli di debito sono essenzialmente titoli di Stato).

2) **tasso ufficiale di riferimento**: la BCE fissa il tasso di interesse con il quale presta denaro alle altre banche e determina, di fatto, anche i tassi di interesse praticati dalle banche ai loro clienti.

3) **riserva legale**: la BCE determina la riserva legale, ovvero la percentuale dei depositi che le banche devono tenere in cassa.

Durante una politica monetaria espansiva la Banca Centrale abbassa il tasso di riferimento ed è accomodante nel soddisfare le richieste di liquidità. La magica stampante della Banca Centrale fa gli straordinari per riuscire a sfornare tante nuove banconote da dare in prestito (ad un tasso di interesse molto basso) alle banche.

■ **La reazione dei consumatori**

Il tasso di interesse rappresenta anche il costo opportunità che riceviamo quando dobbiamo scegliere se consumare oggi oppure risparmiare e comprare in futuro. Se è molto basso questo significa che siamo molto incentivati a consumare e pochissimo a risparmiare (gli interessi sul conto corrente sono bassi, i titoli "sicuri" rendono poco e così via). Nel caso del mercato immobiliare vi è poi un fattore aggiuntivo da considerare: se grazie al credito a buon mercato la rata del mutuo scende al di sotto dell'affitto (come è accaduto per i mutui a tasso variabile) allora la tentazione di indebitarsi e comprare casa diventa molto forte. In sintesi una politica monetaria espansiva cambia temporaneamente le preferenze temporali dei consumatori e le orienta verso un consumo anticipato, spesso finanziato attraverso il ricorso al credito.

■ La reazione degli imprenditori

Il messaggio che ricevono gli imprenditori è invece diametralmente opposto.

Se aumenta il credito a disposizione, ciò sta a segnalare che i consumatori stanno risparmiando e che quindi saranno propensi ad aumentare i loro consumi in futuro: vi è quindi spazio per aumentare la produzione. Inoltre un tasso di interesse basso fa diventare appetibile tutta una serie di investimenti che prima era considerata svantaggiosa.

Immaginiamo che ci siano due categorie di imprenditori: quelli che conducono un'attività remunerativa (categoria A) e quelli che invece sono in perdita, sono in cerca di fondi per avviare un'attività (categoria B). Quando il sistema bancario inizia ad espandere il credito accadono due cose:

1) Nuove linee di credito diventano disponibili.

Gli imprenditori di categoria A sono certamente intenzionati ad espandere la loro attività, ma avevano già un accesso privilegiato al credito bancario dal momento che la loro attività era solida e remunerativa. Ora però è disponibile del credito addizionale (non supportato da risparmi reali) e le banche sono disposte a finanziare anche i progetti degli imprenditori di categoria B. La cosa in sé non sarebbe un male (quando finanziata da risparmi reali) se non fosse che tra coloro i quali sono più incentivati a ricorrere al credito vi sono proprio i Ponzi borrowers di cui parlava Minsky, il cui “progetto d’impresa” consiste solo nel comprare assets (ad esempio case) con l’intenzione di rivenderli, dopo qualche mese, a prezzo maggiorato.

2) Basso tasso di interesse sui prestiti.

Se l'espansione del credito andava ad incidere sulla quantità di denaro disponibile, l'abbassamento del tasso di interesse da pagare sui prestiti va a definire la qualità dell'investimento.

Quando gli interessi da pagare sono bassi ecco agli occhi dell'imprenditore diventa potenzialmente profittevole tutta una serie di investimenti che prima era stata scartata in quanto altamente rischiosa e poco remunerativa. In sintesi non solo viene espanso il credito oltre i limiti del risparmio reale (overinvestment), ma esso viene anche indirizzato verso attività speculative e rischiose, che hanno scarse possibilità di successo (malinvestment). Vengono avviate nuove attività, le aziende si espandono

senza che ciò sia dettato da una reale prospettiva di guadagno e possiamo assistere a scalate miliardarie fondate sui debiti (ricordiamo Telecom Italia).

I dati macroeconomici, però, sembrano inizialmente confermare l'ottimismo: i consumi aumentano (con l'indebitamento però), nuovi posti di lavoro vengono creati (in settori non remunerativi) ed i mercati finanziari salgono alle stelle.

■ **Le banche ed i mercati finanziari**

Le protagoniste assolute del boom sono indubbiamente le banche: sono loro a ricevere a costo irrisorio la nuova moneta creata dalla Banca Centrale, moltiplicandola poi attraverso quel meccanismo perverso del credito frazionario.

Ma perché le banche dovrebbero prestare questi soldi anche a soggetti, come nel caso dei mutui subprime, che difficilmente potranno ripagare il prestito?

Vale lo stesso discorso fatto per gli imprenditori: l'espansione del credito, infatti, permette il fiorire di tutta una serie di società finanziarie che hanno una minore abilità nel valutare i rischi e una propensione maggiore a premere sull'acceleratore, finché le cose vanno bene.

Vi è infatti la speranza, da parte degli intermediari creditizi, di sfruttare l'alta marea del boom e poi riuscire a passare "la patata bollente" nelle mani di altri (di solito i risparmiatori) all'ultimo momento (es. caso Parmalat) oppure di essere salvati dall'intervento della Banca Centrale.

Non sempre però le cose vanno come previsto.

Anche i mercati finanziari sembrano andar bene durante una fase di boom. I risparmiatori reali (quelli che riescono ancora a mettere da parte qualcosa a fine mese) si trovano infatti in grande difficoltà: tenere i soldi fermi sul conto corrente significa incorrere in una sicura perdita di potere d'acquisto (a causa dell'inflazione) ed il basso tasso di interesse rende poco appetibili tutti quegli investimenti che in passato erano giudicati sicuri (avete mai sentito qualcuno lamentarsi di quando i bot rendevano il 15% ?) Una parte dei risparmiatori, durante la fase espansiva, vede che le borse salgono costantemente e decide di quindi comprare azioni, non per investire su di una azienda e partecipare dei suoi eventuali utili futuri (i

dividendi), ma con la speranza di rivenderle dopo qualche mese ad un prezzo maggiorato, realizzando così quindi un guadagno.

Gli altri, invece, si rivolgono alle banche e spesso finiscono per acquistare titoli di debito che queste ultime avevano in portafoglio e di cui volevano sbarazzarsi: i casi Parmalat e Cirio ne sono un ottimo esempio. In sintesi il risultato di una politica monetaria espansiva è quello di aumentare artificialmente i consumi, spingere gli imprenditori ad aumentare la produzione e dirottare il risparmio reale verso attività rischiose e fallimentari (malinvestment).

Siamo giunti quindi al punto in cui la Banca Centrale rialza il tasso di interesse, gli investimenti fallimentari si rivelano per quello che sono, la rata del mutuo diventa insostenibile per molte famiglie, i consumi crollano ed i mercati finanziari fanno lo stesso.

Rimane una domanda: se tutto andava così bene durante il boom speculativo per quale motivo la Banca Centrale non ha mantenuto i tassi di interesse bassi?

La risposta a questa domanda risiede nella sua premessa, che è falsa: non è vero infatti che tutto stava andando bene!

L'inseparabile compagna di viaggio di una politica monetaria espansiva è infatti l'inflazione.

Bassi tassi di interesse significano infatti un aumento della quantità di moneta in circolazione (inflazione) ed il singolo dollaro (o euro) si trova a valere di meno oggi rispetto ad ieri.

La conseguenza è ovvia: aumentano i prezzi.

Il boom rappresenta, infatti, solo la prima fase del fenomeno inflattivo. In questa fase i prezzi dei beni di consumo aumentano in maniera più contenuta rispetto alla quantità di moneta in circolazione: questo perché la nuova moneta viene inizialmente "investita" nei mercati finanziari ed in quello immobiliare (il mattone, si sa, non tradisce mai). I prezzi di questi beni tendono a salire, ma non vengono presi in considerazione nel paniere Istat e quindi non risultano come "inflazione". La percezione è invece quella di una generale prosperità, di guadagni facili per tutti e di una crescita economica infinita.

Poi, però, la musica cambia.

I prezzi, anche dei beni di consumo, cominciano a salire in modo più marcato, i salari restano fermi e la gente fatica sempre di più ad arrivare a fine mese. La prosperità si rivela per quello che era realmente e cioè

un'illusione.

A questo punto due scenari sono possibili:

- La Banca Centrale può continuare ad inflazionare la moneta sempre più velocemente, facendo evolvere l'economia allo stadio di iperinflazione, come nella Weimar del '23.
- Mettere fine alla festa e terminare la politica di credito facile, causando lo scoppio delle bolle speculative e dando inizio alla crisi. La seconda alternativa è di gran lunga preferibile alla prima ed è ciò che hanno sempre fatto, fino ad oggi, le banche centrali. Usando le parole di un ex Governatore della Federal Reserve, William McChesney Martin, "Il ruolo di un buon banchiere centrale è portar via il carrello degli alcolici quando il party inizia a scaldarsi troppo".

Quello che McChesney Martin non ha detto è che il carrello degli alcolici era stato introdotto proprio dalla Fed e che se alla fine si sono ubriacati tutti la responsabilità, in primo luogo, è proprio della Federal Reserve.

Capitolo 5°

Come uscire dalla crisi

Quando la crisi sarà finita, quali saranno i provvedimenti da assumere per evitare il ripresentarsi di una situazione analoga? Cosa si può fare per diminuire la fragilità del sistema finanziario, senza limitarne troppo l'efficienza?

Sia le istituzioni internazionali che i dipartimenti accademici di tutto il mondo stanno cercando delle risposte, soffermandosi su problemi che vanno dalla regolamentazione delle agenzie di rating, ai limiti alle compensazioni dei manager, a regole che indicano come valutare correttamente gli asset sui propri bilanci, alla costruzione dei rapporti di capitali corretti, etc. In questo scritto non si vuole andare nel dettaglio di tutti questi argomenti: l'obiettivo è quello illustrare i percorsi generali da intraprendere.

Richiamando ciò che è stato detto all'inizio, la portata devastante di questa crisi è il risultato dell'interazione tra le condizioni iniziali ed i meccanismi di moltiplicazione visti. Si è già discusso su come le immissioni di liquidità e gli interventi statali possano smorzare questi meccanismi amplificativi. La domanda qui è un'altra: come prevenire la malattia, una volta che si è trovato un rimedio temporaneo.

Alcune delle condizioni iniziali che sono state definite anche premesse della crisi rimarranno sicuramente presenti nel sistema finanziario ancora per molto tempo. La cartolarizzazione, e, di conseguenza, la presenza di titoli derivati altamente complessi, permettendo una migliore allocazione dei rischi, è una di queste.

La sfida è quella di fare in modo che la complessità non si trasformi in opacità; e su questo punto si può fare molto per migliorare. Ancora, per considerare un'altra condizione iniziale, le interconnessioni e interdipendenze internazionali sono elementi essenziali per la competizione e l'efficienza del sistema per quanto riguarda l'allocazione delle risorse e la distribuzione dei rischi.

Queste condizioni è buono che rimangano e che non vengano limitate.

Un aspetto che dovrebbe essere cambiato, è invece quello relativo all'alto leverage del sistema finanziario nel suo insieme presente prima della crisi.

La regolamentazione può portare ad un minor leverage. Tuttavia, per fare ciò su tutto il sistema economico, è necessario allargarne i limiti d'azione che al momento riguardano solamente le banche e non tutte le altre istituzioni finanziarie. La difficoltà è ora quella di decidere dove sistemare la linea di confine, se ad esempio, inserire gli “hedge funds” dentro o fuori questo perimetro, e se dentro, a quali regole sottoporli.

Bisogna inoltre guardare al ruolo che il leverage assume non solo nel sistema finanziario, ma anche a tutti gli altri soggetti economici: le famiglie, le imprese e lo stato. L'ironia sta nel fatto che molte leggi tributarie esistenti favoriscono questa situazione di alto leverage, dalla deducibilità degli interessi pagati sui mutui da parte delle famiglie, alla deducibilità del pagamento degli interessi da parte delle imprese. Queste norme dovrebbero essere riviste.

Qualora una nuova regolamentazione venisse introdotta e le leggi tributarie venissero cambiate, non ci si dovrebbe illudere che il rischio sistematico sarebbe totalmente sotto controllo. La regolamentazione rimarrà sempre imperfetta, e sarà sempre in ritardo rispetto all'innovazione finanziaria. Ci saranno sempre tempi economici favorevoli che porteranno ad una sottovalutazione dei rischi (la prima delle condizioni iniziali). Quindi, un compito importante per i regolatori sarà quello di monitorare e, se necessario, di reagire contro l'aumentare dei rischi sistematici.

Due saranno le sfide da affrontare a questo riguardo. La prima ha a che fare con il monitoraggio: è necessario definire quali informazioni raccogliere, e come usarle per costruire indici che misurino il rischio sistematico, sia a livello nazionale che internazionale. Questo è un tema di grandissima attualità.

La seconda sfida consiste nel capire quali misure adottare una volta che si riscontrano situazioni di aumento del rischio sistematico sia a livello microeconomico che macroeconomico. Uno stabilizzatore automatico proposto è quello per cui i “capital ratios” debbano essere legati all'andamento del ciclo economico: ai primi sintomi di aumento del rischio sistematico, anche i “capital ratios” devono aumentare, mentre se il ciclo è favorevole, questi possono diminuire. Rimangono chiaramente da affrontare tutte le difficoltà tecniche legate a queste procedure: la scelta dell'indice, il grado di prociclicità, etc.

Un'altra strada da percorrere è quella di un utilizzo più attivo della politica monetaria.

L'idea che questa debba essere utilizzata per combattere forti aumenti speculativi di prezzi di asset o boom del credito è un'idea vecchia e controversa, che si è però riproposta dati i recenti avvenimenti.

■ **Politiche per il breve periodo in modo da affrontare una crisi come questa**

Quando ci si accorge di essere nel pieno di una crisi economica mondiale, è troppo tardi per poter cambiare le condizioni iniziali che l'hanno provocata. Ciò che invece si può fare è pensare alle politiche di breve periodo che possono essere implementate per affrontare una crisi di tale portata, avendo come obiettivo primario il rallentamento dei meccanismi amplificativi.

1. Rallentare le corse agli sportelli

Il modo per limitare le corse agli sportelli è concettualmente semplice e diretto: consiste nel fare in modo che le banche centrali forniscano la dovuta liquidità alle istituzioni finanziarie a fronte di buoni (o abbastanza buoni) collaterali o garanzie. Infatti, se queste istituzioni hanno la possibilità di accedere a questi fondi, non saranno costrette a vendere i loro asset ai “fire sale prices”. In questo modo si limita di molto l'azione del primo moltiplicatore (o meccanismo amplificativo).

Questo è esattamente quello che le banche centrali hanno fatto, agendo come “prestatori di ultima istanza” sin dall'inizio di questa crisi. Tradizionalmente, questi flussi di liquidità erano limitati alle banche, e gli asset che potevano essere utilizzati come collaterali erano relativamente pochi. Quello che le banche centrali hanno fatto durante questa crisi, è stato di allargare progressivamente l'insieme delle istituzioni che possono partecipare a queste immissioni di liquidità e di allungare la lista di asset che si possono qualificare come collaterali. Dalla seconda metà del 2008, la Federal Reserve, in particolare, ma anche altre banche centrali come la BCE e la Bank of England, ha perseguito una politica di liquidità molto aggressiva. Come risultato, la base monetaria è aumentata da 841 miliardi di dollari in agosto 2008 a 1433 miliardi in novembre, un aumento di 592 miliardi di dollari in solo quattro mesi.

Cosa si può dire di queste manovre di politica monetaria? Si sono ottenuti i risultati desiderati? La risposta sembra essere largamente positiva, almeno per quanto riguarda gli Stati Uniti e l'Europa. Tuttavia, per i paesi che hanno sofferto un grande stringimento di credito (la chiusura di linee di credito straniere importanti), soprattutto i paesi con economie emergenti, ma non solo le cose sono state più difficili. Poche nazioni hanno avuto accesso al credito in valuta fornito dalla propria banca centrale grazie a linee di swap che queste hanno aperto con altre banche centrali (si possono ricordare le linee di swap tra la BCE e la Federal Reserve, e tra la BCE e la Banca Centrale Svizzera). Altri paesi invece hanno sofferto l'assenza di questa possibilità. L'Islanda, ad esempio, che ha un sistema bancario molto grande rispetto alla sua economia, con asset e passività larga mente denominate in euro, è diventata una delle prime e maggiori vittime (o quasi) della crisi. Poste di fronte a corse agli sportelli (in questo caso, l'incapacità di prendere a prestito sui mercati monetari) e non facendo parte della moneta unica (euro) e quindi non avendo accesso alla liquidità provvista dalla Banca Centrale Europea, le tre principali banche d'Islanda sono andate in bancarotta, creando una crisi economica molto profonda nell'intero paese.

2. Acquisti di asset e ricapitalizzazione

Il flusso continuo di liquidità elude il primo meccanismo moltiplicativo. Tuttavia persiste il secondo, quello che abbiamo definito come la necessità da parte delle istituzioni finanziarie a ristabilire giusti “capital ratios”.

Sulla base delle conoscenze acquisite, anche grazie all'esperienza di crisi bancarie passate, quello che deve essere fatto per affrontare questo secondo meccanismo è piuttosto chiaro. Due sono le azioni da intraprendere:

In primo luogo, lo stato deve isolare gli asset tossici o potenzialmente tossici. Ci sono diversi approcci per fare ciò. Uno è di lasciare questi asset sui bilanci delle istituzioni. In questo caso lo stato deve garantire un valore minimo di questi titoli, prezzo al quale lo stato stesso sarebbe disposto ad acquistarli, in cambio di partecipazioni dell'istituzione (in altre parole è come se lo stato fornisse una copertura assicurativa, e in cambio viene

pagato in partecipazioni). Un altro modo, invece, è quello per cui lo stato compra tutti questi asset insieme, dando in cambio denaro, oppure asset più sicuri come i titoli di stato. In questo secondo caso, la domanda principale è: quale deve essere il prezzo di acquisto? È possibile pensare ai due prezzi estremi: uno, quello di mercato, il quale potrebbe essere un “fire sale price” e quindi un prezzo che incorpora un grande sconto per la liquidità; l'altro, il valore attuale atteso, noto anche come “hold to maturity price”. La soluzione corretta è di scegliere un prezzo tra i due estremi, dando, da un lato, gli incentivi alle istituzioni per vendere questi asset, e dall'altro, dando ai contribuenti la sicurezza del fatto che, se gli asset sono tenuti fino a maturità dallo stato, il guadagno collettivo nel lungo periodo sarà positivo.

L'effetto di questa politica di acquisto di asset è duplice: primo, stabilisce il valore di mercato di questi asset e, riducendo l'incertezza sui bilanci delle istituzioni finanziarie, permette agli investitori di valutare meglio il rischio di insolvenza. Secondo, aumenta il prezzo di questi asset, dal loro “fire sale price” a qualcosa di più vicino al loro valore atteso, migliorando quindi i bilanci di tutte le istituzioni che detengono questi asset, direttamente o indirettamente.

In secondo luogo, una volta che il valore degli asset è più chiaro, si possono valutare meglio le situazioni specifiche delle istituzioni finanziarie: alcune possono risultare insolventi, e quindi dovrebbero essere chiuse, mentre la maggior parte risulterà essere solvibile, ma con scarsa capitalizzazione. Queste ultime necessiteranno di essere ricapitalizzate. Ciò può essere fatto attraverso fondi pubblici, oppure mediante la commistione di fondi pubblici e privati, in cambio di azioni. Lo scopo è fare in modo che le istituzioni finanziarie sottocapitalizzate possano raggiungere i giusti “capital ratios”, e quindi non abbiano bisogno di ulteriori operazioni di deleveraging e/o di taglio del credito.

Ma qual è la situazione attuale? Per un po' di tempo, i governi hanno visto la crisi come una crisi di liquidità, e quindi il problema è stato principalmente gestito dalle banche centrali attraverso grandi immissioni di liquidità.

Nell'autunno del 2008, è diventato più chiaro che la sottocapitalizzazione delle istituzioni finanziarie fosse un problema serio e reale. Nell'ottobre 2008, gli Stati Uniti hanno introdotto il TARP (“troubled asset relief program”), permettendo al Tesoro di comprare asset e iniettare capitale,

per 700 miliardi di dollari. Alcune settimane dopo, durante un importante weekend di ottobre, con meeting in Washington e Parigi, i principali paesi hanno accettato di mettere all'opera programmi finanziari secondo le linee guida appena illustrate. Da allora, la Francia ha impegnato 40 miliardi di euro, la Germania 80 miliardi di euro e l'Inghilterra 50 miliardi di pound.

Oltre a tutto ciò molti altri sono stati i programmi di politica monetaria messi in atto dalle banche centrali. Alcuni esempi relativi alla Federal Reserve (una delle banche centrali che ha agito più attivamente durante questa crisi) sono: Term Auction Facility (TAF), Liquidity Swap Lines, Term Securities Lending Facilities (TSLF), Primary Dealer Credit Facility, Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Money Market Investor Funding Facility (MMIFF).

Questi programmi stanno avendo effetto? Il verdetto è sicuramente incerto e confuso, anche se per quanto riguarda la politica monetaria si parla di successo. Dalla figura seguente possiamo vedere come, anche se non si è totalmente tornati ai livelli pre-crisi, i mercati finanziari globali siano molto meno in tensione ora di quanto fossero nel recente passato. Lo spread Libor-ois (considerato essere una misura della salute del sistema bancario) è sceso in modo considerevole, anche se non si è tornati ai livelli di inizio 2007.

Alcuni problemi nell'affrontare la crisi riguardano la coordinamento delle operazioni. Ad esempio offrire garanzie per alcuni asset può guidare gli investitori a muoversi verso quegli asset, rendendo le cose più difficili per asset non garantiti. Negli Stati Uniti si è verificata una situazione come quella appena descritta per quanto riguarda i mutui non garantiti. Ancora, problemi di coordinamento si hanno quando il fornire garanzie da parte di uno stato può influenzare gli investitori a spostarsi verso quello stato, rendendo le cose più difficili per altri stati; ciò si è verificato in Irlanda quando lo stato ha offerte garanzie unilaterali ai propri depositanti nell'autunno del 2008. Decidere di proteggere questi ultimi e i propri investitori a spese di quelli stranieri può creare situazioni che portano al rischio di conseguenti reazioni da parte di altri stati. Il tentativo fatto dall'Islanda di agire in questo modo ha fatto sì che l'Inghilterra invocasse la legge anti-terroristica al fine di far retrocedere all'Irlanda.

Un altro problema si verifica quando misure prese da stati con maggiori possibilità economiche attraggono numerosi investitori esteri, provocando

ulteriori fuoriuscite di capitali dalle economie emergenti, con le conseguenti pressioni sui tassi di cambio viste in precedenza

La forte caduta della domanda e della produzione verificatasi durante questa crisi ha richiesto azioni governative non soltanto in campo finanziario. Inoltre, avendo raggiunto tassi di interesse di riferimento molto bassi, la politica monetaria tradizionale non ha trovato più spazio di azione. L'attenzione si è dovuta quindi spostare su politiche diverse da quella monetaria. Dal lato monetario, il “quantitative easing” (termine generico utilizzato per descrivere le misure non convenzionali adottate durante questa crisi dalle principali banche centrali mondiali), cioè l'acquisto di altri tipi di asset rispetto ai titoli governativi, le valute straniere e l'oro da parte della banca centrale, può ridurre gli sprechi nei mercati del credito che non funzionano in modo

appropriato. Tuttavia è chiaro che anche la politica fiscale deve giocare un ruolo centrale in una crisi come questa. Il rischio in cui si incorre attraverso politiche fiscali espansive è l'esplosione di deficit e debiti pubblici.

In Italia c'è stata scarsa attenzione da parte dello Stato nei confronti dell'efficienza del sistema economico ed una scarsa capacità di adattamento ai cambiamenti intervenuti dopo l'adozione dell'Euro. Il risultato è che il nostro sistema economico ha progressivamente perso di competitività nei confronti di paesi simili al nostro. Parte degli operatori economici italiani sono riusciti a mantenere la propria competitività, nonostante le inefficienze di sistema, adottando strategie tese alla riduzione dei costi di produzione, come l'esternalizzazione della produzione in paesi emergenti, l'abbassamento del costo del lavoro, la delocalizzazione. Questi processi hanno però determinato il progressivo impoverimento della classe media, la perdita di fiducia ed il calo dei consumi, anche perchè non sono stati bilanciati da una crescita degli investimenti. Anzi, le inefficienze di sistema hanno determinato un ambiente economico "ostile" agli investimenti, che sono addirittura diminuiti. Infatti, la produttività media del lavoro in Italia è rimasta molto bassa se paragonata a quella dei paesi ricchi dell'eurozona.

La soluzione della crisi italiana passa quindi attraverso il rilancio degli investimenti che, tuttavia, può essere ottenuto solamente a condizione di rendere l'ambiente economico italiano attrattivo per gli investitori privati. Allo stato attuale un efficace programma di investimenti pubblici da

finanziare in deficit non è praticabile, sia per i vincoli di bilancio imposti alle finanze pubbliche dai parametri del patto di stabilità e dal processo di integrazione europea, sia perchè non sarebbe comunque opportuno accrescere il debito pubblico italiano la cui sostenibilità è già a rischio e viene continuamente monitorata dai mercati finanziari internazionali.

Per uscire dalla crisi l'Italia deve, quindi, agire su due fronti:

1. attuare tutte le riforme necessarie per rimuovere le caratteristiche recessive presenti nel nostro sistema socio-economico in modo da renderlo più competitivo e attrattivo per gli investimenti;
2. stimolare gli investimenti nell'economia italiana.

Gli strumenti classici per stimolare gli investimenti sono le politiche monetarie e le politiche fiscali, tuttavia le istituzioni italiane non hanno margini di manovra nè per attuare politiche monetarie, avendo rinunciato alla sovranità monetaria con l'adesione all'Euro, nè per attuare politiche fiscali espansive, sempre a causa dell'eccessivo livello di indebitamento pubblico e dei vincoli di bilancio imposti dal patto di stabilità europeo.

La politica monetaria espansiva è un intervento di politica economica (politica monetaria) finalizzato ad aumentare (espandere) l'offerta di moneta nel sistema economico. La banca centrale può adottare una politica monetaria espansiva aumentando la base monetaria, acquistando titoli di Stato tramite operazioni di mercato aperto, riducendo il tasso di sconto sul rifinanziamento bancario e/o riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche.

La politica monetaria espansiva produce effetti anche sul livello dei prezzi. L'incremento della quantità di moneta nominale può, secondo diverse teorie economiche, tradursi in un aumento della domanda dei beni. Non essendoci variazioni reali dal lato dell'offerta dei beni, ciò si traduce nel breve periodo in una crescita nell'inflazione dei prezzi dei beni e dei servizi. Infine, la crescita dei prezzi riduce l'offerta di moneta reale vanificando gli effetti reali della politica monetaria sull'economia.

Le principali banche centrali dei Paesi industrializzati, BCE inclusa, stanno da tempo inondando di liquidità il sistema economico, adottando

politiche monetarie definite “non convenzionali”. Con quali risultati? Ci si aspetterebbe un aumento degli investimenti e dell’occupazione. Ci si aspetterebbe anche un aumento del tasso di inflazione. Per contro, sta accadendo il contrario o comunque non si stanno verificando i risultati attesi.

Su fonte ISTAT, si registra che, in Italia, gli investimenti fissi lordi hanno subito una contrazione del 3.3%, il tasso di disoccupazione è aumentato, dal 2012 al 2013, di circa un punto percentuale e le (più ottimistiche) previsioni indicano un tasso di crescita nell’ordine del -1.4%. Il tasso di inflazione resta sostanzialmente fermo su valori di poco superiori all’1%. Le principali motivazioni che spiegano la sostanziale inefficacia delle politiche monetarie espansive nell’attuale configurazione del capitalismo sono così sintetizzabili;

1) In una condizione di aspettative pessimistiche, la riduzione dei tassi di interesse non costituisce un incentivo rilevante per effettuare investimenti o, al limite, è una condizione totalmente irrilevante nelle decisioni di spesa delle imprese. Si osservi che le aspettative non sono un dato ma dipendono in modo cruciale dall’andamento della domanda. In fasi recessive, caratterizzate da bassa e declinante domanda di beni di investimento e beni di consumo, è del tutto ovvio che le imprese posticipino i loro investimenti, attivando un circolo vizioso che, in assenza di interventi esterni, è destinato ad autoalimentarsi. La riduzione degli investimenti, infatti, contribuisce a generare ulteriori riduzioni della domanda aggregata e ulteriori aumenti del tasso di disoccupazione. La riduzione della domanda, a sua volta, disincentiva gli investimenti.

2) Un basso tasso di inflazione, costituisce un ulteriore fattore di freno agli investimenti, dal momento che gli imprenditori assumono rischi se ritengono di poter vendere a prezzi tali da consentire loro di acquisire margini di profitto ‘normali’. In tal senso, la riduzione del tasso di inflazione definisce una condizione per la quale i costi inizialmente sostenuti per attuare un progetto di investimento eccedono i ricavi attesi. Se si ammette che gli investimenti crescono al crescere del tasso di inflazione, non si capisce per quale ragione la BCE continui a darsi un target del 2%, oltre il quale si ritiene obbligata a intervenire riducendo il tasso di inflazione. D’altra parte, il target del 2% non trova riscontro in un fondamento ‘scientifico’ inoppugnabile, e riflette una decisione esclusivamente politica.

3) Il fattore più rilevante che motiva l'inefficacia delle politiche monetarie espansive risiede negli effetti che queste producono sulla gestione del credito da parte delle banche commerciali. Come documentato dalla Banca d'Italia fin dal 2010 ([link 1](#); [link 2](#)), in Italia (e nei principali Paesi OCSE) è in atto una rilevante restrizione del credito combinata con una altrettanto rilevante riduzione della domanda di finanziamenti da parte delle imprese. Da qui un apparente puzzle. Come è possibile tenere insieme una consistente immissione di liquidità da parte delle banche centrali con la riduzione del credito da parte delle banche commerciali? Si consideri che i profitti bancari sono in costante aumento. I principali istituti di credito su scala globale fanno registrare incrementi di utili eccezionali: si stima che, su base annua, JP Morgan, Citibank, Bank of America, Morgan Stanley e Goldman Sachs abbiano, in media, più che raddoppiato i loro profitti. In una condizione “fisiologica”, nella quale le banche raccolgono risparmi per erogare finanziamenti, i profitti bancari sono dati dalla differenza fra i ricavi ottenuti dal rimborso del debito maggiorato con interessi da parte delle imprese e gli interessi dovuti ai risparmiatori (più i costi di gestione). Nella condizione attuale, è da escludere che i profitti siano generati dagli interessi pagati dalle imprese, proprio a ragione della restrizione del credito in atto. La gran parte dell'incremento degli utili bancari va, dunque, imputato all'attività speculativa, ovvero all'acquisto e alla vendita di titoli sui mercati finanziari, e a operazioni di acquisizione e fusione ([link](#)).

Si è, dunque, in presenza di un fenomeno, la “finanziarizzazione” bancaria, che, per le dimensioni assunte, è decisamente inedito. Tutto ciò è reso possibile, in ultima analisi, da due fattori: la piena libertà assegnata all'intero sistema bancario di operare senza vincoli sui mercati finanziari e, soprattutto, l'attuazione di politiche fiscali restrittive.

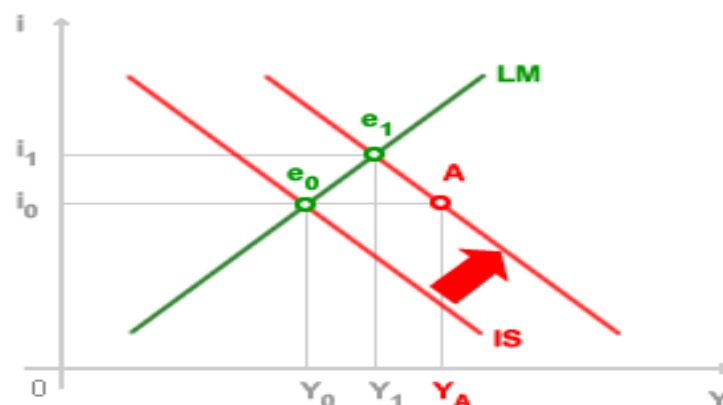
La riduzione della spesa pubblica (e/o l'aumento dell'imposizione fiscale), riducendo i mercati di sbocco, riduce i profitti delle imprese – fino a determinarne il fallimento. Ciò si traduce, da un lato, in una riduzione delle garanzie che le imprese possono offrire alle banche per ottenere finanziamenti e, dall'altro, nel peggioramento delle aspettative imprenditoriali. Le imprese domandano meno credito e le banche, assegnando maggiore rischiosità ai progetti di investimento, riducono l'offerta di credito. Il conseguente calo della domanda aggregata accresce il tasso di disoccupazione e, a fronte della riduzione degli investimenti (e,

dunque, della crescita dell'obsolescenza del capitale tecnico), si riduce la produttività del lavoro. Tassi di disoccupazione crescenti e bassa crescita della produttività non possono che generare continue riduzioni del tasso di crescita. In definitiva, una politica monetaria espansiva che non sia associata a una politica fiscale espansiva è del tutto inefficace ([link](#)). E l'assenza di una incisiva regolamentazione dell'attività bancaria, rischia di rendere l'aumento dell'offerta di moneta da parte della banca centrale controproducente per l'obiettivo dell'aumento dell'occupazione e della ripresa di un percorso di crescita economica, rivelandosi – intenzionalmente o meno – esclusivamente funzionale a redistribuire reddito dal lavoro e dal capitale alla rendita finanziaria.

Una politica fiscale espansiva è un intervento di politica economica (politica fiscale) finalizzata ad aumentare la domanda aggregata ed il reddito di equilibrio.

Una manovra di politica fiscale espansiva consiste in un aumento della spesa pubblica (G) o dei trasferimenti (TR), oppure in una riduzione della pressione fiscale (t) sulle famiglie ed imprese.

In condizioni di pareggio di bilancio, l'intervento pubblico genera una situazione di disavanzo pubblico nel bilancio dello Stato (BS), a causa della crescita delle uscite pubbliche. In un diagramma cartesiano la politica fiscale espansiva può essere rappresentata con uno spostamento verso destra della curva IS.



A parità di condizioni (*ceteris paribus*) un intervento espansivo di politica fiscale genera un incremento del reddito (Y) e un aumento del tasso di interesse (i). Per trovare necessari al finanziamento della politica fiscale

espansiva, lo Stato deve emettere e collocare sul mercato una quantità di titoli pubblici, riconoscendo un tasso di interesse più elevato rispetto al tasso di interesse di mercato. Ciò causa, indirettamente, un rialzo del tasso di interesse e una riduzione degli investimenti privati (spiazzamento).

■ **Spiazzamento.**

Nel diagramma precedente la manovra espansiva non espande il reddito da Y_0 a Y_A , bensì da Y_0 a Y_1 , in corrispondenza di un tasso di interesse più elevato (i_1). L'incremento del tasso di interesse, da i_0 a i_1 , deprime gli investimenti privati ($-\Delta I$) e, indirettamente, la domanda aggregata (AD) e il reddito di equilibrio finale (Y_1). L'equilibrio di mercato si sposta dall'equilibrio iniziale e_0 all'equilibrio finale e_1 .

Abbiamo analizzato di politica monetaria e fiscale, ma quali sono state nel passato le teorie economiche che si sono successe nel tempo.

Capitolo 6°

LE PRINCIPALI TEORIE ECONOMICHE

ECONOMIA FEUDALE: dalla caduta dell'Impero Romano d'occidente, 476 d.c., fino al 1500.

PRIMA FASE: vede un'economia quasi esclusivamente basata sull'agricoltura, organizzata secondo il sistema curtense, a carattere chiuso: il feudo (feudatari, servi della gleba, artigiani) è un mondo autonomo e autosufficiente.

SECONDA FASE: intorno all'anno mille, i servi della gleba, liberati, continuano a coltivare le terre versando ai proprietari metà sia dei prodotti, sia dei guadagni; si verifica un esodo dalle campagne verso le città; le innovazioni nelle tecniche e negli strumenti di lavorazione della terra comportano un incremento della produzione ed il sistematico ricorso allo scambio; il fiorire delle attività commerciali fa emergere una nuova classe sociale, quella dei mercanti, tramite tra produttori e consumatori.

MERCANTILISMO: dal 1500 fino al 1750. L'evoluzione dell'economia da feudale a mercantilista avviene per le seguenti cause:

- crescente ampiezza del mercato (scoperte geografiche, fondazione di colonie, importazioni ed esportazioni);
- sviluppo delle scienze (scoperte di Galileo e di Copernico);
- formazione dei grandi Stati nazionali (Francia, Spagna, Inghilterra);
- riforma protestante, per cui dalla rigida morale medievale che condanna l'accumulo delle ricchezze, si passa alla morale protestante che valuta positivamente l'attività commerciale.

Per il mercantilismo, il commercio dipende dalla moneta e lo Stato, che si vuole forte, deve proteggere il commercio attraverso una tassazione molto contenuta ed una politica protezionistica che sviluppi le esportazioni ma ostacoli le importazioni, limitando così l'uscita di moneta. L'intervento dello Stato è indispensabile.

J. B. Colbert, ministro di Luigi XIV, nel 1600 è il massimo esponente del mercantilismo; egli inaugura l'epoca dello Stato interventista: favorisce la nascita e lo sviluppo delle industrie e, con interventi mirati, migliora la

qualità dei prodotti francesi.

FISIOCRAZIA (governo della natura): dal 1758 al 1780, si sviluppa in Francia e risente delle idee illuministe.

Secondo questa dottrina, esiste un ordine economico naturale consistente in un insieme di leggi fisiche e morali che domina la società; la libertà di iniziativa economica ed il libero scambio non devono essere limitati, lo Stato ha il solo compito di armonizzare le leggi umane con quelle naturali; si afferma il principio del “laissez faire” e l'intervento dello Stato non è indispensabile.

F. Quesnay, fondatore della scuola fisiocratica, teorizza che la società è articolata in tre classi:

1. i proprietari fondiari;
2. la classe produttiva degli agricoltori;
3. la classe sterile (artigiani, mercanti...).

La terra è l'unica fonte di ricchezza, i proprietari terrieri sono i legittimi detentori di tale ricchezza pertanto sono l'unica classe tenuta al pagamento delle imposte.

La fisiocrazia getta le basi del sistema economico liberista, teorizzato in Inghilterra nel corso del XVIII secolo.

ECONOMIA CLASSICA (sistema liberista e società capitalistica): dal 1776 al 1848, si sviluppa sullo sfondo della rivoluzione industriale e si fonda sulla fiducia assoluta nella piena libertà di iniziativa economica; si afferma la concezione liberista del mercato come sistema economico in grado di autoregolarsi per cui lo Stato ha un compito residuale che consiste nel fornire i servizi pubblici essenziali per ottenere i quali i cittadini sono tenuti al pagamento di imposte.

A. Smith (autore, nel 1776, delle “Ricerche sopra la natura e le cause della ricchezza delle nazioni”) considerato il padre della scienza economica, fa riferimento ad una “mano invisibile”, in grado di convogliare le azioni dei singoli individui verso il benessere comune.

J.B. Say elabora la teoria del consumo: l'attività pubblica si riduce ad un consumo improduttivo di ricchezza; la spesa pubblica grava sui cittadini causando loro una diminuzione di reddito che potrebbe, invece, essere impegnato per incrementare la produzione.

W. Senior mette a punto la teoria dello scambio per cui i tributi pagati dai

singoli sono il prezzo dei beni e dei servizi prodotti dagli enti pubblici: tra l'uno e gli altri dovrebbe esistere equivalenza economica.

J.S. Mill sostiene la teoria della finanza sociale: consapevole delle differenze create dal sistema liberale tra le varie classi sociali, Mill auspica interventi pubblici per tutelare “i contraenti deboli del patto sociale”.

APPROFONDIMENTI

Nell'opera di Adam Smith: “An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations” apparsa nel 1776, sono contenuti due passaggi famosi. Il primo afferma: “non è certo alla benevolenza del macellaio, del birraio o del fornaio che ci aspettiamo il nostro pranzo, ma dal fatto che essi hanno cura del proprio interesse. Noi non ci rivolgiamo alla loro umanità, ma al loro egoismo e con loro non parliamo mai delle nostre necessità, ma dei loro vantaggi”. Il secondo passaggio dice pressapoco così: “Siccome ogni individuo si sforza, nella misura del possibile, di impiegare il suo capitale in modo che il suo prodotto possa avere il massimo valore, ogni individuo opera necessariamente per rendere il reddito della società il massimo possibile. In effetti egli non intende, in genere, perseguire l'interesse pubblico, ne' è consapevole della misura in cui lo sta perseguendo. Quando dirige la sua attività in modo tale che il suo prodotto sia il massimo possibile, egli mira al suo proprio guadagno ed è condotto da una mano invisibile a perseguire un fine che non rientra nelle sue intenzioni. Perseguendo il suo interesse, egli spesso persegue l'interesse della società....”.

Adam Smith è da tutti ritenuto il padre fondatore della scienza economica ma, forse, a torto: Antonio Serra, filosofo ed economista vissuto nel seicento, nel Regno di Napoli, diceva le stesse cose, probabilmente più avanzate, nel suo “Breve trattato delle cause che possono far abbondare li regni d'oro e d'argento dove non sono miniere” del 1613.

Le teorie liberiste si traducono nel capitalismo, un sistema economico caratterizzato dai seguenti elementi:

- proprietà privata dei mezzi di produzione;
- larga diffusione del lavoro salariato;
- meccanizzazione dei processi produttivi;

- espansione dei mercati;
- presenza del capitale cioè di una ricchezza che, anziché essere accumulata o consumata, viene investita in processi produttivi che generano nuova ricchezza.

L'affermazione completa del capitalismo avviene in Inghilterra, nel corso del XVIII secolo, sullo sfondo della Rivoluzione industriale.

La società capitalistica è così composta:

CAPITALISTI	Sono i detentori del capitale cioè della ricchezza necessaria per attivare la produzione.
PROPRIETARI TERRIERI	Sono i nobili cui spetta una remunerazione in cambio della cessione in uso delle loro terre ai capitalisti.
LAVORATORI O PROLETARI	Sono coloro che cedono la loro forza – lavoro in cambio di un salario.

La questione sociale: la rivoluzione industriale porta alcuni radicali cambiamenti:

- l'introduzione di nuove macchine e nuove tecnologie determina la concentrazione dei lavoratori in un unico luogo, la fabbrica, dove trova pratica applicazione la teoria della divisione del lavoro. L'attività produttiva è divisa in fasi affidata ad un solo lavoratore o a piccoli gruppi in modo da ottenere una sempre più marcata specializzazione.
- Il principio della divisione del lavoro nell'attività produttiva viene perfezionato e applicato in America, nel XX secolo prima con il taylorismo poi con il fordismo (il primo teorizza il sistema della catena di montaggio, il secondo la utilizza per la produzione di automobili).
- Se la divisione del lavoro porta buoni risultati sul piano economico, le condizioni dei lavoratori sono penose; tra l'altro, sono largamente utilizzati sia il lavoro femminile sia quello minorile.

- L'opinione pubblica non rimane insensibile a tale situazione: si registrano, infatti, interventi legislativi intesi a migliorare le condizioni dei lavoratori (es. legge sulle fabbriche del 1831); e, dopo la metà del XIX secolo, nascono le prime associazioni di lavoratori, tra cui le società di mutuo soccorso, i sindacati e i partiti politici.

Il pensiero socialista ed il sistema collettivista: nell'ottocento nasce il socialismo, un movimento profondamente critico nei confronti del sistema capitalista.

L'ECONOMIA MARXIANA .Karl Marx (1818-1883) ritiene inevitabile la “lotta di classe” tra i lavoratori sfruttati ed i datori di lavoro, sfruttatori. Questi ultimi si appropriano,ingiustamente del cosiddetto “plusvalore” cioè della differenza tra il valore dei beni prodotti ed il salario pagato determinando, in questo modo, una concentrazione della ricchezza nelle loro mani ed una condizione di fame e di miseria per i lavoratori; lo Stato, peraltro, incrementa e consolida il potere della classe borghese.

In questa situazione, è inevitabile una rivoluzione che consenta alla classe operaia di ribaltare il sistema e porre le basi di una nuova società più giusta ed equa: la società comunista.

Le idee di Marx sono alla base della Rivoluzione russa del 1917 che determina l'affermazione del sistema economico collettivista.

L'ECONOMIA NEOCLASSICA (fine 800). E' una corrente di pensiero che condivide molti principi della scuola classica; nel suo ambito assumono rilievo le teorie di seguito indicate.

La scuola marginalista secondo cui ogni soggetto raggiunge la posizione di equilibrio quando riesce a distribuire la propria spesa in modo che le utilità marginali ponderate (rapporto tra utilità marginali e relativi prezzi) dei vari beni acquistati risultino uguali.

E. Sax sostiene che la classe politica è tenuta a capire i bisogni pubblici dei cittadini e a provvedere a soddisfarli secondo il principio dell'utilità marginale: in questo modo, l'attività finanziaria pubblica si organizza in modo razionale.

I socialisti della cattedra: **Wagner e Stein** sono favorevoli ad un moderato intervento dello Stato in economia a fini redistributivi.

LE TEORIE POLITICO SOCIOLOGICHE (Griziotti e Mosca)

affermano che, per comprendere i fenomeni finanziari, non sono sempre sufficienti gli strumenti tipici dell'economia, ma è opportuno soffermarsi sul movente politico e sociologico dell'attività finanziaria dello Stato.

Nel 1929 l'economia americana entra in un periodo di crisi senza precedenti che, a partire dal crollo della Borsa di New York, determina il fallimento di numerose imprese e la chiusura di importanti settori produttivi con ripercussioni gravissime sull'occupazione; nel 1933 risultano senza lavoro circa tredici milioni di persone: un lavoratore americano su quattro. Le premesse della crisi sono da ricercare nel decennio precedente; la sequenza degli avvenimenti che precedono il crollo di Wall Street si può così ricostruire:

- crollo delle esportazioni (dovuto alla ripresa dell'economia agricola europea dopo la prima guerra mondiale ed alla conseguente diminuzione delle importazioni di prodotti dagli Stati Uniti)
- sovrapproduzione agricola
- crollo dei prezzi
- crisi delle imprese agricole
- riduzione dei consumi
- contrazione della produzione
- fallimento delle imprese
- aumento della disoccupazione
- crisi economica del 1929

Il 24 ottobre di quell'anno, passato alla storia come “il giovedì nero”, i listini della Borsa di New York crollano. Si verifica un forte ribasso di valore dei titoli, il che spinge moltissime persone a vendere quelli di cui sono possessori aggravando ulteriormente la situazione: in meno di quattro giorni il valore dei titoli si abbassa del 40%.

Il New Deal (Nuovo Corso) è il nome del piano promosso dal Presidente Franklin Delano Roosevelt per risollevare l'economia del Paese, le cui tappe possono così riassumersi: promozione di opere pubbliche (tra cui la costruzione di dighe atte a consentire lo sfruttamento idroelettrico del fiume Tennessee) che danno lavoro a molte persone, sussidi economici per i disoccupati, garanzie di salari minimi per i lavoratori dipendenti, forme di assicurazione per la vecchiaia, sussidi ai coltivatori affinché la produzione sia ridotta e venga consentita la risalita dei prezzi.

LA TEORIA KEYNESIANA. L'esperienza del New Deal evidenzia la necessità di sostenere il sistema economico con azioni da parte dello Stato; J. M. Keynes, in particolare, asserisce che la costruzione di grandi opere pubbliche può attivare la ripresa economica e favorire un'economia di piena occupazione.

Secondo Keynes, è conveniente affrontare fasi di disavanzo del Bilancio Statale (deficit spending), allo scopo di dare stimolo alla domanda nei momenti di sottoccupazione per passare poi a fasi di avanzo una volta superata la situazione di squilibrio. La situazione di disavanzo significa che lo Stato affronta spese maggiori rispetto alle entrate di cui dispone; ciò implica la necessità di ricorrere a prestiti monetari che lo Stato si impegna a restituire, maggiorati di interessi, in tempi successivi. Il ricorso sistematico alla politica di deficit spending determina, pertanto, l'aumento del debito pubblico.

Il circuito virtuoso ipotizzato da Keynes può così esprimersi: sottoccupazione - opere pubbliche - creazione di posti di lavoro - aumento del reddito delle famiglie - possibilità di aumentare i consumi - aumento della domanda - aumento della produzione - creazione di posti di lavoro.

APPROFONDIMENTO

Il moltiplicatore della spesa pubblica: ipotizziamo che, in un dato momento, la domanda globale sia bassa, le potenzialità produttive del sistema non sono adeguatamente sfruttate e vi è un certo livello di disoccupazione. Lo Stato interviene con un programma di lavori pubblici assumendo manodopera o facendo in modo che sia assunta dalle imprese. Alla relativa spesa corrisponde un incremento del reddito nazionale pari al valore dell'opera realizzata; allo stesso tempo, i lavoratori assunti cominciano a spendere i salari percepiti e a richiedere sul mercato beni e servizi che prima, essendo disoccupati, non potevano acquistare. L'accresciuta domanda stimola le imprese ad aumentare la produzione: si crea, così, un nuovo flusso di beni e di servizi che incrementa ulteriormente il reddito nazionale.

Inoltre, per aumentare la produzione, le imprese assumono nuovi lavoratori. Dopo un certo tempo, il reddito nazionale presenta un incremento molto superiore all'entità della spesa pubblica iniziale.

L'acceleratore della spesa pubblica: l'incremento della spesa pubblica determina sia un aumento della domanda di beni di consumo sia un aumento degli investimenti privati; le imprese che producono beni strumentali espandono la loro attività e, oltre ad assumere manodopera, saranno indotte a effettuare nuovi investimenti, creando una nuova domanda di mezzi di produzione. Dunque, l'incremento della produzione determina, a sua volta, un incremento degli investimenti (investimenti indotti) e questi rendono possibile un nuovo incremento della produzione, dell'occupazione e del reddito. Questo processo cumulativo di effetti è detto “effetto acceleratore” perchè rende più veloce e intensa la crescita.

SISTEMA A ECONOMIA MISTA è basato sull'iniziativa economica privata e su interventi pubblici, dal momento che viene riconosciuto allo Stato il ruolo di coordinatore dell'economia nazionale.

Lo Stato italiano si configura come sistema a economia mista come si evince dalla lettura dell'art.41 della Costituzione: “L'iniziativa economica privata è libera.

Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana.

La legge determina i programmi e i controlli opportuni perchè l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali”.

La scelta dei Costituenti deriva da una analisi degli aspetti positivi e negativi del sistema liberista e del sistema collettivista ed è influenzata dal pensiero keynesiano; la scelta è, inoltre, influenzata dal carattere compromissorio della Costituzione italiana: il confronto tra esponenti di partiti di sinistra ed esponenti della destra liberale sfocia in un accordo in base al quale la nostra economia è di stampo liberista ma con ampi spazi di intervento da parte dello Stato volti a tutelare l'interesse collettivo e a evitare una iniqua distribuzione del reddito.

Allo Stato, dunque, spetta il ruolo di guidare l'attività economica attraverso la programmazione economica che si realizza mediante progetti predisposti dal Governo, caratterizzati dalla flessibilità e dalla adattabilità alle situazioni contingenti.

LO STATO SOCIALE O WELFARE STATE è una forma di Stato in cui si persegue la finalità di ridurre le discriminazioni sociali, effettuando interventi a favore delle categorie meno agiate o socialmente deboli.

In Italia esso trova fondamento nell'art. 38 della Costituzione:

“Ogni cittadino inabile al lavoro e sprovvisto di mezzi necessari per vivere ha diritto al mantenimento e all'assistenza sociale.

I lavoratori hanno diritto che siano preveduti e assicurati mezzi adeguati alle loro esigenze di vita in caso di infortunio, malattia, invalidità e vecchiaia, disoccupazione involontaria.

Gli inabili ed i minorati hanno diritto all'educazione e all'avviamento professionale.

Ai compiti previsti in questo articolo provvedono organi e istituti predisposti o integrati dallo Stato”.

TEORIE FINANZIARIE CONTEMPORANEE.

- **TEORIA DELLE SCELTE PUBBLICHE** (Tullock e Buchanan) studia i comportamenti dei protagonisti delle scelte pubbliche (politici, burocrati, elettori) che, nel loro comportamento, sono influenzati da interessi individuali o personali.
- **TEORIA DELLA BUROCRAZIA:** i funzionari pubblici, non potendosi appropriare dei profitti conseguiti (come i manager privati) si comportano in modo da massimizzare la propria utilità (potere personale, numero di dipendenti, stipendio...).

In particolare, **Niskanen** sostiene che il burocrate riesce a raggiungere il massimo dell'utilità perchè detiene quello che può essere definito il “monopolio informativo”.

Il Corriere della Sera tempo ha pubblicato un articolo sul pensiero di due economisti italiani contemporanei, Alesina e Giavazzi, che può essere così sintetizzato: “non c'è alcun dubbio che spetti ai rappresentanti politici democraticamente eletti prendere le decisioni per il Paese, ma il sospetto è che, oggi, si tenti di restituire allo Stato un ruolo egemone. I due professori scrivono che la politica deve assomigliare a un croupier imparziale che fissa le regole ma non deve mai sedersi al tavolo da gioco perchè, con tutta probabilità, non resisterebbe alla tentazione di barare.

Aggiungono, poi, che in Italia, c'è stata una fase, negli anni novanta, in cui si era giunti alla progressiva separazione tra economia e politica con la conclusione delle Partecipazioni statali, con la creazione di authority indipendenti e con la sottrazione di imprese e banche all'influenza diretta dei partiti; oggi, invece, l'autonomia dell'economia è di nuovo in pericolo mentre l'Italia, fanalino di coda dei Paesi Ocse, avrebbe bisogno di una iniezione di modernità per curare i suoi atavici mali. Inoltre, politici ed economisti dovrebbero rispettarsi e dialogare: il silenzio non è una strategia lungimirante; quando queste due categorie smettono di capirsi significa che qualcosa di molto serio non va..”.

Capitolo 7°

Conclusioni

■ Eredità Keynesiana

Due sono le componenti dell'eredità Keynesiana che sembrano essere consolidate. In primo luogo, Keynes ha inventato la macroeconomia, la teoria della produzione nel suo complesso. Ha chiamato la sua teoria "generale" per distinguerla dalla teoria pre-keynesiana, che assume un livello unico di reddito, la piena occupazione.

Dimostrando come l'economia potrebbe rimanere bloccata in un equilibrio di "sottoccupazione", Keynes ha sfidato l'idea centrale della teoria economica ortodossa del suo tempo: che i mercati, per tutti i beni, compreso il lavoro, vengono simultaneamente portati in equilibrio dai prezzi; la sua sfida implicava una nuova dimensione per l'elaborazione delle politiche economiche: i governi possono avere bisogno di fare *deficit* per mantenere la piena occupazione.

Le equazioni aggregate, che sono alla base della *Teoria generale* di Keynes, popolano ancora i libri di testo di economia e caratterizzano la politica macroeconomica. Anche coloro che insistono sul fatto che le economie di mercato tendono alla piena occupazione sono costretti a sostenere la loro posizione nel quadro di riferimento creato da Keynes.

I banchieri centrali regolano i tassi di interesse per garantire un equilibrio tra la domanda e l'offerta complessiva, in quanto, grazie a Keynes, è noto che l'equilibrio potrebbe non realizzarsi automaticamente.

La seconda maggiore eredità di Keynes è la nozione che i governi possono e dovrebbero evitare le depressioni. La diffusa accettazione di questo punto di vista può essere rinvenuta nella differenza tra la forte risposta della politica al crollo del 2008-2009 e la reazione passiva alla Grande Depressione del 1929-1932. Il premio Nobel Robert Lucas, un avversario di Keynes, ha così ammesso nel 2008: "Credo che chiunque in trincea sia keynesiano."

Detto questo, la teoria dell'equilibrio di "sottoccupazione" di Keynes non è più accettata dalla maggior parte degli economisti e dei politici.

La crisi finanziaria globale del 2008 lo conferma.

Il crollo ha screditato la versione più estrema di un sistema economico capace di raggiungere da solo l'equilibrio, ma non ha riportato *in auge* il prestigio dell'approccio keynesiano.

A dire il vero, le misure keynesiane hanno arginato la caduta dell'economia globale, ma hanno anche inchiodato i governi con grandi deficit, che in breve tempo sono stati visti come un ostacolo alla ripresa, il contrario di quanto che ci ha insegnato Keynes. Con una disoccupazione ancora alta, i governi si sono riconvertiti a una ortodossia pre-keynesiana, tagliando le spese per ridurre i *deficit*, rallentando la ripresa economica nel processo.

Tre sono i motivi principali di questa regressione. In primo luogo, la credenza che in una economia capitalistica i prezzi riequilibrino il mercato del lavoro non è mai stata del tutto messa in discussione. Ed è così che la maggior parte degli economisti ha ritenuto il persistere della disoccupazione come una circostanza straordinaria che si verifica solo quando le cose vanno terribilmente male, e certamente non rappresenta il normale stato delle economie di mercato. Il rifiuto della nozione di Keynes di incertezza radicale è al centro di questo ritorno al pensiero pre-keynesiano.

In secondo luogo, le politiche keynesiane di “gestione della domanda” del dopoguerra, che hanno il merito di aver prodotto il lungo boom post-1945, hanno creato problemi inflazionistici alla fine degli anni sessanta. Messi all'erta su un peggioramento del trade-off tra inflazione e disoccupazione, i politici keynesiani hanno cercato di sostenere il boom attraverso la politica dei redditi, calmierando i costi salariali attraverso la conclusione di accordi con i sindacati su base nazionale.

La politica dei redditi è stata testata in molti paesi dagli anni sessanta fino alla fine degli anni settanta. Nella migliore delle ipotesi, ci sono stati successi temporanei, ma queste politiche hanno comunque fallito. **Milton Friedman** ha fornito una motivazione che ha tirato una frecciata di crescente disillusione sul controllo dei salari e dei prezzi, e che ha affermato la visione pre-keynesiana del funzionamento delle economie di mercato.

L'inflazione, sostenne Milton Friedman, era il risultato dei tentativi operati dai governi keynesiani di forzare la disoccupazione al di sotto del tasso “naturale”. La chiave per riconquistare la stabilità dei prezzi era quella di

non perseguire l'obiettivo della piena occupazione, sterilizzare i sindacati e deregolamentare il sistema finanziario.

E così la vecchia ortodossia è rinata. L'obiettivo del pieno impiego è stato sostituito da un obiettivo sul tasso di inflazione, mentre si è lasciato che la disoccupazione trovasse il suo tasso "naturale", qualunque fosse. Ed è stato con questo equipaggiamento difettoso che i politici hanno navigato a tutto vapore verso la crisi del 2008.

L'ultima ragione per cui il keynesismo è caduto in disgrazia si deve ad una torsione ideologica a destra, che ha avuto inizio con il primo ministro britannico Margaret Thatcher e il presidente degli Stati Uniti Ronald Reagan. Questo spostamento è dovuto meno al rifiuto della politica keynesiana che all'ostilità verso l'espansione dello stato che è emersa dopo la seconda guerra mondiale. La politica fiscale keynesiana è stata messa sotto un fuoco incrociato, con molti a destra che la condannavano come manifestazione di "eccessivo" intervento del governo nell'economia.

Due riflessioni finali suggeriscono un nuovo, anche se più modesto, ruolo per l'economia keynesiana. Uno *shock* ancora più grande per l'ortodossia pre-2008 rispetto allo stesso crollo fu la rivelazione del potere corrotto del sistema finanziario e la misura in cui i governi successivi al crollo hanno consentito che le loro politiche fossero scritte dai banchieri.

Il controllo dei mercati finanziari nell'interesse della piena occupazione e della giustizia sociale si iscrive esattamente nella tradizione keynesiana.

■ Uscire dalla crisi con Keynes

John Maynard Keynes (1883-1946) è stato il più importante e "rivoluzionario" economista del Novecento.

La sua teoria economica, che rompe con la tradizione liberista del "laissez-faire", cioè con l'idea che lo Stato non debba occuparsi di economia e lasciar fare al libero mercato, fu la base del New Deal inaugurato dal presidente americano Franklin Delano Roosevelt per uscire dalla crisi iniziata nel 1929 con il crollo di Wall Street. Le politiche keynesiane, costituite soprattutto da investimenti pubblici, tassazione progressiva e protezione sociale, risollevarono l'economia americana e segnarono la politica economica dell'Occidente fino agli anni '70. L'abbandono di quel fecondo filone di pensiero, in favore di un libero mercato senza alcun

contrappeso, ha sguarnito la politica e la teoria economica degli strumenti per comprendere e gestire i cicli e ha prodotto diseguaglianze sempre più gravi che, secondo molti, sono tra le cause della recessione di questi anni. Il principio della domanda effettiva “Quando si risparmiano cinque scellini, si lascia senza lavoro un uomo per una giornata.” (John Maynard Keynes, Esortazioni e profezie).

Keynes, contrastando alla radice la teoria economica allora dominante, affermò che il livello di produzione di una nazione, il suo reddito (cioè il PIL) e di conseguenza l'occupazione, sono determinati dalla domanda.

La teoria cosiddetta “neoclassica”, oggi di nuovo prevalente, che induce un'azienda a produrre di più, costruire nuovi impianti produttivi ed assumere nuovo personale è il principio che prende il nome di “principio della domanda effettiva”.

Il principio della domanda effettiva, in macroeconomia, consiste nell'assunzione secondo cui il livello della produzione, e quindi del reddito, risulta influenzato dal livello della domanda aggregata. Il principio può anche essere enunciato dicendo che le variazioni del reddito portano in equilibrio risparmio ed investimento. La domanda effettiva è il punto nel quale il ricavo previsto da un dato livello di occupazione eguaglia il prezzo complessivo di offerta, ed è il livello al quale si attesterà la produzione. *(fonte Wikipedia)*

La domanda effettiva è composta da consumo ed investimento.

Il primo è richiesto dalle famiglie (i consumatori); il secondo è dato dalle aspettative di rendimento della produzione degli imprenditori/produttori. La produzione effettiva è influenzata dalla domanda effettiva e questo può generare (quando si contrae la domanda) variazioni della produzione e quindi variazioni della forza lavoro e aumento della disoccupazione. La capacità produttiva di solito non è mai sfruttata del tutto.

Se aumenta la domanda oltre la capacità produttiva, ciò comporta, oltre variazioni della forza lavoro e occupazione, variazioni dei prezzi ed, in ultima analisi, inflazione.

Si tratta di una rottura radicale con il pensiero economico tradizionale, basato sulla legge di Say, cioè sull'idea che l'offerta crei la sua stessa domanda.

Keynes invece comprese l'importanza della moneta come “riserva di valore”. Non è vero cioè che tutto ciò che viene prodotto venga necessariamente venduto e che il denaro ricavato venga completamente speso: la moneta infatti può essere accumulata ed è proprio l'eccesso di risparmio a creare quel deficit di domanda che causa il successivo abbassamento della produzione e quindi la disoccupazione. Gli “animal spirits”: il capitalismo è instabile per natura “Come sono deludenti, ora che li conosciamo, i frutti della brillante idea di ridurre la scienza economica a un'applicazione matematica” – John Maynard Keynes, “Alfred Marshall, 1842-1924” in *Essay in Biography*.

Nella visione economica ortodossa prevale l'idea che il mercato sia in grado di auto-equilibrarsi. Il massimo che può accadere sono oscillazioni temporanee nella produzione, nel PIL e nell'occupazione, le quali però modificheranno altre grandezze economiche come salari e prezzi e quindi il sistema, come un pendolo, tornerà da solo in una situazione di equilibrio ottimale. Keynes rifiuta l'idea che il capitalismo funzioni come un sistema meccanico e quindi rifiuta l'accostamento dell'economia alle scienze naturali ed “esatte”. Nel sistema capitalistico i protagonisti non sono oggetti inanimati sottoposti a immutabili leggi fisiche in ogni particolare del loro comportamento, ma persone dotate di volontà propria e inclini a sbagliare. A differenza dei classici, ma anche dei moderni economisti che immaginano gli attori del mercato (imprese, consumatori, banche, lavoratori) comportarsi sempre secondo “aspettative razionali”, Keynes vedeva l'economia dominata dagli “spiriti animali” degli imprenditori che, per la natura stessa del mercato, non sono in grado di prevedere ogni singola conseguenza della loro azione e pertanto agiscono di istinto o basandosi su previsioni parziali e spesso fuorvianti. Il mercato assomiglia molto ad un gioco d'azzardo in cui ogni partecipante deve indovinare il

comportamento degli altri giocatori, con tutte le incertezze che ne derivano. L'incertezza, le aspettative, la fiducia o la sfiducia in un futuro sostanzialmente inconoscibile, gli istinti (in particolare il desiderio di

accumulare la moneta), rendono il capitalismo, quando viene lasciato a se stesso, soggetto a squilibri gravi e imprevedibili. Ma per Keynes questa situazione non è disperata e non va accettata passivamente. Al contrario, tutta la scienza economica sarebbe inutile se si limitasse a descrivere semplicemente i fatti come fanno le scienze naturali. E' inutile (e infondato teoricamente) sostenere che, nel lungo periodo, tutto tornerà alla normalità: “Questo lungo periodo è una guida fallace per gli affari correnti: nel lungo periodo saremo tutti morti”. Il compito degli economisti, come quello dei medici, è trovare una cura. Il mercato non è né efficiente né giusto.

Per Keynes, insomma, il capitalismo è un cavallo imbizzarrito da domare, piuttosto che un docile cavallo a dondolo che tornerà senza alcun intervento esterno alla sua posizione di equilibrio dopo aver oscillato avanti e indietro. Il fatto poi che in esso domini la moneta e quella pulsione irrazionale verso l'accumulazione del denaro in sé, piuttosto come il denaro come semplice mezzo per acquistare beni e servizi utili; “Il capitalismo non è intelligente, non è bello, non è giusto, non è virtuoso e non produce i beni necessari”, Come se non bastasse spreca una quantità enorme di risorse nella lotta per la concorrenza.

Invece di lasciare tutto al caso, origine di enormi sprechi ed ingiustizie, Keynes sostiene che sia necessario guidare l'economia attraverso precise politiche monetarie e fiscali poiché i mercati non sono sempre in grado di raggiungere equilibri efficienti da soli, ma anzi il più delle volte falliscono. La disoccupazione di massa ne è l'esempio più evidente.

I livelli stabili di disoccupazione “I difetti lampanti della società economica in cui viviamo sono la sua incapacità di provvedere alla piena occupazione e la sua distribuzione arbitraria ed iniqua della ricchezza e dei redditi”; Keynes aveva un assillo: impiegare tutta la forza lavoro nella produzione. In altre parole la piena occupazione. Negli anni '30 enormi file di disoccupati andavano a ritirare il sussidio; Keynes si chiedeva come potesse accadere che nessuno si preoccupasse di far produrre qualcosa a quei lavoratori, piuttosto che pagare loro una piccola cifra per non fare nulla. Non era solo ingiusto per loro, era uno spreco per l'intera società. Fino ad allora però nessuno aveva spiegato come fosse possibile l'assenza

di piena occupazione, ovvero che tutti coloro che cercavano un lavoro potessero trovarlo. La teoria economica classica non prevedeva una possibilità del genere. Essa sosteneva che il mercato, da solo, avrebbe riportato la situazione alla piena occupazione. Ma questo non si vedeva negli anni della Grande Depressione. Non c'era nessun "rimbalzo", ma una disoccupazione persistente. Gli economisti classici indicarono quindi nei sindacati i responsabili della disoccupazione: i lavoratori non accettavano salari più bassi in modo che le aziende potessero ridurre i propri costi, favorendo la ripresa.

Keynes sostenne che la critica non era fondata: "Non è chiaramente sostenuta dai fatti l'opinione che la disoccupazione che caratterizza uno stato di depressione sia dovuta al rifiuto da parte dei lavoratori di accettare una riduzione dei salari monetari. I lavoratori non sono affatto più esigenti nella depressione che nella prosperità, al contrario. Questi fatti dell'esperienza costituiscono un primo motivo per mettere in dubbio l'adeguatezza dell'analisi classica."

Al contrario, secondo Keynes, la graduale riduzione salariale avrebbe indotto i lavoratori a risparmiare di più, deprimendo i consumi e quindi la domanda, ed annullando così i supposti effetti positivi del contenimento dei salari. Keynes comprese cioè che nell'economia di mercato può accadere che si raggiunga una situazione stabile di alta disoccupazione. Può accadere cioè che, una volta licenziati i lavoratori e chiuse un certo numero di imprese, la produzione totale rimanga stabile e che tale produzione venga venduta a chi ha ancora un reddito. Non si tratta quindi di una situazione transitoria, ma di un equilibrio, un equilibrio di sotto-occupazione. Se il PIL e l'occupazione dipendono dalla domanda, per aumentarli occorrerà quindi incrementare la domanda aggregata (cioè la domanda dell'intera nazione).

In altre parole, per uscire da una crisi, è necessario che qualcuno spenda di più in modo da assorbire la produzione in eccesso ed eventualmente indurre le imprese a produrre di più.

La domanda aggregata è così definita: $\text{Domanda aggregata} = \text{Consumi} + \text{Investimenti} + \text{Spesa Governativa} + \text{Esportazioni} - \text{Importazioni}$. Vediamo

come aumentare i vari addendi, in modo da incrementare la somma. Un modo per aumentare i consumi è diminuire le tasse, cosicché che i cittadini abbiano più reddito disponibile. Diminuire però le tasse dei ricchi, come tradizionalmente ha fatto la Destra americana, potrebbe rivelarsi inefficace. Difatti i ricchi tendono a risparmiare la maggioranza dei loro redditi. Cento euro in più o in meno non fanno differenza. Viceversa diminuire le tasse sul reddito dei lavoratori è molto più efficace: aumentare di 100 euro il reddito netto di un lavoratore che guadagna 1000 euro significa incrementare la domanda aggregata di circa 90 euro. Empiricamente, infatti, si riscontra che la propensione al consumo delle famiglie italiane è attualmente maggiore del 90%. Per aumentare gli investimenti (cioè la spesa delle imprese volta ad aumentare la produzione, come ad esempio l'acquisto di nuovi macchinari) si può diminuire il tasso di interesse sui prestiti. E' per questo che in genere le Banche centrali, in periodi di bassa crescita, riducono il tasso di interesse in modo tale che le banche possano a loro volta diminuire gli interessi per i clienti. Se infine vogliamo aumentare le esportazioni e diminuire le importazioni, possiamo diminuire il valore della nostra moneta rispetto a quelle estere (svalutazione). In questo modo per i consumatori stranieri le nostre merci saranno meno costose, mentre quelle provenienti dall'estero verso di noi lo saranno di più. Tutte queste politiche sono efficaci in situazioni non troppo distanti dal pieno impiego delle risorse produttive. In una crisi arriva però un punto in cui tutto ciò non basta più. Anche diminuendo il tasso di interesse a zero, le imprese non chiederanno prestiti e non faranno investimenti: nessuno aumenta la sua produzione se prevede di non poterla smaltire. Le imprese preferiranno quindi tenere il denaro liquido invece di investirlo (trappola della liquidità). Anche i consumatori, se sono spaventati dal futuro, tenderanno (se il loro reddito è ancora abbastanza elevato) a risparmiare percentuali maggiori della norma. Riguardo i cambi, non si può oltrepassare un certo limite: se si svaluta troppo la moneta, le merci provenienti dall'estero costeranno troppo ed alcune di esse sono essenziali per la stessa produzione (come, ad esempio, il petrolio). In questa situazione quindi le politiche monetarie della Banca centrale o le politiche sul lato del prelievo impositivo non bastano più.

Nella teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta Keynes suggerì quindi che fosse lo Stato a fare ciò che l'economia privata,

da sola, non riusciva a fare. In particolare Keynes propose i lavori pubblici come antidoto alla crisi: strade, ferrovie, case. Oggi potremmo aggiungere: banda larga, assetto del territorio, energie verdi. Tutti questi investimenti pubblici non solo aumenterebbero la domanda, ma occuperebbero anche direttamente centinaia di migliaia o milioni di persone. E', in effetti, la ricetta che gli Stati Uniti applicarono per affrontare la Grande Depressione.

Keynes inoltre proponeva che lo Stato si occupasse di ciò che il privato non aveva convenienza a produrre e che monitorasse costantemente la situazione economica, non solo agendo sulla tassazione e sul tasso d'interesse, ma anche avendo sempre pronto un piano di investimenti pubblici al fine di riequilibrare il sistema economico tramite l'iniezione di domanda aggiuntiva. Keynes era ben consapevole infatti dei limiti del capitalismo nell'indirizzare correttamente gli investimenti; nell'Europa del dopoguerra i governi, in particolare quelli socialdemocratici, sono andati oltre questa concezione. Le aziende di stato e le partecipazioni pubbliche hanno svolto inoltre un ruolo di indirizzo degli investimenti, compresi quelli privati. Molto spesso le aziende di stato sono state i "campioni nazionali" che hanno aiutato la crescita delle economie dei diversi paesi e la loro competitività, anche attraverso l'innescare di fecondi processi di innovazione del tessuto produttivo, che diversamente (a causa dell'incertezza collegata alla redditività dell'investimento in nuove tecnologie) non si sarebbero potuti realizzare.

Dagli anni '80 invece si è assistito ad una costante privatizzazione delle aziende pubbliche, alla dismissione delle partecipazioni statali e alla deregolamentazione dell'economia e della finanza. Dopo 30 anni di liberismo, nella crisi partita nel 2007/2008 sono stati proprio i paesi ad economia mista o comunque con una forte presenza pubblica quelli che meno hanno risentito della grave situazione economica mondiale, tanto che l'Economist nel gennaio del 2012 ha dedicato una copertina all' "ascesa del capitalismo di stato".

■ Il moltiplicatore keynesiano

Supponiamo che lo Stato decida di dotare il Paese di una rete telematica ad alta velocità che arrivi in tutte le case, gratis o a prezzi molto contenuti. La realizzazione di questa infrastruttura andrebbe direttamente ad aumentare il PIL. L'azienda che realizza la rete (che eventualmente potrebbe essere anche un'azienda pubblica) dovrà comprare materiali, affittare sedi, investire in macchinari, ecc.; questo incrementerà la domanda dei beni necessari alla produzione e dovrà anche assumere un certo numero di persone e pagare consulenze tecniche. Queste persone si ritroverebbero un reddito che prima non avevano e che spenderebbero, ad esempio, in alimenti.

Ciò stimolerebbe la domanda di beni di consumo, oltre a stimolare il commercio. A loro volta i produttori di beni di consumo dovrebbero far fronte alla domanda crescente, e così via. Sebbene questo ciclo non sia infinito, in quanto ad ogni passaggio i vari soggetti tenderanno a non spendere tutto il proprio nuovo reddito ma ne risparmieranno una parte, è evidente che un l'intervento pubblico ha prodotto un aumento della domanda aggregata molto maggiore dell'investimento iniziale. Questo meccanismo è chiamato moltiplicatore keynesiano. Ma non finisce qui: la nuova infrastruttura telematica potrà essere usata da alcune imprese per veicolare i propri prodotti (ad esempio film, software, ecc.) e permetterà ad altre imprese di risparmiare sui costi grazie ad un servizio di telecomunicazione migliore. Considerando che cittadini e imprese che ne beneficeranno pagheranno più tasse allo Stato (essendo cresciuto il loro reddito) e che lo Stato non dovrà più erogare i sussidi di disoccupazione per chi avrà trovato un nuovo impiego, la spesa iniziale andrebbe dopo un certo periodo a compensarsi. E' importante notare che questa non è solo un'ipotesi teorica, ma un fatto riscontrato nella realtà. Sono infatti state le ingenti spese del New Deal, della guerra, del Piano Marshall e dell'intervento pubblico in economia nel dopoguerra a rendere gli USA e l'Europa i leader economici del 20° secolo. La domanda pubblica e l'erogazione diretta di beni e servizi, di ricerca e innovazione, di servizi sociali, così come la programmazione economica, hanno spinto gli investimenti privati e i consumi, rafforzando tutta l'economia.

Il debito pubblico è la priorità? Spesso le politiche di spesa pubblica vengono accusate di aver innalzato a dismisura il debito pubblico. In realtà questo è accaduto solo quando sono state attuate in modo inefficiente (come ad esempio in Italia negli anni '80). Ma questo non ha nulla a vedere con Keynes e con il keynesismo. Come abbiamo visto, delle buone politiche pubbliche tendono a ripagarsi da sole. Ove questo non accada, Keynes stesso suggeriva di ripagare gradualmente il debito aggiuntivo una volta usciti dalla crisi. E' infatti chiaro che è impossibile pensare di riuscire a pagare un debito se si è poveri. Solo se il proprio reddito aumenta si sarà in grado di onorare gli impegni. In un periodo di crisi, insomma, la priorità è sempre la crescita e l'occupazione. Solo attraverso di esse sarà realistico ripianare il debito pubblico. L'attenzione di Keynes per la domanda è parallela alla sua critica sul risparmio, visto essenzialmente come distruttivo in tempi di crisi. Secondo l'economia del tempo il risparmio era solo un consumo posticipato: tutto ciò che veniva risparmiato poi sarebbe stato speso. La moneta aveva un ruolo neutro. Del tutto opposto invece il pensiero di Keynes: se tutti incominciano a risparmiare la domanda aggregata diminuirà. Alla fine accade che l'ammontare totale dei risparmi, invece di aumentare, rimane invariato o addirittura diminuisce. Questo è il paradosso del risparmio. E' proprio la tendenza al risparmio e ad accumulare denaro, invece che investirlo e spenderlo, la caratteristica peculiare delle crisi. La disponibilità di ingenti masse di moneta liquida, non impiegata in investimenti a lungo termine, è la "materia prima" per le speculazioni finanziarie. L'incertezza sul futuro, così pesante durante una crisi, è ciò che induce gli attori dei mercati a speculare sul breve termine. Quello della speculazione è un fenomeno che ha assunto una dimensione enorme negli ultimi anni a causa della finanziarizzazione dell'economia. E' proprio di Keynes l'originale intuizione di tassare le transazioni finanziarie in modo da punire la speculazione a breve termine e favorire invece gli investimenti: "L'introduzione di una sostanziale tassa di trasferimento del governo su tutte le operazioni potrebbero rivelarsi la riforma più utile disponibile al fine di mitigare il predominio della speculazione negli Stati Uniti". Il premio Nobel James Tobin ha esteso la proposta alle transazioni valutarie. L'austerità è controproducente "Il momento giusto per l'austerità al Tesoro è l'espansione, non la recessione" (John Maynard Keynes, Lettera al Presidente degli Stati Uniti F.D. Roosevelt, 1937).

Se si ignora il problema della crescita il gettito fiscale dello Stato diminuirà e la situazione peggiorerà. A seguito della crisi, in Europa è passata l'idea che l'austerità possa essere "espansiva". In particolare in Italia questa tesi è stata sostenuta da economisti neoliberalisti come Alesina e Giavazzi. In Europa la Germania e la Bce sono state in prima linea nel sostenere tale tesi. Ma come è davanti agli occhi di tutti, e come si rileva dai dati economici dei paesi costretti all'austerità (Spagna, Irlanda, Italia e Grecia), queste politiche stanno peggiorando la situazione. Su questo punto sono ormai in maggioranza gli economisti secondo i quali l'austerità porterà a una più rapida recessione. Lo stesso declassamento dei paesi periferici dell'Eurozona e della Francia, operato da Standard and Poor's, è stato motivato con l'eccesso di austerità imposto dalla Germania al resto d'Europa. Difatti le politiche di austerità riducono il reddito nazionale, con il risultato che lo Stato potrebbe ricevere meno gettito del previsto dalle imposte. Quando ciò accade, lo Stato non riuscirà a ripagare il debito pubblico che, nel frattempo, diventerà insopportabile rispetto al PIL decrescente. L'esatto opposto di quanto si voleva ottenere. E' in effetti ciò che sta accadendo all'Irlanda e ad altri paesi periferici dell'Europa. La situazione europea rischia quindi di aggravarsi con l'inasprimento delle politiche restrittive attraverso i nuovi accordi (il cosiddetto "fiscal compact") che impongono strettissimi limiti alla spesa pubblica.

Il rapporto Debito/PIL dell'Irlanda è passato dal 25% del 2007 al 92% del 2010 (dati Irish National Treasury Management Agency).

Se guardiamo invece agli Stati Uniti la situazione è ribaltata: il presidente Obama ha attuato un piano di spesa pubblica nel tentativo di far ripartire la crescita. Sebbene diversi economisti keynesiani ritengano che si tratti di un piano ancora troppo timido che rischia di impantanarsi, esso ha comunque il pregio di rompere il tabù della spesa pubblica.

■ **L'euro ed il monetarismo**

La costruzione dell'euro è stata in larga parte basata sui criteri della scuola economica monetarista, inaugurata da Milton Friedman e fortemente contrapposta alla scuola keynesiana. Non sorprende quindi che le regole contenute nei trattati siano delle vere e proprie "zeppe" messe lì per

impedire politiche espansive di tipo keynesiano. La Banca centrale europea è molto differente dalle altre Banche centrali. In primo luogo essa ha un solo obiettivo, quello di contenere l'inflazione. Lo statuto della Banca centrale americana (la FED) invece prevede, tra i suoi compiti, quello di favorire la crescita e l'occupazione (usando opportunamente i tassi di interesse e l'aumento dell'offerta di moneta). Inoltre la BCE non può prestare denaro agli Stati membri né finanziare il debito pubblico stampando nuova moneta (come invece ha fatto la FED). Il trattato di Maastricht, nonché il nuovo "fiscal compact", pongono poi seri limiti alla spesa che un governo può effettuare in deficit per rispondere alla crisi. Infine l'adozione di una moneta unica impedisce agli stati deboli di usare la svalutazione per favorire l'esportazione delle proprie merci. Vengono così a ridursi drammaticamente gli spazi di manovra per politiche economiche contro la crisi. Una crisi peraltro che ha molto a che vedere con uno squilibrio tra il centro dell'Europa e la periferia, con il centro (in particolare la Germania) che è diventato un grande esportatore e la periferia che ha finora funzionato da acquirente. L'euro ha impedito un riequilibrio della bilancia commerciale tra gli Stati membri dell'Eurozona, penalizzando le periferie che non hanno potuto svalutare la moneta per far crescere le esportazioni. Nonostante ciò, i trattati comprendono diverse scappatoie ed in passato la stessa Germania è riuscita a piegarli ai propri interessi. E' quindi importante non cadere nel tranello che viene spesso ripetuto: "ce lo chiede l'Europa". L'Europa è l'insieme degli Stati autonomi, pertanto un singolo paese ha un potere di veto che può far pesare per ottenere modifiche e bloccare eventuali sanzioni.

■ **Le liberalizzazioni**

Sotto il nome di liberalizzazioni si collocano una serie di interventi molto differenti tra loro. Alcune sono segnate da un chiaro intento di deregulation che ha spesso dimostrato, nel medio-lungo periodo, effetti negativi sull'economia. Basti pensare alla deregolamentazione dei mercati finanziari o all'impoverimento delle famiglie conseguente alla cancellazione di molti prezzi e tariffe controllate. Alcune di esse possono avere effetti positivi, redistribuendo i redditi da certe posizioni di rendita verso i nuovi entrati nel mercato, ma questo ha senso in un periodo di espansione economica.

Le liberalizzazioni sono in generale degli interventi sul lato dell'offerta di beni e servizi, ma il problema che l'Italia e l'Europa hanno di fronte è invece un calo della domanda. Il monetarismo è una scuola economica fortemente contraria all'intervento pubblico nell'economia; in particolare essa si contrappone al keynesismo sostenendo che il ruolo delle banche centrali debba essere esclusivamente quello di controllare l'inflazione e non, come invece sostengono i keynesiani, favorire la crescita e l'occupazione con politiche espansive come la diminuzione dei tassi di interesse. Milton Friedman è stato l'ispiratore della politica economica di Ronald Reagan, George Bush e in generale del partito repubblicano degli USA. Il premio Nobel Paul Krugman e l'economista della FED Gauti Eggertsson hanno mostrato al contrario come certi interventi di segno opposto alle liberalizzazioni (tariffe controllate, monopoli pubblici, rafforzamento del potere dei sindacati per favorire della rigidità salariale) abbiano avuto un ruolo positivo nella ripresa economia durante la Grande Depressione negli anni '30 . L'economia internazionale va regolata: Keynes ruppe anche un altro dogma: quello del libero scambio nei mercati internazionali.

In primo luogo Keynes si oppose fermamente al sistema del Gold Standard, cioè la parità delle monete con una certa quantità d'oro. Questo riduceva le possibilità di manovra sui cambi che le singole nazioni potevano operare. Sono molti oggi a sostenere che l'Euro funzioni in Europa come il Gold Standard, favorendo certi paesi (come la Germania) a discapito di altri. Dopo la Seconda Guerra mondiale Keynes propose, alla Conferenza di Bretton Woods, una serie di istituzioni internazionali per il controllo del commercio e per il sostegno internazionale all'economia. Queste istituzioni, come il Fondo monetario internazionale, furono costruite, ma negli anni hanno spesso tradito l'originale proposta di Keynes. Fu infatti la pervicace volontà degli USA di diventare l'economia egemone a bloccare la più radicale e innovativa proposta di Keynes: una moneta internazionale per gli scambi, chiamata Bancor, il cui funzionamento avrebbe dovuto favorire le esportazioni dei paesi deboli ed evitare gli eccessi di esportazioni di quelli più forti. Una proposta recentemente tornata alla ribalta come antidoto alla globalizzazione incontrollata. Che fare? Elenchiamo una serie di ricette che sono state

avanzate da più parti in questi mesi. Molte di queste trovano largo consenso nelle fila dell'economia critica, ma anche nella parte più avveduta del mainstream economico:

- 1) assumere come obiettivo vincolante la riduzione del peso del debito pubblico attraverso la crescita guidata dalla domanda interna e non attraverso i “sacrifici”;
- 2) trasformare la BCE in una vera Banca centrale, con tutti i poteri e doveri che le altre Banche centrali hanno nel mondo, a partire dalla possibilità di emettere moneta per finanziare il debito pubblico, poter prestare direttamente agli Stati, fungere da prestatore di ultima istanza per gli istituti di credito e investendola nel dovere di favorire la crescita e non solo controllare l'inflazione;
- 3) trasformare l'Unione europea di una “transfer union” come gli USA, in cui il governo centrale si occupa di sostenere finanziariamente i singoli Stati;
- 4) rilanciare gli investimenti pubblici nella produzione di beni collettivi materiali ed immateriali (infrastrutture, ricerca, tutela ambientale, istruzione, salute), anche utilizzando lo strumento degli Eurobond, cioè i “BOT europei”, così da condividere il rischio del debito pubblico ed avere una fonte di finanziamento diretto per i programmi comunitari di sviluppo;
- 5) istituire una vera imposta patrimoniale sia in funzione redistributiva che allo scopo di disincentivare la rendita ed indurre invece agli investimenti;
- 6) favorire chi ha maggiore propensione al consumo, abbassando il carico fiscale sui lavoratori e sul ceto medio;
- 7) istituire una vera tassa sulle transazioni finanziarie e valutarie sul modello proposto da Keynes e James Tobin, una tassa che sia abbastanza elevata da sfavorire le transazioni a breve termine (tendenzialmente speculative) e quindi incentivare gli investimenti a più lunga scadenza;
- 8) favorire la centralizzazione dei capitali;
- 9) d'altro canto in molti casi i distretti industriali italiani non hanno

superato la prova della globalizzazione e quindi vanno ripensati in un'ottica di nuova programmazione economica, guardando in particolar modo alle esperienze dei “cluster” negli altri paesi, con un importante ruolo pubblico anche nel trasferimento tecnologico;

10) ridare al settore pubblico un ruolo di peso nell'economia, bloccando le privatizzazioni dei servizi pubblici, mettendo al centro l'interesse collettivo ed usando le grandi imprese nazionali ancora in mano pubblica come volani per lo sviluppo;

11) aumentare considerevolmente la spesa pubblica in ricerca, poiché il tessuto economico italiano è troppo frammentato in microimprese per potersi accollare i costi necessari;

12) usare la spesa pubblica per orientare la modernizzazione del sistema produttivo italiano e la sua indipendenza; due esempi concreti sono a) l'adozione obbligatoria del software libero nelle pubbliche amministrazioni, non tanto per favorire i risparmi ma soprattutto per stimolare la nascita e la crescita di imprese italiane nel settore, affrancandosi così dalla eccessiva dipendenza verso l'estero, ed usando l'Università come laboratorio di innovazione tecnologica per la produzione di software libero come “bene collettivo”; b) domanda pubblica di energia verde e stimoli alla ricerca tecnologica e alla produzione nazionale di impianti produttivi di energie pulite;

13) combattere la precarietà cancellando molte delle forme contrattuali oggi vigenti e favorendo la stabilizzazione dei rapporti di lavoro, sia attraverso un contratto di inserimento fortemente orientato alla formazione sia attraverso carichi che rendano antieconomico il ricorso ai contratti diversi dal tempo indeterminato;

14) rafforzare e tutelare il potere contrattuale dei lavoratori (in particolar modo attraverso il Contratto nazionale di lavoro) in modo che i salari tendano a risalire per favorire la domanda interna e la crescita.

■ Conclusioni

La ripresa economica del New Deal negli anni '30 in America, e le

politiche di intervento pubblico nell'economia e nel welfare in Europa, hanno assicurato decenni di prosperità e crescita all'interno di un quadro di giustizia sociale. La forza della socialdemocrazia europea è stata proprio questa. L'abbandono delle politiche di stampo keynesiano e la deregolamentazione della finanza hanno avuto un ruolo decisivo nel provocare la crisi.

Gli anni '80 e '90 sono stati anni all'insegna del "laissez-faire" e delle privatizzazioni. Non sorprende quindi che gli anni 2000 ed ancor più il nuovo decennio si siano aperti con drammatici problemi di disuguaglianza, fino ad arrivare alla recessione. Bisogna quindi invertire la tendenza, tornando a ridare al pubblico un ruolo significativo nell'economia non solo come regolatore, ma anche come propulsore.

Lo stimolo agli investimenti è comunque arrivato dalle istituzioni europee, sia attraverso l'operazione di Quantitative Easing predisposta in data 22 Gennaio 2015 dalla Banca Centrale Europea (il QE è uno strumento non convenzionale di politica monetaria che sostituisce il classico abbassamento dei tassi d'interesse, essendo questi già molto bassi), sia attraverso il discusso piano Juncker del 26 Novembre 2014, dal nome del presidente della Commissione Europea, che prevede investimenti per circa 300 miliardi di Euro. Inoltre, anche la congiuntura economica, abbassamento del prezzo del petrolio e svalutazione dell'euro, sembra volgere, almeno temporaneamente, in favore dell'Eurozona.

Trattandosi di stimoli agli investimenti a livello europeo, che quindi verranno applicati a parecchi sistemi economici, non è automatico che confluiscano nei paesi che ne hanno più bisogno, anzi c'è il rischio che questi investimenti invece di risolvere i problemi di competitività di una particolare economia possano aggravarli, allargando ulteriormente il gap esistente tra i sistemi economici più reattivi e quelli più ingessati. Infatti, gli attuali tassi di interesse già molto bassi dovrebbero costituire di per sé uno stimolo agli investimenti che, invece, nell'economia italiana sono diminuiti. E allora perchè un ulteriore stimolo agli investimenti dovrebbe riuscire a superare le barriere presenti nel sistema socio-economico italiano?

Senza un adeguato piano di riforme strutturali, che agisca in profondità sul sistema socio-economico italiano, gli interventi di politica economica messi in campo dall'Unione Europea potrebbero essere insufficienti per far uscire l'Italia dalla situazione di crisi.

Sono quindi necessarie riforme strutturali in grado di eliminare le inefficienze di sistema che allontanano gli investitori e frenano la crescita; occorre ammodernare, sveltire e semplificare la pubblica amministrazione, migliorare il sistema del welfare per metterlo in grado di sostenere la domanda interna in caso di shock economici, accorciare i tempi della giustizia civile e penale, diminuire il livello di tassazione sui redditi da lavoro e le imposte indirette sui consumi, implementare efficaci sistemi di controllo, sia nel settore pubblico che in quello privato, sui conflitti di interesse, l'evasione fiscale e la corruzione, favorire sistemi di finanziamento alle imprese alternativi al sistema bancario, alleggerire il peso del debito pubblico, attuare efficaci politiche redistributive in grado di limitare le rendite di posizione, migliorare le organizzazioni e le istituzioni connesse al mondo del lavoro come i centri per l'impiego, i sindacati e le università, incentivare la ricerca e l'economia della conoscenza per accrescere la produttività e la remunerazione dei lavoratori.

Il grosso del lavoro per far ripartire ed accelerare la crescita economica va quindi fatto dalle istituzioni e dalla politica, attraverso un programma di riforme ambizioso ed impegnativo come, ad esempio, quello attuato in Germania dopo la riunificazione.

Probabilmente, per poter attuare queste riforme l'Italia dovrà prima affrontare i limiti del suo sistema istituzionale che appare bloccato ed inadeguato rispetto alle sfide che il paese dovrà affrontare negli anni a venire; infatti, nonostante l'obiettivo prioritario dei governi Monti e Letta fosse quello di attuare riforme radicali, a parte la discussa riforma delle pensioni, sono stati prodotti solamente interventi tampone.

Per poter realizzare riforme efficaci occorre quindi intervenire anche sul funzionamento delle istituzioni; occorre una riforma istituzionale in grado di dare al paese un parlamento efficiente ed un governo efficace.

Infatti, il parlamento italiano ad oggi non è in grado di produrre leggi semplici ed efficaci, mentre il governo incontra troppi ostacoli nel far applicare le leggi in tempi ragionevoli, senza annacquamenti ed eccezioni, dovute alla troppa burocrazia.

La crisi che è iniziata nel 2007 è la più violenta dal dopoguerra. Secondo alcuni rivaleggia con la Grande Depressione del 1929. Ciò non toglie, però, che sia “semplicemente” una crisi della domanda come tante se ne sono viste. Ad aggiungere un grado di difficoltà interviene il fatto che questa è anche una crisi della liquidità. Quando manca la domanda ed allo stesso tempo manca la liquidità, siamo di fronte ad un circolo vizioso. Molto banalmente, se non ci sono i soldi la gente non può spendere.

Di fronte ai policy maker europei si sono stagliate fin dall’inizio due strade. La prima, classica; la seconda, più “moderna”. E’ stata scelta la seconda.

La prima strada è quella dello “stimolo” all’economia. Come insegnava Keynes, quando si è in fase recessiva occorre porre in essere misure anticicliche, ossia espansive. Ciò sia dal punto di vista della politica fiscale che dal punto di vista della politica monetaria. Più intuitivamente, occorre abbassare le tasse, aumentare la spesa pubblica in investimenti, far circolare denaro. Una banca centrale, per esempio, dovrebbe abbassare i tassi di interesse o, ancora meglio, pianificare strategie di allentamento monetario.

Questo metodo è stato utilizzato per risolvere la crisi del 1929, ma anche a questa “tornata” è stato usato abbondantemente. Così hanno fatto gli Stati Uniti con l’imponente programma di Quantitative Easing, così ha fatto la Cina, il Giappone e così via. L’Europa ha intrapreso la via “sicura” solo nei primissimi anni della crisi e per giunta in modo debole. Poi, pensando che il peggio fosse passato, ha opposto misure di tutt’altro genere. Il problema è che, una volta ritornata la crisi gli amministratori del Vecchio Continente hanno stabilito più o meno arbitrariamente che l’austerità avesse le carte in regola per sistemare le cose.

In sostanza, si fa passare l’idea che i sacrifici di oggi siano legittimati dal

benessere di domani. E' palese quanto questo "domani" si allontani ogni giorno di più.

Gli organismi comunitari hanno preferito costringere nell'immediato i paesi membri alla disciplina di bilancio ed una fase riformatrice del mercato del lavoro. Cure a lungo termine per un problema a breve termine. I risultati sono sotto gli occhi di tutti. Anche perché il principale "effetto collaterale" di questa politica economica è la negazione di un principio fino a questo momento dato per scontato: quando si è in fase recessiva, occorre produrre misure anti-recessive.

Veniamo da anni di crisi economica che, secondo alcuni, l'Italia avrebbe dovuto affrontare attraverso misure della cosiddetta "austerità". Quello che però non viene mai detto è che l'austerità promossa in Italia consiste in un enorme aumento delle tasse, della spesa pubblica e del debito pubblico. Ci sono invece paesi europei che si trovano in crisi simili alle nostre e hanno la nostra stessa moneta (per esempio l'Irlanda) e che hanno applicato sì l'austerità, ma in una forma molto diversa dalla nostra, anzi, opposta: hanno ridotto la spesa pubblica, diminuito l'intervento dello Stato nell'economia ed abbassato drasticamente le tasse. Il risultato è che oggi questi paesi crescono a ritmi tripli o quadrupli rispetto ai nostri.

La ricetta per la crescita quindi quella di tagliare la spesa pubblica in maniera drastica e permanente. In Italia più della metà del nostro pil (cioè della ricchezza che produciamo) finisce nelle mani dello Stato, che a sua volta la spende male, sia per inefficienza (come nei campi della giustizia o dell'istruzione, in cui registriamo le peggiori performance d'Europa) sia perché nel nostro paese lo Stato si occupa di troppe cose. Abbiamo decine di migliaia di società partecipate dagli enti locali; i sistemi di formazione professionale sono a carico dello Stato. In alcuni campi lo Stato dovrebbe limitarsi a regolare senza intervenire direttamente come attore, lasciando invece spazio alla libera iniziativa dei privati. Questa strategia garantirebbe allo stesso tempo maggiore efficienza, grazie al meccanismo della concorrenza che si verrebbe a instaurare, e una riduzione significativa della spesa pubblica.

Contemporaneamente si dovrebbe ridurre anche il debito pubblico, che in

un certo senso è “il debito del futuro”. Questo meccanismo consente infatti ai governanti di spendere più soldi pubblici, senza però alzare le tasse. Contraendo debiti che saranno le future generazioni a pagare. Il debito pubblico è quindi “la più grave forma di disgregazione economica e sociale del nostro paese” perché da una parte, è economicamente dannoso quanto le tasse (paghiamo cifre elevatissime sugli interessi del debito pubblico) e dall’altro profondamente iniquo a livello sociale, proprio perché peserà sulle spalle delle future generazioni. Non solo: patiamo anche le ricadute nei nostri rapporti economici con l’estero, perché il debito pubblico disincentiva gli imprenditori stranieri, timorosi di una nuova crisi finanziaria, a investire in Italia.

L’unica soluzione possibile è quindi quella di sollevare lo Stato da buona parte delle sue spese ed affidare la gestione di imprese ora pubbliche ai privati. È necessario privatizzare una serie di attività, a livello macroeconomico, che lo Stato ancora controlla (per esempio Snam, Eni, Terna e molte altre). Questa operazione garantirebbe qualche decina di miliardi di entrate utili ad abbattere il debito pubblico. Si dovrebbe inoltre procedere ad una vendita dell’enorme patrimonio immobiliare pubblico, ma solo dopo che il valore degli immobili tornerà a salire, e con i ricavi sarà possibile risanare parte del debito.

A tutto questo si aggiunge l’eccesso di burocrazia. Si tratta di un termine molto vago, usato in maniera astratta nei discorsi politici, ma che in realtà racchiude al suo interno qualcosa di molto concreto: si tratta di un insieme di norme e presunte tutele economiche e sociali, che forniscono piccoli vantaggi a categorie organizzate. Dovremmo quindi cominciare a utilizzare questa parola in maniera concreta, riferendoci alle norme specifiche, altrimenti rimarremo sempre e solo su un piano astratto, e quindi inutile.



STREETLIB

WHATEVER IT TAKES

Igor Zuccarello