

Nuovi scenari di intervento pubblico nell'epoca degli squilibri globali

Federico Boffa, Giovanni Zanetti

Università di Macerata, Università di Torino

Classificazione JEL: F300; E500; G280; H100; L520

1. INTERVENTO PUBBLICO E SCENARI ECONOMICI

L'analisi storica della gestione di diversi Paesi ad economia di mercato mette in evidenza l'alternarsi della maggiore o minore intensità di intervento dello Stato attraverso le scelte di politica economica. A distinguere i diversi periodi non sta però soltanto, come si potrebbe pensare, il succedersi di gruppi di potere a diverso orientamento, ma il mutare delle condizioni di contorno che spesso conducono a decisioni ineludibili, anche in contrasto più o meno esplicito con le posizioni ideologiche espresse dagli schieramenti politici al governo.

Un'analisi comparata dei dati sul rapporto fra spesa pubblica e prodotto interno lordo segnala la nota differenza fra l'Europa, caratterizzata da un peso statale relativamente imponente, pur se in lieve flessione nell'ultimo decennio (per l'Area euro tale rapporto è sceso dal 52 per cento nel 1995 a circa il 46 per cento nel 2007), e gli Stati Uniti, contraddistinti invece da un settore pubblico più leggero, con una spesa sostanzialmente stabile, oscillante attorno al 35 per cento del prodotto interno lordo (si vedano figg. 5 e 6 in Appendice).

Il *trend* della spesa pubblica risente naturalmente in modo significativo del ciclo economico. Nel manifestarsi di periodi di crisi, infatti, molti invocano l'azione pubblica per generare le condizioni per un'inversione degli andamenti, salvo ad aprire la discussione su aspetti metodologici o sull'intensità dei provvedimenti da adottare. La situazione del momento presente, originata dagli squilibri finanziari mondiali, dei quali si tratterà nel seguito, scatenata dalla crisi dei mutui *subprime* americani, e coinvolgente la pressoché totalità delle economie più progredite, non fa eccezione.

La peculiarità di questa crisi globale, tuttavia, deriva dal fatto che la sua

origine prima – gli squilibri finanziari mondiali – è essa stessa attribuibile a una forma di intervento dello Stato: non, però, degli Stati occidentali; ma invece di quei Paesi emergenti che hanno attuato politiche, di stampo prevalentemente monetario, di sostegno alle esportazioni. Tali iniziative hanno contribuito in modo sostanziale ad incrementare l'indebitamento occidentale, in particolare americano, predisponendo così tutti gli ingredienti della successiva crisi.

In questo dinamico quadro globale, il ruolo dello Stato nei Paesi avanzati si è andato rapidamente quanto inevitabilmente modificando. L'intervento pubblico di tipo strategico (cioè, finalizzato a guidare lo sviluppo del paese) è divenuto sempre più complicato per il moltiplicarsi delle variabili in gioco e delle interrelazioni fra le diverse aree geografiche.

Gli attuali interventi pubblici nei vari Stati sembrano rivelare in generale una sorta di navigazione a vista, con un insieme di misure, che vanno dall'offerta di garanzie intese ad evitare il fallimento delle banche, alle robuste iniezioni di liquidità nei sistemi economici, fino a scelte mirate volte ad incentivare o a sostenere la domanda. Si tratta in generale di provvedimenti non organici, che sembrano dettati piuttosto dall'urgenza della necessità di correre ai ripari. Al fine di individuare le misure più opportune, occorre innanzitutto identificare le ragioni alla base della crisi, per poi pensare alle possibili correzioni delle distorsioni di un sistema negli aspetti e nella misura in cui essi non rispondono alle esigenze dell'uomo.

In sintesi, il presente lavoro si propone l'obiettivo di descrivere l'evoluzione del ruolo dello Stato, nelle modalità con cui si è manifestato nella presente crisi finanziaria. In particolare, si illustrerà l'impatto delle politiche sia sui processi che hanno condotto all'attuale crisi finanziaria, sia sulle dinamiche di trasmissione all'economia reale; si fornirà poi una valutazione degli effetti della crisi finanziaria, discutendo i nuovi temi di politica economica imposti all'agenda degli Stati dalle recenti evoluzioni economiche mondiali.

Il paragrafo 2 analizza il ruolo della politica monetaria dei Paesi emergenti nel generare gli squilibri che hanno portato alla crisi. Il paragrafo 3 esamina le responsabilità delle politiche dei Paesi occidentali, soffermandosi sulla regolazione dei mercati finanziari e sulle politiche abitative americane. Il paragrafo 4 illustra lo scoppio della crisi, mentre il paragrafo 5 discute i canali di trasmissione all'economia reale, valutando al contempo l'impatto delle regole bancarie. Il paragrafo 6 propone un modello interpretativo dei fenomeni sopra analizzati. Il paragrafo 7 conclude.

FIG. 1. Geografia dei flussi reali nel 2007, saldo corrente della bilancia dei pagamenti (percentuale del PIL)



Fonte: IMF (2008).

2. ALLE ORIGINI DELLA CRISI: LA POLITICA MONETARIA DEI PAESI IN VIA DI SVILUPPO

Il presente paragrafo illustra le complesse recenti dinamiche dei mercati finanziari, caratterizzate da risparmi dei Paesi emergenti e debiti da parte degli Stati Uniti, che sono state alla base dell'esplosione della crisi finanziaria, mettendo in luce il ruolo della politica monetaria dei Paesi emergenti nel perpetuare le situazioni di squilibrio.

2.1. La geografia del risparmio

L'analisi delle origini della crisi finanziaria attuale richiede una preliminare illustrazione della situazione dei saldi commerciali per aree geografiche. La figura 1 presenta la geografia dei flussi reali all'anno 2007, nel quale si osserva una situazione paradigmatica dell'evoluzione in atto da vari anni.

Le zone a righe diagonali indicano un saldo commerciale attivo; al contrario, le aree piene scure segnalano un deficit nei saldi commerciali.

La mappa rivela immediatamente la direzione dei flussi, delineando due macro-regioni. La prima, costituita in gran parte da Paesi esportatori di beni e servizi a basso costo (ad esempio, la Cina) o di materie prime (ad esempio, America Latina e Russia), presenta avanzi commerciali anche rilevanti. L'altra,

TAB. 1. *Bilancia dei pagamenti nei Paesi emergenti*

	Bilancia dei pagamenti			Flusso netto di capitale			Riserve			
							Variazioni			Stock
	1990-93	1995-96	2000-05	1990-93	1995-96	2000-05	1990-93	1995-96	2000-05	luglio 2006
Asia	6	-64	899	160	230	211	119	110	1.178	2.025
Cina	20	9	347	35	79	291	4	53	664	941
India	-17	-12	-5	20	16	95	7	0	99	156
Corea	-14	-32	82	20	41	51	5	8	136	225
Taiwan, Cina	39	16	117	-29	-21	30	10	-4	147	260
Resto Asia	-22	-45	358	114	115	-239	93	53	132	442
America Latina	-85	-68	-26	138	105	106	71	49	83	244
Europa Centrale	-2	-11	-102	6	34	134	16	21	39	99
Russia	1	18	290	9	-26	-31	10	7	167	243
Medio Oriente	-90	6	383	111	9	-302	-3	8	50	89
<i>Totale</i>	<i>-170</i>	<i>-119</i>	<i>1.445</i>	<i>423</i>	<i>351</i>	<i>117</i>	<i>214</i>	<i>195</i>	<i>1.517</i>	<i>2.701</i>

Fonte: IMF (2008).

che include gli Stati Uniti e molti Paesi europei, in particolare dell'Est, mostra simmetricamente dei disavanzi commerciali. Non si tratta di una situazione temporanea: al contrario, segnala il perdurare di squilibri reali già visibili a partire dagli anni Duemila, come rivela la tabella 1, in cui si presentano dati di contabilità nazionale che consentono di valutare il fenomeno in un'ottica di medio termine.

I dati relativi agli impieghi degli avanzi mostrano il peso crescente delle riserve in valuta estera. Nella sola Cina, nel periodo 2000-2005, le riserve sono aumentate di 664 miliardi di dollari; nel periodo 2002-2007, l'accrescimento complessivo è stato del 140 per cento (Butt *et al.*, 2008), avvicinandosi ai 6 mila miliardi di dollari, con prospettive di ulteriore aumento futuro, secondo molti analisti.

Tale aspetto merita un'approfondita analisi, finalizzata a cogliere sia la motivazione che ha spinto i governi di molti dei Paesi in via di sviluppo all'accumulazione di riserve, sia gli effetti di queste misure sulla persistenza e sulla distribuzione del risparmio in questi Paesi fra il settore privato e quello pubblico, nonché sulle nuove opportunità offerte dai nuovi scenari finanziari internazionali ai Paesi detentori di tali riserve.

Le ragioni che spingono i Paesi in via di sviluppo all'accumulazione di riserve si possono classificare in due grandi categorie: quella prudenziale e quella strategica, legata ai tassi di cambio.

Le motivazioni prudenziali sono quelle tradizionalmente legate alla detenzione di riserve: si tratta in particolare della necessità di dotarsi di una risorsa, qual è la valuta estera, in grado di proteggere la moneta nazionale da crisi valutarie che tendono a ridurne rapidamente il valore: una funzione tradizio-

nalmente svolta dall'oro. Le riserve si rivelano in particolare necessarie nel caso di attacchi speculativi su valute estere – una situazione che si è verificata spesso, nella crisi del Sud-Est asiatico del 1996 per citare un esempio recente. Una specifica motivazione prudenziale, che induce alcune nazioni a detenere quantità rilevanti di dollari, riguarda i Paesi esportatori di materie prime il cui prezzo è denominato in dollari, e il cui tasso di cambio è a propria volta ancorato alla divisa statunitense. È evidente come, per questi Paesi, la detenzione di dollari possa risultare di primaria importanza.

Più interessanti ai fini della presente ricerca sono le ragioni strategiche, collegate alla volontà di mantenere il valore della propria valuta artificialmente basso, così da incrementare la competitività delle proprie esportazioni. Le ragioni strategiche inducono ad un'accumulazione di risorse in valuta estera indipendente dalla possibilità di un loro immediato utilizzo ai fini di difesa della propria valuta: i recenti impieghi delle riserve estere, gestite in parte secondo criteri di mercato dai cosiddetti fondi sovrani, sembrano indicare la prevalenza proprio della motivazione strategica alla base della scelta di accumulazione. È infatti noto che, in assenza di interventi di politica monetaria, un avanzo nella bilancia dei pagamenti (esportazioni superiori alle importazioni) dovrebbe aumentare la domanda di valuta nazionale, accrescendone così il valore. A propria volta, l'incremento di valore innalzerebbe il prezzo delle esportazioni all'estero (favorendo al contempo le importazioni), contribuendo così a ripristinare una situazione tendente al pareggio dei saldi.

Una politica monetaria di accumulazione di valuta estera, al contrario, rallenta (o addirittura annulla) l'effetto di autobilanciamento. Alla forza di mercato che, a seguito dell'aumento delle esportazioni, conduce ad un aumento di domanda di valuta nazionale, si contrappone l'aumento di domanda di valuta estera (e il simultaneo aumento dell'offerta di valuta nazionale) determinato dall'attività della banca centrale. Ciò garantisce la persistenza delle esportazioni.

Dal punto di vista del conto finanziario, ciò si riflette nella persistenza di avanzi finanziari con l'estero: i cittadini dei Paesi in via di sviluppo (d'ora in avanti, PVS), cioè, si pongono nella posizione di prestatori netti di fondi verso l'estero. La politica monetaria di accumulo di riserve, tuttavia, richiede la preliminare emissione di valuta locale, che viene poi convertita in valuta estera. Di conseguenza, aumenta la base monetaria del paese, determinando così spinte inflazionistiche (o in alternativa, in presenza di politiche di sterilizzazione, aumenti dei tassi di interessi interni, con conseguenze negative sugli investimenti)¹.

¹ Una politica di sterilizzazione compensa l'emissione di moneta finalizzata allo scambio con la valuta estera con la riduzione della valuta circolante all'interno. La riduzione dell'offerta di moneta interna determina un aumento dei tassi di interesse. Sia in presenza che in assenza della politica di sterilizzazione, i consumatori del paese che adotta la politica di acquisto delle riserve ne traggono, almeno nel breve termine, svantaggio.

La politica monetaria, dunque, tramite il canale inflazionistico (o tramite il suo effetto sui tassi di interesse in presenza di politiche di sterilizzazione) dispiega una sorta di spostamento della potenzialità di gestione delle risorse dal settore privato al settore pubblico, riducendo il risparmio privato e trasferendolo, tramite lo strumento delle riserve in valuta estera, al settore pubblico.

A queste azioni politiche si accompagna, nelle attuali circostanze storiche, una tendenza al risparmio da parte delle famiglie dei PVS, in parte legata alla volontà di assicurarsi contro potenziali rischi futuri in un'epoca di incertezza quale quella della globalizzazione (Rajan, 2006). I fenomeni di globalizzazione possono contribuire ad aumentare il risparmio privato per una serie di cause, fra cui l'elevata mobilità del lavoro, la mancanza di una protezione sociale accompagnata dalla disgregazione dei nuclei familiari e dal trend demografico di invecchiamento della popolazione.

Combinando la naturale tendenza al risparmio dei PVS con la politica monetaria di accumulazione di riserve, si ottiene un flusso di risparmi che va dai Paesi poveri a quelli ricchi, in apparente contraddizione con il modello neoclassico canonico di commercio internazionale².

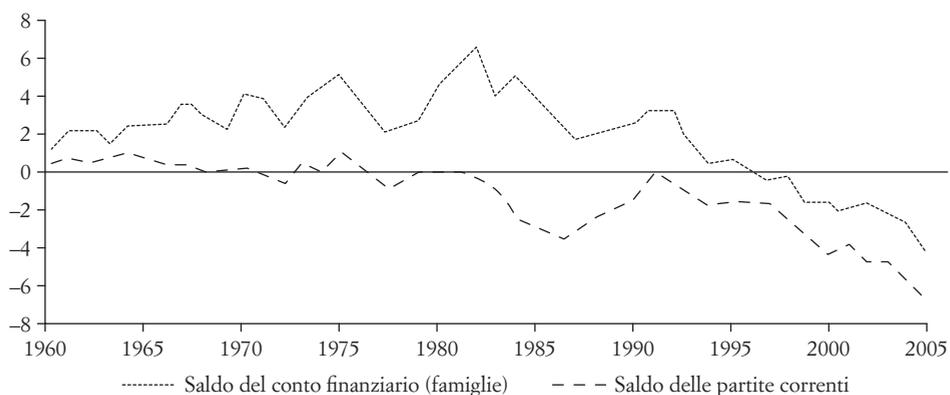
2.2. *La riduzione del tasso di interesse*

La propensione al risparmio e alla detenzione di valuta estera da parte dei PVS, in particolare asiatici, si salda con la propensione all'indebitamento da parte dei Paesi avanzati, in particolare degli Stati Uniti, come si evince dalla figura 2, che rappresenta il contraltare finanziario dei flussi reali identificati nella figura 1.

La figura, pubblicata nel 2005, mette in luce come negli ultimi quarant'anni gli Stati Uniti abbiano mantenuto una bilancia commerciale pressoché costantemente passiva. Mentre però fino alla metà degli anni Novanta lo squilibrio andava sostanzialmente a finanziare gli investimenti, da quel momento in poi la situazione si è modificata. In corrispondenza del divenire negativo del risparmio delle famiglie americane, tale squilibrio si è andato allargando sino a sostenere anche una parte di tale debito privato, finanziato, come già osservato, in parte consistente dai PVS.

² Secondo il modello neoclassico, i flussi dovrebbero convergere verso i Paesi emergenti, là dove i rendimenti idealmente tenderebbero a risultare più elevati, grazie alle migliori prospettive di sviluppo. L'evidenza empirica invece dimostra come i flussi tendano in questa fase storica a dirigersi dai Paesi emergenti a quelli economicamente sviluppati. Ciò (si veda ad esempio Bini Smaghi, 2007) può essere imputato alle imperfezioni dei mercati finanziari nei Paesi in via di sviluppo, fra cui la Cina, che aumentano il costo effettivo della concessione di credito verso imprese di quelle zone, così da convogliare gran parte dei risparmi stessi verso i Paesi occidentali, in particolare negli ultimi anni verso gli Stati Uniti.

FIG. 2. *Il deficit statunitense*



Fonte: Goldman Sachs (2008).

Negli Stati Uniti si è dunque assistito negli ultimi anni ad un deciso incremento dei consumi privati, finanziati, ricorrendo ad una semplificazione, dal risparmio cinese, abbondante e non assorbito dall'economia locale.

Le famiglie americane si sono indebitate a condizioni particolarmente vantaggiose, non solo per la già citata abbondante offerta di risparmio, ma anche a motivo di un'ulteriore peculiarità dell'attuale fase economica: la, ormai abbondantemente documentata, stagnazione degli investimenti. La conseguente debole domanda di credito da parte delle imprese ha avuto, fino al periodo immediatamente precedente la crisi, il duplice effetto di ridurre il tasso di interesse di equilibrio di lungo periodo, e di convogliare il risparmio verso le famiglie, che hanno dunque beneficiato (in particolare negli Stati Uniti) di liquidità a prezzi molto bassi³.

Un periodo in cui si sono combinati crescita sostenuta e bassi tassi di interesse costituisce un fenomeno nuovo e di particolare rilevanza. Nei Paesi occidentali, si è vissuta altresì una situazione caratterizzata da bassa inflazione, ulteriore elemento di rilievo. Sembra quindi affievolirsi la tradizionale correlazione positiva fra tassi di interesse e crescita economica.

³ Di tali condizioni vantaggiose occorre tenere conto nel fornire una valutazione compiuta dello scenario economico dell'ultimo decennio: è possibile che i vantaggi derivanti dalla possibilità di indebitarsi a tassi bassi siano risultati maggiori rispetto ai danni generati dalla successiva crisi?

3. L'IMPATTO DELLE POLITICHE OCCIDENTALI: REGOLAZIONE E POLITICHE PER LA CASA

Il risparmio asiatico, reso persistente dalle politiche monetarie dei PVS, unito all'elevata propensione occidentale al consumo, all'importazione e all'indebitamento, hanno posto le basi per la successiva crisi. Tuttavia, una serie di fattori, politici e tecnologici, scaturiti in Occidente, hanno contribuito quali con-cause in maniera determinante. Almeno quattro di essi sono di particolare interesse ai fini del presente lavoro: le modifiche regolatorie intervenute nel sistema finanziario mondiale, l'evoluzione tecnologica, la politica monetaria americana (ben evidenziati da Domenico Siniscalco, 2008), e – *last but not least* – gli incentivi e le garanzie pubbliche concesse dal governo americano per l'acquisto delle abitazioni.

Ciascuno dei quattro aspetti, originatisi in prevalenza negli Stati Uniti, ha contribuito a facilitare ulteriormente l'erogazione del credito, aumentandone l'offerta, e riducendo così ancora il tasso di interesse. Si sono venute così a generare pesanti posizioni debitorie da parte di soggetti privati, che hanno aumentato le probabilità di *default* e innalzato il rischio sistemico del mondo finanziario occidentale, e americano in particolare.

Si esamina ora in maggiore dettaglio ciascuno di questi fattori, partendo proprio dalla deregolamentazione finanziaria, di cui molto si è discusso nel dibattito economico e politico, a discapito forse di altri aspetti strutturali (sbilanciamenti globali già indicati sub 2) e di politica economica (politiche pubbliche di incentivo all'acquisto della casa) che avrebbero meritato altrettanta attenzione.

La liberalizzazione e la globalizzazione della finanza intervenuta recentemente non aveva probabilmente precedenti nel tempo ed è risultata più forte di quella realizzata in quasi tutti gli altri settori economici. Alla base di questo processo, giacevano (e giacciono) due implicite ipotesi di partenza: la relativa efficienza dei mercati finanziari e le inefficienze dell'azione regolatoria⁴. Per molti altri settori, diversi dalla finanza, si ripropongono queste assunzioni; tuttavia, è presumibile che la deregolamentazione in campo finanziario abbia incontrato meno resistenze da parte dell'opinione pubblica di quanto non si sia invece verificato in altri rami, in quanto da una parte i cittadini non ne percepivano immediatamente le conseguenze, e dall'altra non c'erano gruppi di interesse economici ad essa ostili.

⁴ Non ci si soffermerà qui sulle note ragioni dell'inefficienza della regolazione finanziaria, se non per ricordare che essa è frutto dell'azione congiunta di informazione asimmetrica da parte del regolatore, sue scarse risorse, nonché rischi di cattura o di comportamenti opportunistici da parte del regolatore stesso.

I principali punti della deregolamentazione sono consistiti nella progressiva rimozione delle barriere ai flussi di capitale, e nella rimozione delle barriere regolamentari fra diverse classi di intermediari, a cui è stata concessa l'opportunità di diversificazione nei vari settori dei servizi finanziari. Il Gramm-Leach-Bliley Act del 1999 ha permesso ad una stessa istituzione di svolgere allo stesso tempo attività di banca commerciale, banca d'investimento e compagnia assicurativa, così abrogando il precedente Glass-Steagall Act che non consentiva l'integrazione di queste tre attività in un'unica impresa. Allo stesso tempo, alle banche private è stato consentito di conteggiare nel proprio capitale, a copertura degli impegni, titoli derivati, risultanti da complesse operazioni finanziarie, e di difficile valorizzazione: si è operato cioè secondo il principio, ribadito poi anche dagli accordi di Basilea II (sui quali si tornerà nel seguito), per cui le banche valutano meglio la propria predisposizione al rischio di quanto non possano fare le autorità di regolamentazione. Tali titoli hanno acuito il problema dell'informazione asimmetrica in seguito allo scoppio della crisi, contribuendo a portare al fallimento, o sull'orlo dello stesso, varie istituzioni finanziarie.

L'innovazione tecnologica, e in particolare lo sviluppo della tecnologia dell'informazione, ha consentito alle imprese finanziarie di gestire una mole crescente di dati sulla storia creditizia degli individui e delle imprese, permettendo così di affinare, almeno nell'ottica dei prestatori, la valutazione relativa alla rischiosità dei potenziali debitori. In altri termini, gli istituti finanziari ritenevano di disporre di informazioni sufficienti per poter fissare un tasso di interesse adeguato anche a soggetti a cui in precedenza si sarebbe negata l'erogazione del credito. Di conseguenza, si è allargata la platea di sottoscrittori di mutui.

La combinazione di deregolamentazione e di sviluppo tecnologico ha posto le basi per l'innovazione finanziaria emersa in questi anni, che se da una parte ha aumentato le potenzialità di creazione di valore, e dunque di profitto, dall'altra ha però incrementato il rischio complessivo insito nel sistema. Infatti, l'ampliamento degli strumenti ha richiesto modifiche nelle strategie di gestione degli stessi. Una auspicata maggiore efficienza nella distribuzione del rischio ha favorito l'esplosione dei fenomeni di cartolarizzazione (in termine anglosassone, *securitization*) degli attivi rischiosi: una pratica bancaria in costante aumento a partire dagli inizi degli anni Novanta e fino al momento precedente lo scoppio della crisi. Alla fine del 2007, l'ammontare di attivi cartolarizzati si attestava sulla cifra di 2,4 mila miliardi di dollari, e l'ammontare complessivo di obbligazioni garantite da attività cartolarizzate⁵ (*collatera-*

⁵ Prima dello sviluppo del fenomeno delle cartolarizzazioni (o di forme alternative di trasferimento del rischio di credito), l'accordare credito derivava da una decisione che teneva conto congiuntamente dell'emissione del prestito, del suo mantenimento nell'ambito dell'attivo della

lized debt obligations – CDOs) aveva raggiunto i 502 miliardi di dollari (si veda Jiangli, Pritsker 2008). Il ricorso a detta pratica ha determinato un aumento significativo dei profitti delle istituzioni bancarie, destinato ad arrestarsi bruscamente con l'arrivo della crisi, ovvero a partire dalla fine del 2007.

Il ricorso alla cartolarizzazione ha contribuito ad allocare in modo allora ritenuto efficiente i rischi, determinando un ulteriore incremento dell'offerta di prestito. Allo stesso tempo, ha ridotto la trasparenza del mercato, rendendo gli acquirenti di tali strumenti finanziari (incluse le banche) particolarmente vulnerabili ad ogni manifestazione di aspettative negative, e dunque particolarmente esposti alla crisi.

Molti osservatori (Siniscalco, 2008) hanno addebitato alla politica monetaria espansiva perseguita dalla Federal Reserve americana, allora governata da Alan Greenspan, un ruolo significativo nel mantenimento di tassi di interesse ridotti, e, di conseguenza, nello scoppio della crisi. Nonostante sia fuor di dubbio che una stretta monetaria rientrasse nelle opzioni disponibili alla Federal Reserve, e pur essendo oggi a molti chiaro che sarebbe stato opportuno adottare questa linea di intervento, occorre sottolineare che la Federal Reserve americana ha cercato di modulare il tasso di sconto e l'offerta di moneta in modo che riflettessero il tasso di interesse di lungo periodo (che, come precedentemente illustrato, era molto basso), determinato dall'intersezione fra domanda e offerta di credito. La responsabilità della banca centrale americana per i bassi tassi di interesse si può dunque considerare soltanto parziale.

Infine, un peso rilevante nella riduzione dei tassi di interesse è attribuibile alla specifica politica abitativa americana orientata a favorire l'acquisto di abitazioni, che consisteva in una sorta di garanzia concessa da due imprese parastatali – la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e la Fe-

banca, e del suo finanziamento utilizzando le risorse interne (depositi, azioni o obbligazioni). Le opportunità generate dalla cartolarizzazione consentono invece alle istituzioni finanziarie di disgiungere la decisione di concessione del credito da quella del suo mantenimento interno: si apre infatti alle banche la possibilità di cedere i crediti a società finalizzate allo scopo, in gergo finanziario denominate *Special Purpose Vehicle* (SPV). Queste a propria volta finanziano l'acquisto del debito emettendo obbligazioni il cui rimborso è finanziato dalle prestazioni del debito stesso. Tali obbligazioni, garantite da attività cartolarizzate emesse dagli SPV, vengono strutturate in diverse classi di rischio. In un mercato poco trasparente e caratterizzato da asimmetrie informative particolarmente rilevanti quale quello dei debiti cartolarizzati, risulta essenziale il ruolo della banca nel fornire adeguati segnali agli SPV. Occorre infatti che, in questi ultimi, maturi una convinzione sia in relazione alla qualità intrinseca dei debitori sia in riferimento all'impegno da parte dell'emittitore del debito a monitorarli in modo per quanto possibile efficace. In ultima analisi, occorre che gli SPV siano indotti all'acquisto del credito, consentendo così la transazione di cessione del credito che dà luogo al fenomeno delle cartolarizzazioni. Le attività di *signalling*, a questo scopo praticate dall'istituzione bancaria, si riflettono in genere in due diverse azioni: *ex ante*, nel mantenimento all'interno del perimetro bancario dei debiti classificati come più rischiosi, e *ex post* nell'acquisto di una parte delle obbligazioni garantite dai crediti emessi dagli SPV.

deral Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) – sui mutui sottoscritti da varie categorie di soggetti. Si tratta, come rilevano Frame e White (2005), della principale forma di sostegno pubblico all'acquisto di case negli Stati Uniti, visto il ruolo marginale dell'edilizia popolare⁶. Le due imprese, le cui imponenti passività sfioravano nel 2007 il 40 per cento dell'intero PIL americano, si occupavano, su mandato politico, di rifinanziare i mutui e di acquistarne una parte; tecnicamente definite *government sponsored entities*, esse vantavano una copertura delle loro attività implicitamente garantita mediante l'utilizzo di fondi pubblici. Le dimensioni delle due aziende, insieme alle garanzie offerte dalla partecipazione pubblica, contribuivano così a ridurre i tassi di interesse su quelle categorie di mutui di cui, in base al proprio statuto, si occupavano: stime attendibili (si vedano Frame, White 2005) indicano nello 0,25 per cento l'impatto di Fannie e Freddie sulla riduzione dei tassi di interesse sui mutui che esse trattavano.

4. LO SCOPPIO DELLA CRISI FINANZIARIA E LA SUA DIRAMAZIONE ALL'ECONOMIA REALE

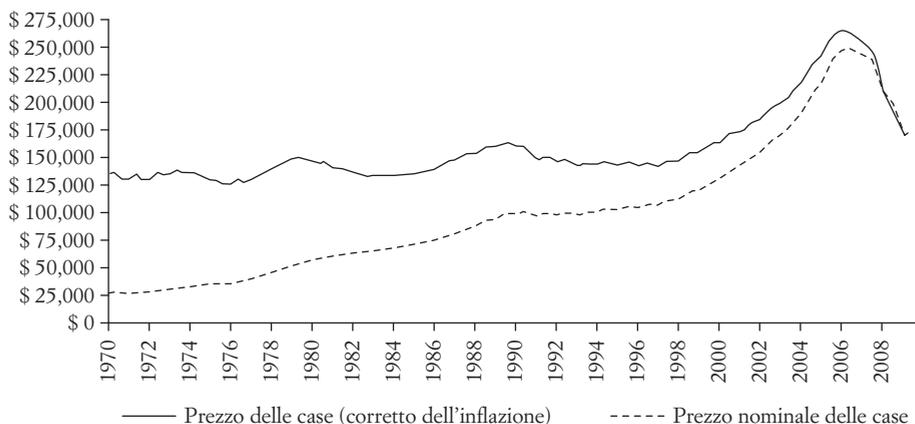
In una situazione caratterizzata, per le ragioni sopra esposte, da bassi tassi di interesse e da significativi debiti contratti dal settore privato, e in particolare dalle famiglie americane, nei confronti dei Paesi emergenti, si annidavano i presupposti della crisi. Infatti, l'abbondanza di liquidità a basso prezzo negli Stati Uniti ha generato un notevole ricorso alla leva finanziaria da parte delle famiglie, ma anche degli istituti di credito; questi hanno utilizzato le risorse così accumulate concedendo prestiti (i cosiddetti *subprime*) anche a famiglie non in grado di fornire adeguate garanzie, esponendosi così a cospicui rischi di insolvenza secondo il ben noto meccanismo di trasmissione che investe le istituzioni finanziarie.

È stata quindi sufficiente una riduzione dei prezzi delle garanzie a fondamento dei debiti (*collateral*), cioè delle abitazioni, per innescare una catena di protesti, che ha deteriorato gli attivi bancari. A queste circostanze si è aggiunta una situazione di informazione asimmetrica particolarmente accentuata, per la difficoltà di valorizzare i complessi titoli derivati scaturiti dalle prassi di cartolarizzazione. Si sono così registrati vari fallimenti, accompagnati da un'ondata di interventi pubblici finalizzati al salvataggio di alcune istituzioni finanziarie.

Da rilevare, in tanto tumultuare, è stato il verificarsi di fallimenti dei soggetti attivi nel processo di collocamento dei prodotti della cartolarizzazione (vedi *infra*) e dei relativi derivati, a causa della caduta dei loro valori di borsa;

⁶ Ringraziamo un *referee* per averci suggerito questa riflessione.

FIG. 3. *Il prezzo delle case negli Stati Uniti, 1970-2009*



Fonte: dati sito internet <http://housingbubble.jparsons.net> (2009).

si tratta di soggetti coinvolti di norma in una lunga catena di passaggi contrattuali e, per ciò stesso, numerosi: Mario Deaglio (2008) conta che i fallimenti siano costati circa due milioni di posti di lavoro nel solo Regno Unito. Per dirla con Deaglio, l'«industria del mutuo fondiario» statunitense, disinvoltata nello sfruttare l'ampia offerta asiatica di credito (a bassi tassi di interesse) e propensa nel concedere finanziamenti anche a soggetti relativamente privi di garanzie, nella quasi certezza di una crescita del valore dei beni immobili acquisiti e nella correlata facilità di estromissione del compratore insolvente, si è arresa di fronte all'inatteso calo dei prezzi delle abitazioni.

4.1. *Il «contagio» all'economia reale*

La crisi si è rapidamente estesa all'ambito reale. Ne è scaturito un sensibile deterioramento della dinamica del prodotto nelle principali economie, in via di estensione anche ai Paesi emergenti, capaci fino a poco tempo addietro di esercitare un ruolo trainante sull'economia mondiale. Ne danno testimonianza i dati relativi al quadro congiunturale, in sensibile e generalizzato peggioramento. Tale indicazione, di particolare rilevanza, riguarda anche gli Stati Uniti, la crescita dei quali pareva irrefrenabile e capace di superare anche gli eventi più drammatici quali la caduta delle torri gemelle: la caduta dei prezzi immobiliari si è infatti diffusa su tutto il territorio ed è avvenuta secondo ritmi particolarmente significativi. Solo negli ultimi mesi si sono registrati segnali di inversioni di tendenza, con lievi rialzi. Dalla fine della Seconda guerra mondiale non s'erano mai fatte rilevare flessioni di questi prezzi, sempre

in crescita o stabili (Deaglio, 2008). L'andamento di queste grandezze, che è leggibile nella figura 3, riguarda non soltanto le abitazioni, di norma più modeste, finanziate mediante mutui *subprime*, ma la generalità degli immobili, sostenuti da mutui *prime*, emessi a favore di soggetti finanziariamente solidi.

Tra valore dei prestiti e valore delle garanzie poste alla base degli stessi si è gradualmente manifestata una differenza negativa, registrata nei bilanci delle banche americane che, di conseguenza, hanno chiuso con perdite sempre più ingenti. Secondo Deaglio, il succedersi di questi risultati ha determinato il salto di qualità degli elementi scatenanti la crisi, con il passaggio da un sottoinsieme relativamente piccolo del mercato immobiliare, all'intero mercato mondiale. Si sono poste in tal modo le basi per uno scompenso del sistema finanziario internazionale e quindi per l'acutizzarsi della sfiducia tra i componenti dell'apparato bancario, con la conseguente estensione della crisi a livello planetario. Da questa diffusione ha preso consistenza la catena degli effetti destinati a ricadere sull'apparato produttivo di un numero sempre più ampio di paesi.

Le successive figure 4a e 4b, riferite rispettivamente agli anni 2007 e 2009, evidenziano in modo significativo il rallentamento della crescita.

Le zone a righe diagonali indicano una crescita del PIL reale positiva e rilevante; le zone a righe orizzontali o piene di colore scuro segnalano invece rispettivamente un aumento del prodotto moderato e una riduzione dello stesso.

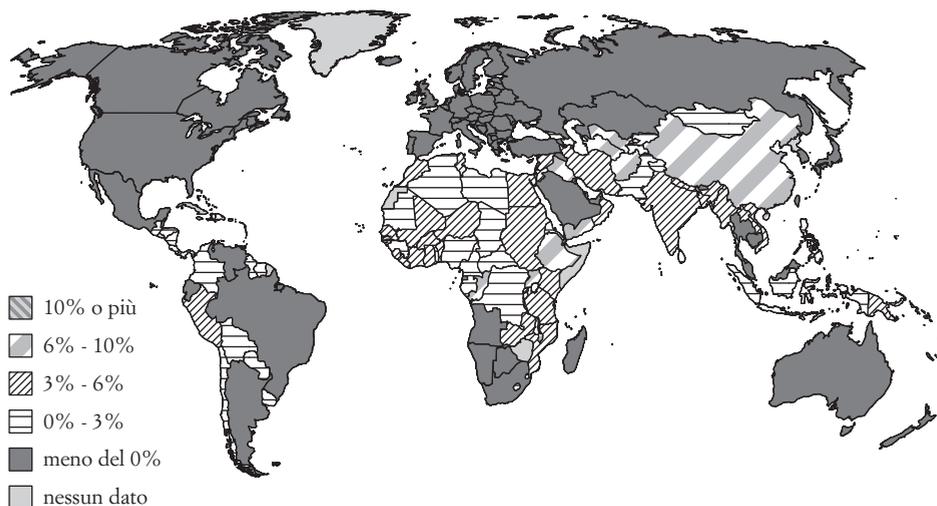
Tra il 2007 e il 2008 la variazione del PIL rispetto all'anno precedente è passata, per gli Stati Uniti, dal 2 all'1,1 per cento (IMF, 2009). Per il 2009 la variazione viene assumendo il segno negativo fino a quantificarsi, nelle previsioni più recenti, nel -2,8 per cento. Anche per la maggioranza delle altre grandi economie mondiali il calo del prodotto si è verificato a partire dalla seconda metà del 2008, intensificandosi poi lungo l'arco del 2009. Il Giappone è passato da una crescita di segno positivo fra il 2006 e il 2007 ad un lieve calo fra il 2007 e il 2008 per poi passare ad un netto declino fra il 2008 e il 2009 (2,4; -0,6; -6,2); una simile tendenza si è registrata per il Regno Unito (3,0; 0,7; -4,1) e, per l'Area dell'euro (2,6; 1,0; -0,6, nonché per quelle economie come Brasile (-1,3), Cina (6,5), India (4,5) e Russia (-6), il cui sviluppo sembrava seguire un ritmo forte e inarrestabile: al momento attuale infatti, esse avvertono le conseguenze del deflusso di capitali esteri derivante dalla probabile liquidazione di investimenti azionari e obbligazionari da parte di banche e fondi di investimento internazionali. Segno non equivoco di involuzione è inoltre la stessa caduta del prezzo del petrolio causata dalla generale flessione della domanda, sebbene, da questa dinamica, potrebbe verificarsi un ridimensionamento degli squilibri nella bilancia dei pagamenti nel breve periodo.

In questo quadro l'Italia non fa eccezione pur avendo subito, in misura meno aspra rispetto ad altri paesi, i primi effetti degli squilibri finanziari già ricordati. Le analisi dei bollettino Banca d'Italia (luglio 2009) segnalano un

FIG. 4a. Crescita del prodotto fra il 2006 ed il 2007 (percentuale annua di variazione)



FIG. 4b. Crescita stimata del prodotto fra il 2008 e il 2009 (percentuale annua di variazione)



forte deterioramento dei consueti indicatori nel corso della parte finale del 2008 e del primo trimestre 2009, con una leggera ripresa a partire dal secondo trimestre 2009. La brusca caduta di fiducia delle imprese di fine 2008 e inizio 2009 si è arrestata a partire dall'aprile 2009: così l'accentuata flessione

degli investimenti si è ridotta negli ultimi mesi. Occorre peraltro sottolineare che la situazione di stallo degli ultimi mesi segue i forti ribassi dell'anno precedente: il valore delle variabili resta dunque basso. Le prospettive fortemente preoccupanti circa l'andamento dei livelli dell'occupazione lasciano inoltre intuire comportamenti di consumo contrastanti i possibili benefici attesi dal sensibile attenuarsi delle tendenze inflazionistiche.

A risentire di questi andamenti negativi è stata soprattutto la produzione industriale il cui indice, corretto per il numero delle giornate lavorative e per la stagionalità, ha registrato una caduta dell'attività pari complessivamente, dall'aprile 2008 al marzo 2009, al 25,3 per cento: si tratta di uno dei peggiori risultati dal secondo Dopoguerra (Banca d'Italia, 2009). I leggeri miglioramenti, su base mensile, dell'aprile e del luglio 2009 sembrano suggerire la possibilità di inversione di tendenza negli andamenti futuri.

La contrazione dell'attività nell'anno nero che si è snodato dall'aprile 2008 al marzo 2009 è avvenuta praticamente in tutti i settori, in specie in quelli dei beni intermedi e d'investimento; ad essi si aggiungono le variazioni fortemente negative del settore dell'auto, blandamente contrastate da una certa tenuta dei beni di consumo immediato.

5. I CANALI DI TRASMISSIONE DELLA CRISI ALL'ECONOMIA REALE

La propagazione della crisi dalla sfera finanziaria a quella reale è avvenuta mediante due canali, che, sebbene concettualmente distinti, presentano fra loro varie analogie. Si tratta del canale del credito delle famiglie da una parte e di quello delle banche dall'altra. La crisi finanziaria interviene infatti sul mercato dei capitali modificando l'offerta di credito e la destinazione delle risorse a disposizione, sia per quanto riguarda i capitali finanziari investiti direttamente dai risparmiatori, sia per quanto concerne quelli prestati dagli intermediari creditizi.

Il presente paragrafo analizza entrambi i canali di trasmissione che hanno determinato il contagio, sottolineando sia talune scelte politiche relative alla regolamentazione degli intermediari finanziari che lo hanno favorito (a possibile esempio, negli Stati Uniti, la sottrazione alla Banca Centrale della vigilanza su taluni intermediari finanziari), sia le reazioni poste in essere dagli Stati, in particolare da quelli che avevano accumulato *surplus* commerciali, per tentare di contrastarlo.

5.1. *Il canale del credito alle famiglie*

Le imprese, in particolare le più rischiose, soffrono di una maggiore carenza di capitali durante i periodi di crisi, alla quale contribuisce la riduzione dei flussi di risparmio dalle famiglie. Ne danno testimonianza le difficoltà, spesso riscontrate, di collocamento dei prestiti obbligazionari presso i risparmiatori, nonché l'alto prezzo, e talora addirittura l'indisponibilità, del capitale di rischio in occasione di aumenti di capitale.

L'atteggiamento prudente dei risparmiatori e la riduzione di finanziamento alle imprese si estende ben oltre quella razionale riduzione degli investimenti rischiosi, legata, anche in un ambito di informazione perfetta, alle minori prospettive di rendimento delle imprese (e dunque ai maggiori rischi) dovute alla riduzione di domanda.

Per illustrare le modalità di drenaggio del risparmio, si consideri un mercato in situazioni abituali, non di crisi. In esso, esistono una domanda e un'offerta complessiva di credito. Ciascun offerente di credito valuta le diverse opzioni di impiego, e sceglie quella che garantisce la migliore combinazione fra rischi e rendimenti. In quest'ambito, delle istituzioni finanziarie efficienti sono necessarie per orientare, in un quadro di mercato, il consumatore verso gli impieghi in grado di garantire i massimi rendimenti, compatibilmente con i livelli di rischio. In un mercato efficiente e funzionante, i massimi rendimenti sono ottenuti da quelle attività imprenditoriali che generano il maggiore valore e quindi il più elevato benessere: dunque, in un sistema fluido, gli impieghi dei risparmi sono allocati nelle attività che generano il maggiore valore aggiunto, compatibilmente con i rischi, garantendo così uno standard soddisfacente di crescita economica.

In una situazione di crisi finanziaria, acuita da fenomeni di informazione asimmetrica, si riduce l'informazione disponibile per le famiglie in merito sia alle attività nelle quali investire i propri risparmi finanziari, sia agli intermediari che potrebbero orientarne le scelte. Combinando tale tendenza con un calo di fiducia, legato alle aspettative negative il cui ruolo assume particolare importanza negli episodi di crisi, le famiglie riducono la platea di attività nelle quali sono disposte ad investire. Nell'incertezza, molti tenderanno a preferire investimenti finanziari relativamente sicuri, ma con un basso rendimento, oppure attività magari più rischiose, ma «vicine», cioè delle quali hanno diretta conoscenza. In tal modo, vanno a penalizzare invece quelle attività rischiose di cui non hanno conoscenza diretta (verso le quali possibilmente sarebbero stati guidati da un intermediario finanziario in un periodo non di crisi), che invece potrebbero garantire rendimenti elevati e contribuire in modo significativo alla crescita del Paese.

L'incertezza tipica di un'epoca di crisi determina un'inefficiente riduzione dei rischi insiti nell'investimento, andando così a favorire alcuni impieghi

scarsamente redditizi e non in grado di alimentare la crescita (ad esempio, la spesa pubblica, sul cui finanziamento si convogliano in periodi di crisi molti risparmi finanziari, riducendo gli interessi sul debito pubblico), a discapito di attività rischiose, spesso innovative, in grado di generare crescita.

5.2. *Il canale del credito bancario*

Per quanto riguarda invece le risorse finanziarie investite tramite banca, occorre sottolineare innanzitutto che la riduzione del credito accordato dagli istituti finanziari (così come di quello accordato dai risparmiatori) durante una recessione può trovare varie giustificazioni teoriche. È infatti verosimile che una recessione economica, riducendo i valori attesi dagli investimenti, determini anche una limitazione delle attività di credito in grado di apportare, in valore atteso, benefici alla banca. La scelta relativa alla quantità e alla tipologia di progetti finanziati da parte delle banche si basa su una variabile definita «valore ombra del capitale bancario» che misura la scarsità di capitale rispetto alle opportunità per le imprese di finanziare progetti con un VAN positivo. In altri termini, nell'ipotesi semplificatrice che il rischio insito in tutti i progetti finanziari sia il medesimo, il valore ombra del capitale bancario ci informa sul VAN marginale, cioè il valore attuale al di sopra del quale il progetto viene finanziato, e al di sotto del quale viene rifiutato. Un maggiore valore ombra del capitale bancario indica una maggiore scarsità relativa, e di conseguenza, una riduzione dell'accordo di credito e, in ultima analisi, degli investimenti fisici.

Il credito complessivo accordato durante la crisi, quindi, varia per due ragioni differenti. Da una parte, diminuisce il valore atteso medio dei progetti: pertanto, a parità di valore ombra del capitale, si riduce l'ammontare complessivo di credito erogato. Dall'altra, si può modificare lo stesso valore ombra del capitale: qualora questo aumenti (cioè, qualora si accresca il VAN minimo atteso richiesto dalle banche come condizione per l'erogazione del credito), si generano ricadute negative sulla crescita economica.

L'andamento del valore ombra del capitale bancario durante una crisi deriva dalla combinazione degli effetti delle scelte individuali, della congiuntura economica e delle politiche regolatorie. Quanto alle decisioni individuali, è possibile che le famiglie, in particolar modo durante un periodo di crisi, riducano le proprie detenzioni di valuta in conti correnti. Il capitale a disposizione della banca per la concessione di credito ne risulterà dunque limitato, e inevitabilmente aumenterà il valore ombra, andando a determinare una riduzione nell'erogazione del credito tanto evidente, quanto difficilmente evitabile mediante manovre regolatorie. Relativamente a tale aspetto, è possibile ricollegarsi al paragrafo 5.1.

A livello degli effetti della congiuntura economica, le perdite sui prestiti erogati e il ridotto reddito operativo tipici dei momenti di crisi tendono a limitare lo stock di capitale bancario, specialmente negli istituti caratterizzati da un'ampia leva finanziaria: ciò determina un aumento del valore ombra; allo stesso tempo, però, la crisi tende a ridurre le opportunità di investimento profittevole, così da generare una tendenza all'aumento del VAN marginale. Non è a priori chiaro quale dei due effetti possa prevalere.

Un secondo canale di influenza del valore ombra è costituito dalla politica regolatoria. Un obiettivo di una regolazione ben calibrata è quello di mantenere una certa stabilità nel valore ombra stesso, così da evitare di indurre, con la politica regolatoria, un ulteriore aumento della pro-ciclicità negli investimenti. Tuttavia, la recente regolazione del mercato dei capitali è stata influenzata dalla combinazione di due elementi che, secondo molti osservatori, hanno contribuito ad incrementare la pro-ciclicità del valore ombra del capitale bancario. Si tratta, da una parte, del passaggio alla regolazione di Basilea II, e, dall'altra, del passaggio ad una contabilità basata sul *mark to market*, cioè sulla valutazione delle poste attive non più al costo storico (corredato dalle eventuali opportune svalutazioni o rivalutazioni), ma sulla base del valore di mercato.

In particolare, il cosiddetto *mark to market*, ovvero il criterio della valutazione degli attivi sulla base del loro valore di mercato (*fair value*) e non invece, come avveniva in precedenza, sulla base del costo storico, genera, durante una crisi, una riduzione degli attivi delle banche. Dal punto di vista di un istituto di credito, si riducono, sulla base esclusivamente dei dati di bilancio, le garanzie che le imprese possono offrire. In un mondo non regolato, e nell'ipotesi che il prezzo di mercato degli attivi rifletta il loro intrinseco valore, la banca dovrebbe preferire il criterio del *mark to market*, che fornisce una corretta valutazione delle garanzie, basata su dati di mercato. Tuttavia, quando al *mark to market* si combina la regolazione bancaria (l'ultima delle quali è rappresentata da Basilea II) che vincola l'erogazione del credito alla rischiosità del debitore, e dunque alle garanzie da questi offerte, si può creare una situazione paradossale per cui le banche, durante una crisi, sono costrette a ridurre l'erogazione di credito al di là di quanto esse stesse desiderino. La riduzione del valore degli *asset* genera infatti un calo degli attivi, aumentando così la rischiosità del potenziale debitore: in esito a ciò, la banca può trovarsi nell'impossibilità, dovuta a ragioni regolatorie, di concedere il credito.

Qualora il bilancio fosse redatto con il criterio (probabilmente meno trasparente) del costo storico, le banche, pur dovendo comunque ricorrere alla valutazione basata sul valore di mercato per effettuare le proprie scelte, avrebbero un vincolo meno stringente nell'erogazione del credito durante i periodi di crisi, poiché il costo storico non è sensibile alle variazioni di congiuntura economica.

Chiaramente, la questione se davvero le banche siano vincolate dalla politica regolatoria nell'erogazione del credito è a questo punto di carattere empirico: il fatto che esista la teorica possibilità non implica che il vincolo regolatorio sia da porre alla radice del restringimento del credito. Sarà comunque interessante, quando la crisi si sarà esaurita e una mole di dati più abbondante sarà disponibile, verificare la plausibilità di questa ipotesi.

Tracciate, da un punto di vista teorico, le linee della propagazione della crisi all'economia reale, occorre poi domandarsi, nella situazione specifica, dove si annidino i capitali disponibili. Ribadendo l'ovvia frammentazione nella geografia della disponibilità dei capitali, è opportuno in questa sede riallacciarsi agli squilibri finanziari mondiali introdotti precedentemente, osservandoli dal punto di vista della gestione degli impieghi. Infatti, i *surplus* accumulati dai Paesi asiatici, e dagli esportatori di materie prime sono stati spesso scambiati in riserve valutarie in dollari. La gestione di parte di queste riserve valutarie non è stata però più affidata alle banche centrali, ma, come precedentemente sottolineato, a operatori pubblici che li hanno gestiti secondo criteri di mercato. Una grande massa di capitali è stata pertanto concentrata nelle mani di nuovi investitori istituzionali, il cui ruolo è diventato molto importante nell'attuale momento di crisi.

5.3. *I fondi sovrani*

Nel paragrafo precedente, si è ricordato come uno degli aspetti principali della crisi consista nell'allocazione di una quota eccessivamente alta dei risparmi finanziari in attività a basso rischio. Ciò complica il reperimento di risorse per le imprese rischiose, spesso innovative e in grado di trainare la crescita. Evidentemente, però, l'effettiva allocazione della liquidità dipende dagli attori che nello specifico di ciascuna crisi la detengono.

Al fine dunque di identificare con maggiore precisione i protagonisti di questa crisi e le istituzioni che si occupano di disegnare le politiche di investimento, è opportuno preliminarmente individuare quali categorie di investitori possiedano liquidità e siano in grado di generare movimenti apprezzabili nello scacchiere finanziario mondiale. Un'analisi del peso delle classi di investitori pone in evidenza il ruolo crescente dei fondi sovrani, la cui funzione è divenuta essenziale nell'attuale quadro tracciato, assai complesso, delle interrelazioni tra fenomenologia finanziaria e funzionamento reale del sistema economico.

I fondi sovrani (Sovereign Wealth Funds) traggono origine dalle riserve in valuta estera dei PVS, in particolare cinesi. Una parte di tali accumulazioni, come discusso nel paragrafo 2, è destinata a fronteggiare perdite di valore improvvise della propria valuta nazionale; un'altra è legata al disegno politico di favorire la competitività delle proprie esportazioni. Questo secondo gruppo è

stato, da un certo periodo in poi, gestito con un'ottica di massimizzazione dei rendimenti, mediante i su nominati fondi.

Secondo le stime più recenti, essi controllano fra i 2 e i 3 mila miliardi di dollari (Beck, Fidora 2008)⁷: dati ancora più significativi nel confronto con il passato, tali da mettere in evidenza un trend in fortissima crescita.

I fondi sovrani rappresentano in modo paradigmatico alcune delle conseguenze della crisi finanziaria in merito al ribaltamento della visione *mainstream* dell'evoluzione della finanza internazionale. Infatti, prima della crisi del 2007-2008 ai fondi sovrani la stampa specializzata imputava generalmente una scarsa trasparenza, uno scarso livello di efficienza stante la proprietà statale e la generazione di distorsioni del mercato data la rispondenza a logiche diverse rispetto alla massimizzazione del profitto; in seguito ai recenti mutamenti dello scenario finanziario, i fondi sovrani vengono sempre più frequentemente indicati quali esempi di finanza virtuosa, operata ricorrendo ad una leva finanziaria minima e nella quale le logiche di lungo periodo prevalgono su quelle di breve termine (Siniscalco, 2008).

Questa categoria di investitori ha giocato un ruolo importante nell'attutire parzialmente le conseguenze negative della crisi. Digni di nota sono senza dubbio, fra gli altri, gli interventi di ricapitalizzazione operati negli ultimi due anni a salvataggio di importanti istituti di credito, fra cui Morgan Stanley (ricapitalizzata dalla China Investment Company), e UBS, che hanno parzialmente attutito gli effetti della crisi.

I fondi sovrani, nonostante le perplessità destate dalle loro peculiarità, fra cui la proprietà statale (si rimanda, a questo proposito, alla discussione in Quadrio Curzio, Miceli 2009), secondo la maggior parte degli osservatori, hanno favorito l'emergere di un mercato finanziario fluido e funzionante. Innanzitutto, in un momento nel quale molte categorie di investitori sembravano puntare sulla speculazione di breve termine, i fondi sovrani hanno contribuito a dotare i mercati finanziari di una visione di lungo periodo, in relazione agli obiettivi di lungo termine posti dagli Stati che li finanziano a fondamento delle proprie decisioni di investimento.

In secondo luogo, l'elevato livello di informazione e di competenza dei fondi sovrani ha permesso loro di utilizzare i capitali in attività caratterizzate da un buon compromesso fra rischio e rendimento, così riducendo le inefficienze nell'allocazione dei capitali indotte dalla crisi: ove le riserve valutarie fossero state gestite direttamente dalle banche centrali, secondo criteri di prudenza, e quindi destinate principalmente al finanziamento del debito pubblico, avrebbero probabilmente amplificato la tendenza al basso rischio dei

⁷ Il dato può soltanto essere approssimato, a causa sia della scarsa trasparenza dei fondi sovrani, da cui deriva una limitata disponibilità di dati, sia delle divergenze in merito alla definizione del loro perimetro.

momenti di crisi (già individuata nei precedenti paragrafi), contribuendo così ulteriormente a peggiorare l'allocazione dei capitali, e, di conseguenza, a rafforzare la congiuntura negativa e limitare la crescita.

In conclusione, i flussi di investimento da parte dei fondi sovrani possono generare effetti benefici per un duplice ordine di ragioni. In primo luogo, in un periodo di crisi quale quello attuale, caratterizzato da scarsa disponibilità di liquidità, il capitale a disposizione dei fondi può contribuire ad attenuare gli effetti restrittivi del credito. In secondo luogo, in termini più generali, l'orizzonte di investimento di lungo periodo e la conseguente mancanza di interesse in attività speculative contribuiscono a renderli un evidente strumento di stabilizzazione nel mercato finanziario internazionale.

6. UN MODELLO INTERPRETATIVO

Occorre dedurre la necessità di uno schema di regolazione internazionale. Infatti, se un solo paese si muovesse, che cosa succederebbe?

Il modello semplificato di teoria dei giochi che verrà presentato in questo paragrafo illustra il profilo di incentivi ad intraprendere azioni di regolazione, sia da parte di ciascuno Stato individualmente, sia in modo coordinato dai diversi Paesi mediante un organismo sovranazionale. Si mostra come il coordinamento sia indispensabile al raggiungimento di un equilibrio nel quale emergano forme di regolamentazione. I singoli Paesi non sono infatti incentivati a intervenire: la regolamentazione riduce l'afflusso di capitali nel Paese, e il beneficio della sua adozione è sempre inferiore, nell'ambito del modello che verrà analizzato dettagliatamente nel seguito, ai suoi costi. Si ipotizzi che un Paese A disponga di ingenti risparmi, decidendo così di rinunciare al consumo presente in favore del consumo futuro: si tratta, per citare un esempio attuale, della situazione che sta attraversando la Cina. Le decisioni di consumo e risparmio possono essere attribuibili a scelte private, quali quelle illustrate nel paragrafo 3 per il caso cinese (che, lo ribadiamo, consistono nell'elevata mobilità del lavoro, nella mancanza di una protezione sociale accompagnata dalla disgregazione dei nuclei familiari e nel trend demografico di invecchiamento della popolazione); le decisioni di consumo e risparmio sono attribuibili, come in precedenza illustrato con particolare riferimento al caso cinese, alla combinazione fra scelte private (che, lo ribadiamo, consistono nell'elevata mobilità del lavoro, nella mancanza di una protezione sociale accompagnata dalla disgregazione dei nuclei familiari e nel trend demografico di invecchiamento della popolazione) e politiche pubbliche di difesa delle esportazioni.

Le circostanze indotte dal Paese A generano un aumento dell'offerta di credito che va a ridurre il tasso di interesse di mercato in assenza di interventi di *policy* (detto anche tasso di interesse di lungo periodo).

Di fronte alle risorse risparmiate che il Paese A è disponibile a cedere sui mercati internazionali, e alla conseguente tendenziale riduzione del tasso di interesse, gli altri Paesi possono optare per due possibili reazioni: «assecondare» la situazione economica positiva, mantenendo il tasso di interesse in prossimità del livello di equilibrio di mercato, senza effettuare interventi di politica monetaria; oppure «contrastare» la situazione, utilizzando gli strumenti di politica monetaria a disposizione per aumentare il tasso di interesse di breve periodo. L'operazione di contrasto determina un aumento del tasso di interesse al di sopra del livello di mercato.

Si ipotizzino due Paesi che devono decidere la modalità di reazione all'aumento di offerta di fondi da parte del Paese A: si tratta del Paese B, e del Paese C. La scelta di «assecondare» incrementa la probabilità di scoppio di una crisi finanziaria: infatti, l'ampio ricorso ai prestiti, favorito dai tassi molto bassi, tende a supportare una struttura di squilibrio che può sfociare nella crisi mediante i canali precedentemente illustrati.

In particolare, lo sviluppo del gioco prevede che sia sufficiente che uno dei due Paesi B o C decida di «assecondare» per originare una crisi finanziaria. Dunque, la crisi non può essere circoscritta: il mantenimento di tassi bassi anche in uno solo dei due Stati è sufficiente a scatenare un contagio che la espande anche all'altra area. Tale ipotesi è giustificabile pensando all'ormai elevata integrazione fra gli Stati, frutto della globalizzazione sia reale che finanziaria: qualora l'ampio ricorso ai prestiti, favorito da tassi di interesse molto bassi, favorisca lo scoppio di una crisi nello Stato che ha asseccato – supponiamo B –, si genererà una svalutazione degli attivi di B. Ma anche le imprese di C che avevano investito in B subiranno perdite, che ne ridurranno gli attivi e di conseguenza le prospettive di finanziamento. Da qui, la crisi, mediante il precedentemente illustrato canale del credito alle imprese, se va ad investire anche C. Di fatto, una politica asseccante in un Paese genera un'esternalità negativa nel Paese che, al contrario, contrasta la tendenza del mercato verso tassi di interesse bassi.

Passando all'analisi dei *payoff* per i Paesi in funzione del tipo di politica monetaria adottata, occorre sottolineare che «assecondare» (che, ribadiamo, equivale a non intervenire consentendo l'allineamento del tasso di interesse al suo livello di equilibrio) offre indubbiamente vantaggi nel breve periodo. Infatti, consente alle famiglie e alle imprese di pagare poco il servizio di credito, sfruttando così al meglio le risorse messe a disposizione dal Paese A. Il Paese che invece alza il tasso di interesse non sfrutta le opzioni del Paese A. Nel breve periodo, quindi, il profitto per un Paese che «asseccando» è dato da Π^1 , mentre per il Paese che «contrastando» è dato da π^1 , con $\Pi^1 > \pi^1$. Inoltre, nel breve periodo il profitto per il Paese che «asseccando» è maggiore se l'altro Paese «contrastando»: in questa configurazione, le risorse del Paese A si orienteranno in modo massiccio verso il Paese che «asseccando». Se il Paese è il solo che «asseccando», il suo *payoff* si denota Π^{1*} , con $\Pi^{1*} > \Pi^1 > \pi^1$.

TAB. 2. *Matrice dei payoff*

Paese B \ Paese C	Assecondare	Contrastare
Assecondare	$(\Pi_B^1 + \pi_B^2; \Pi_C^1 + \pi_C^2)$	$(\Pi_B^{1*} + \pi_B^2; \pi_C^1 + \pi_C^2)$
Contrastare	$(\pi_B^1 + \pi_B^2; \Pi_C^{1*} + \pi_C^2)$	$(\pi_B^1 + \Pi_B^2; \pi_C^1 + \Pi_C^2)$

Nel lungo periodo, invece, la presenza di tassi di interesse particolarmente bassi aumenta la probabilità di crisi in un Paese, e, di conseguenza, mediante il precedentemente illustrato meccanismo di contagio, nell'intera economia. Nel caso che almeno uno dei Paesi abbia «contrastato», il profitto nel lungo termine (qui denotato come periodo 2) è dato da Π^2 , mentre se almeno uno dei due Paesi ha «assecondato», il profitto è dato da π^2 , dove $\Pi^2 > \pi^2$ proprio perché nel caso uno dei Paesi assecondi, si manifesta la crisi.

La matrice (evidentemente stilizzata) dei *payoff* per i Paesi B e C (il Paese è indicato dal pedice) è quindi quella della tabella 2.

Iniziamo con il supporre che la strategia che massimizza il benessere aggregato dei due Paesi B e C consista nel contrasto all'aumento dell'offerta di credito con una politica monetaria restrittiva. Tale strategia evita il manifestarsi della crisi nel secondo periodo, a condizione, tuttavia, che rappresenti una strategia condivisa da entrambi i Paesi. Qualora questa fosse la strategia di equilibrio, il beneficio per entrambi i Paesi (B e C) è rappresentato da $\pi^1 + \Pi^2$.

Affinché la strategia globalmente ottimale possa rappresentare una soluzione di equilibrio, occorre tuttavia che $\pi^1 + \Pi^2 > \Pi^{1*} + \pi^2$. La precedente disuguaglianza non è verificata quando il Paese che asseconda ottiene un beneficio di breve periodo molto significativo dal mantenimento del tasso di interesse vicino ai livelli di mercato, orientando verso di sé le risorse del Paese A. Nelle circostanze in cui tale disuguaglianza non è verificata, si determina una situazione analoga a quella del tradizionale dilemma del prigioniero: i Paesi non sono in grado di coordinare le proprie strategie sulla soluzione del gioco che massimizza il benessere complessivo di entrambi i giocatori. Si noti che la mancanza di coordinamento e il conseguente risultato inefficiente diventano più probabili al crescere del numero di giocatori, ovvero al crescere del numero di Paesi che possono ricevere le risorse del Paese A. In questo caso, il guadagno di un Paese dall'essere il solo ad assecondare diventa molto rilevante, in quanto verso tale Paese si convoglia gran parte delle risorse del Paese prestatore, contribuendo così ad un'ulteriore riduzione del tasso di interesse. Dunque, può essere molto complesso riuscire a sostenere l'equilibrio efficiente nel quale nessun Paese asseconda l'elevato tasso di interesse, con l'effetto di evitare il successivo manifestarsi della crisi.

Il coordinamento della politica monetaria consentirebbe dunque di evitare l'insorgere di questi problemi. Infatti, la centralizzazione delle decisioni eviterebbe il manifestarsi dell'esternalità, legata al contagio e alla diffusione della crisi, consentendo così di raggiungere un risultato ottimale.

Le ipotesi relative ai *payoff* e la loro conseguente analisi fin qui svolta supponeva che l'efficienza implicasse il contrasto alla riduzione dei tassi: il risultato ottimale richiedeva dunque di evitare la crisi, a costo anche di non sfruttare le opportunità di sfruttamento della condizione vantaggiosa dei bassi tassi di interesse.

Naturalmente, quando al contrario lo sfruttamento dell'opportunità derivante dal basso prezzo del credito genera benefici tali da superare anche i costi della successiva crisi (se, cioè $\Pi^1 + \pi^2 > \pi^1 + \Pi^2$), la strategia efficiente che massimizza il *payoff* complessivo prevede che entrambi i Paesi assecondino, e nel periodo successivo affrontino i costi della crisi. In questo scenario, l'equilibrio è efficiente anche in assenza di coordinamento fra le autorità monetarie. Nel caso di coordinamento, infatti, si replicherebbe esattamente il risultato che emerge nella sua assenza.

7. CONCLUSIONI: UNA NUOVA POLITICA INDUSTRIALE A CONTRASTO DEGLI SQUILIBRI

Il lavoro ha analizzato l'evoluzione del ruolo dello Stato negli anni recenti, legata da una parte alle complesse dinamiche indotte dai fenomeni di globalizzazione, dall'altra, specialmente negli ultimi due anni, all'esigenza politica di fornire risposte alla crisi.

7.1. *Gli Stati nella globalizzazione*

La globalizzazione ha riproposto l'esigenza di ridisegnare il ruolo dello Stato nell'economia. Ricorrendo ad una semplificazione, si potrebbero distinguere, a livello di tipologia di interventi pubblici, i Paesi emergenti e i Paesi avanzati. Mentre nei primi l'azione dello Stato è sembrata guidata dalla volontà di garantire lo sviluppo, intervenendo sulla politica monetaria, e di gestire le ingenti risorse accumulate grazie ai persistenti surplus commerciali, mediante i fondi sovrani, nel mondo occidentale sono emersi nuovi interrogativi.

Il ruolo statale dei Paesi emergenti si è articolato in due modalità di azione e di presenza distinte. Da una parte, i governi, mediante una serie di azioni di politica monetaria finalizzata a favorire le esportazioni, hanno contribuito ad originare quegli squilibri internazionali nei quali molti hanno individua-

to una delle cause dello scoppio della successiva crisi finanziaria. Dall'altra, essi hanno gestito direttamente le riserve estere accumulate, in questo però mantenendo un approccio tendenzialmente di mercato, che persegue la finalità di massimizzare i rendimenti dell'investimento.

I Paesi avanzati hanno reagito ai significativi cambiamenti del mondo, mostrando alcune tendenze da cui può scaturire una serie di riflessioni.

In primo luogo, si è confermata, nelle crescenti interazioni reali e finanziarie fra le varie aree geografiche, la difficoltà nella gestione di politiche in grado di guidare lo sviluppo.

In secondo, entrando maggiormente nello specifico, la crisi ha sollevato un interessante dilemma di politica economica. È infatti evidente che il progresso della finanza abbia contribuito in modo significativo alla crescita mondiale: gli stessi bassi tassi di interesse, derivanti dalle concause in precedenza esaminate, hanno rappresentato per gli investitori (fra cui un ruolo importante è stato giocato dalle famiglie, che hanno approfittato della congiuntura per massicci acquisti di abitazioni) un'opportunità particolarmente importante, e soltanto a crisi conclusa si potrà tentare di stabilire se le inefficienze indotte dalla crisi abbiano superato, per i Paesi occidentali, i benefici, in termini di crescita, riferiti ai precedenti periodi. È infatti lecito, fra le possibili interpretazioni dei recenti fenomeni, inserire quella secondo cui il basso tasso di interesse ha trasferito risorse da Paesi asiatici, che hanno subito un aumento di inflazione riducendo la crescita dei propri consumi, a favore dei Paesi occidentali, in particolare gli Stati Uniti, che hanno approfittato di situazioni di credito particolarmente favorevoli. Su questo tema, occorre che le istituzioni economiche e finanziarie, insieme ai decisori politici, individuino un soddisfacente punto di equilibrio nel *tradeoff* fra crescita e stabilità, due variabili in certa misura alternative.

Anche tralasciando la questione relativa all'opportunità o meno di adottare decisioni per opporsi alle condizioni che avrebbero poi generato la successiva crisi, resta il fatto che, nella struttura internazionale di decisioni attuale, non sarebbe comunque stato possibile intervenire, proprio per la mancanza di coordinamento fra le varie istituzioni di cui si è già trattato nel precedente paragrafo 6. A questo scopo, come precedentemente sottolineato, può risultare necessario un coordinamento fra le istituzioni che si occupano della gestione della politica monetaria.

I recenti fenomeni richiedono anche un nuovo ruolo del settore pubblico in risposta alle attività poste in essere dai fondi sovrani. Infatti, le dimensioni e la ramificazione di tali fondi, unite alla loro specifica caratterizzazione quali imprese a proprietà statale, ha destato una serie di preoccupazioni nei Paesi occidentali. La principale perplessità consisteva nel timore che essi fossero in grado di generare movimenti coordinati, e dunque significativi, nei mercati, tanto più indesiderabili in quanto potenzialmente mossi da strategie

politiche dei singoli Paesi che poco o nulla avevano a che vedere con le strategie di mercato; si temeva inoltre che non fossero mossi da logiche di massimizzazione dei rendimenti, compatibilmente con il proprio profilo di rischio, quanto da finalità di politica estera, o di politica industriale. In particolare, si prospettava l'idea che i fondi potessero utilizzare la leva economica sui Paesi occidentali per esercitare su di essi anche una leva politica. Per quanto l'esperienza finora acquisita sembri supportare l'ipotesi che tali timori fossero scarsamente fondati, e sebbene si sia mostrato che ostacolare l'attività dei fondi non gioverebbe alle economie degli Stati occidentali, è bene che i governi si attrezzino per prevenire (ed eventualmente fronteggiare) atteggiamenti ritenuti abusivi da parte di tale categoria di investitori.

A tal fine, non sembra possibile utilizzare le politiche tradizionali di reazione ai fallimenti del mercato: la presenza pubblica può rendere infatti consigliabile la predisposizione di interventi al livello delle alte diplomazie economiche (Siniscalco, 2008), modificando, anche a livello teorico, la natura delle reazioni di fronte a interventi di abuso delle posizioni dominanti.

Per concludere, la globalizzazione nelle interazioni reali, nonché nelle speculari interazioni finanziarie, richiede una politica regolatoria attenta, ma soprattutto coordinata fra i diversi Paesi: la recente crisi ha infatti evidenziato come il generarsi di squilibri globali conduca a situazioni di crisi anche quei paesi che hanno contribuito alla generazione degli stessi. Si tratta di una sorta di problema di *free riding*, risolvibile soltanto da un buon coordinamento delle risposte di *policy* a livello internazionale. Tale assunto vale anche per le politiche relative ai fondi sovrani: se si devono porre dei vincoli alla loro azione (sotto forma di regolazione imposta, o alternativamente sotto forma di codici di condotta), è auspicabile che tali vincoli siano internazionali; in caso contrario, quei Paesi con norme più stringenti potrebbero usufruire in misura minore del capitale messo a disposizione dei fondi sovrani, con la conseguenza di ridurre le opportunità di finanziamento per le imprese operanti sul proprio territorio (e, di conseguenza, forse la rilocalizzazione delle imprese mobili in altre aree), senza con questo ridurre la probabilità di esposizione alla crisi (che potrebbe originarsi nei Paesi caratterizzati da minori regole, e diffondersi). In altri termini, si sopporterebbero i costi della crisi, senza goderne dei benefici.

7.2. *Gli Stati di fronte alla crisi*

La crisi recente, dei cui meccanismi si è discusso nel lavoro, ha richiamato la tesi del fallimento del mercato: da più parti si insiste nel rimarcare l'opportunità di una rinnovata ed incisiva presenza pubblica nell'economia. La storia economica ha peraltro messo in evidenza come i periodi di crisi possano offrire l'occasione per innovazioni di natura politica in grado di segnare una

traccia utile a superare il riproporsi di meccanismi potenzialmente distortivi. È noto come l'economia keynesiana e il *deficit spending* siano decisamente emersi e progrediti quale reazione allo stallo della crisi del 1929 fino a formare il sistema teorico di grande rilievo al quale tuttora si fa riferimento.

L'aspettativa di una riproposta della presenza pubblica a seconda delle circostanze e dell'alternarsi delle ideologie, assume caratteri diversi. Può essere percepita come l'occasione per interventi profondi tesi a rivedere l'organizzazione infrastrutturale di un'economia e, con questa, la tipologia del potere destinato a guidarne la gestione. Si tratta di scelte particolarmente incisive potenzialmente orientate ad un'attenuazione di un funzionamento secondo i canoni di un mercato improntato al liberismo. Al limite, può prospettarsi un processo di concentrazione delle decisioni a livello maggiormente centralizzato, nell'intento di rendere particolarmente fluida ed efficace l'adozione delle necessarie decisioni in coerenza con le finalità da raggiungere. Queste possono identificare iniziative tese a dotare l'apparato produttivo di infrastrutture pesanti quali vie di comunicazione, sistemi di trasporto, reti di telecomunicazione, impianti di generazione di energia e di rigassificazione. Gli interventi assumono l'obiettivo di modificare le potenzialità produttive nell'ottica di conseguire almeno una duplicità di finalità: rendere il sistema adatto a vivere una nuova, futura e migliore fase di ripresa; dare inizio comunque ad una forma di spesa pubblica orientata al lungo termine, capace di generare, comunque già nel breve, forme di occupazione dalle quali attendersi una crescita della massa salariale e, con questa, la rianimazione della domanda. Effetto non secondario di politiche di questo tipo può essere la modifica dell'assetto produttivo tramite la crescita della dimensione media d'impresa stanti le esigenze, quali si vengono a determinare, di disporre di ampie risorse finanziarie, di tecnologie avanzate, di ampi mercati di sbocco.

Interventi pubblici di questa natura possono riuscire a produrre gli effetti attesi riavviando dinamiche positive. Queste però potranno durare e consolidarsi solo a condizione che il sistema nel quale si manifestano risolva i problemi di fondo, affrontabili con politiche strutturali. In realtà, nei momenti critici, la presenza pubblica nell'economia dovrebbe riuscire a equilibrare l'immediatezza di manovre di breve periodo con l'impostazione programmatica di scelte più incisive, tali tuttavia da non stravolgere la scelta di fondo di un'economia fondata sul funzionamento dei mercati.

La difficoltà di riuscire a conciliare le due impostazioni, stanti gli inevitabili conflitti nascenti dal confronto di valori e ideologie diverse, conduce alla scelta di non sovvertire l'organizzazione strutturale dei sistemi, ma di intraprendere l'arduo percorso di regolarne le dinamiche al fine di evitare il futuro manifestarsi delle cause che hanno generato la crisi.

Il momento attuale sembra aver sposato tale linea d'azione tramite l'istituzione di diverse autorità preposte al compito e la fissazione di regole atte a

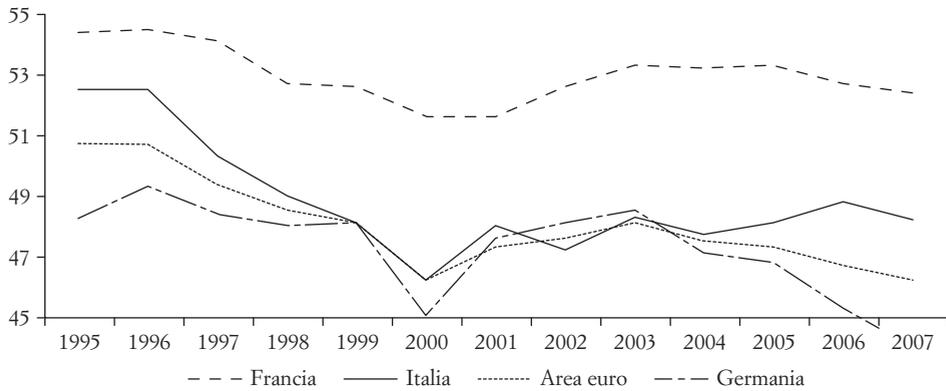
fissare i limiti nei quali i soggetti possono muoversi e a consentire il controllo delle ricadute delle loro scelte.

Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2009), *Bollettino Economico*, 57, luglio.
- Beck R., Fidora M. (2008), *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, in «Bank of International Settlements Occasional Paper», 91.
- Bini Smaghi L. (2007), *Global Imbalances and Monetary Policy*, in «Journal of Policy Modeling», 29, 5, pp. 711-727.
- Butt S., Shivdasani A., Stendevad C., Wyman A. (2008), *Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force in Corporate Finance*, in «Journal of Applied Corporate Finance», 20, 1, pp. 73-83.
- Deaglio M. (2008), *La crisi finanziaria e i mutui subprime*, in «Newsletter Quadrante Futuro», Centro Einaudi, Torino, 4 ottobre.
- Frame W.S., White L. (2005), *Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire?*, in «Journal of Economic Perspectives», 19, 2, pp. 159-184.
- Goldman Sach (2008), *Setting the Stage: US Economic Outlook*, New York.
- IMF - International Monetary Fund (2008), *World Economic Outlook 2008*, aprile.
- Jiangli W., Pritsker M. (2008), *The Impacts of Securitization on US Bank Holding*, mimeo.
- Quadrio Curzio A., Miceli V. (2009), *I fondi sovrani*, Bologna, Il Mulino.
- Rajan R. (2006), *Is There a Global Shortage of Fixed Assets?*, intervento al *Remarks at the G30 meeting*, New York, 1° dicembre.
- Siniscalco D. (2008), *Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani*, in «Mercato, Concorrenza e Regole», 1, pp. 75-86.

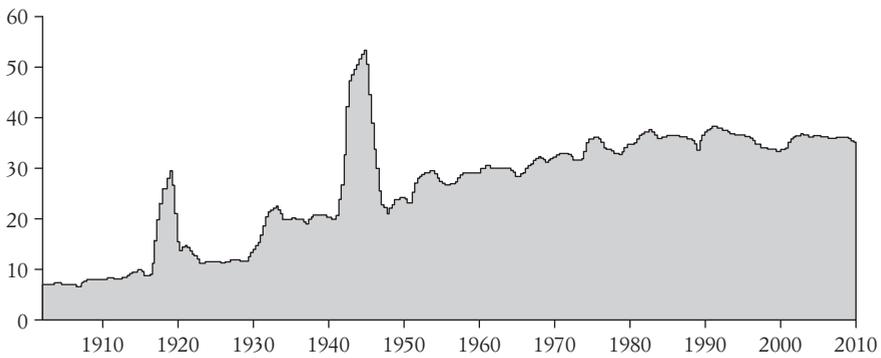
APPENDICE

FIG. 5. *Rapporto spesa pubblica/prodotto interno lordo nelle principali economie dell'Area euro (in percentuale)*



Fonte: elaborazioni degli autori.

FIG. 6. *Rapporto spesa/PIL nell'economia americana dal 1902 in poi (proiezioni a partire dal 2008)*



Fonte: sito www.usgovernmentsspending.com.

