

CRISI FINANZIARIA 2008: QUALE PORTATA E QUALI PROSPETTIVE

di Pierluigi e Fabio Novello

Il termine crisi è normalmente collegato ad un andamento negativo del PIL cioè del Prodotto Interno Lordo.

Molti, giustamente, mettono in guardia dall'usare il PIL come unico indicatore di fenomeni complessi come lo sviluppo, la stagnazione e la recessione.

Ci sarebbero altri dati significativi utilizzabili in proposito come la domanda e l'offerta di beni, l'occupazione, il risparmio, il tenore di vita.

Con tutte le riserve del caso, noi tuttavia utilizzeremo per comodità questo sintetico indicatore che nel tempo è risultato comunque sufficientemente rappresentativo.

La crisi di cui tanto si parla da alcuni mesi, ed i cui effetti si comincia già a risentire in termini concreti presenta le seguenti principali caratteristiche:

- è mondiale e profonda
- non è di breve durata.

a) **La crisi è mondiale e profonda** perché il peggioramento del PIL sta colpendo pesantemente tutte le aree geografiche:

Variazione PIL reale 04-07 e previsione al 2010

	'04-'07 (1)	'08 (2)	'09 (2)	'10 (3)
USA	+ 2,8	+ 1,1	- 3,4	+1,6
EU	+ 2,2	+ 1,0	- 2,5	+0,2
Cina	+10,8	+ 8,5	+5,0	+6,3
Mondo	+ 4,6	+ 2,9	- 0,5(●)	+2,4
ITALIA	+ 1,5	- 0,5	- 2,4	- 0,1

(1) Mc Kinsey (2) Roubini Global Economics (3) FMI

(●) Mai accaduto dal 1945

- b) **La crisi non è di breve durata** perché è strutturale e non congiunturale. Gli eccessi dell'economia finanziaria hanno fortemente distorto l'economia reale (produzione, consumi, occupazione) ed hanno avuto come epicentro inequivocabile gli SU:
- per anni gli SU hanno perseguito uno sviluppo basato non sul reddito ma sul debito (dell'Amministrazione Pubblica, della nazione e soprattutto delle famiglie);
 - hanno sostituito la crescita del reddito delle classi medio basse dei cittadini con la crescita abnorme della loro possibilità di indebitamento (mutui, carte di credito, credito di consumo, anticipi azionari etc);
 - questi debiti sono stati "impacchettati", trasformati in prodotti finanziari valutati attraverso generose certificazioni delle società di auditing e convalide delle società di rating, e quindi distribuiti a banche, assicurazioni, fondi pensioni e risparmiatori non solo americani ma di tutto il mondo;
 - esaurita la possibilità di aumentare ulteriormente detto debito, essendo anche venuta meno la capacità di rimborso di quello in essere, è crollata la domanda che su quel debito reggeva;
 - da qui, insieme alla crisi finanziaria, la crisi dei consumi, della produzione, della occupazione etc.

A ciò si è aggiunta la crescita esponenziale dei cosiddetti "derivati" che, introdotti sul mercato per coprire aree relative a fluttuazioni di prezzi (tassi di interesse, cambi valutari, *commodity* etc.) sono divenuti sempre più strumenti speculativi, spesso collocati presso soggetti ignari ma raggiungendo dimensioni impensabili visto che si calcola un rischio potenziale in essere di 12,5 volte il PIL mondiale.

Una particolare tipologia di derivati, che ha assunto enormi dimensioni negli ultimi anni, comportando peraltro grandi rischi viste le vicende più recenti, è quella dei *credit default swap* creati per garantire i sottoscrittori dall'insolvenza degli emittenti obbligazionari.

Il problema, che oggi si manifesta in tutta la sua gravità a livello di sistema, è che i rischi *subprime* e derivati hanno in larga misura controparti patrimonialmente non rispondenti con rapporto mezzi propri/rischi spesso tendente allo zero.

Si fa risalire all'86 la nascita del "mostro", diventato il *crack* della finanza globale, quando Sosni, giovane leone dei junk bond, e il mago dei computer Rackson, indussero Greenberg presidente di AIG (ora salvata dall'intervento pubblico) a vendere prodotti finanziari di loro invenzione (derivati e altro), destinati col tempo ad assumere dimensioni e sofisticazioni sempre più incontrollabili.

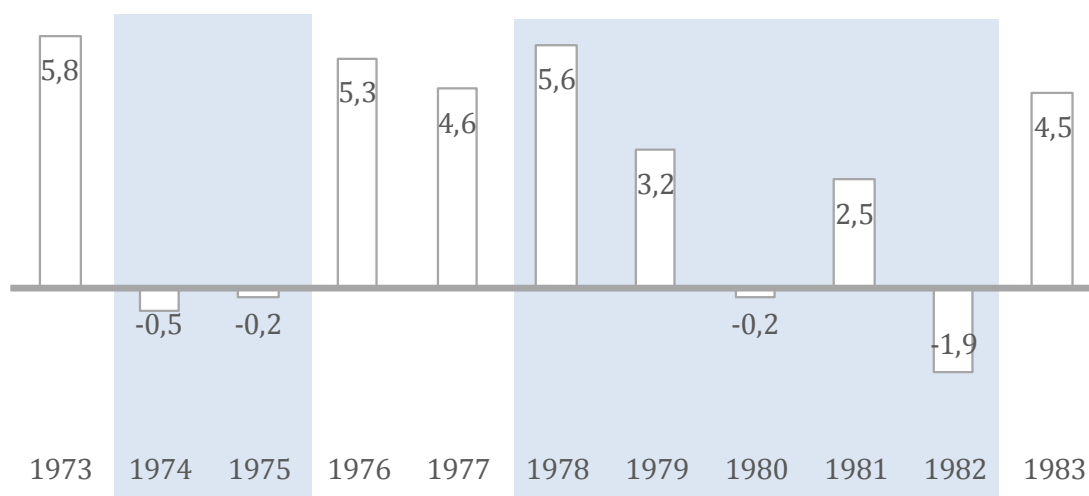
L'espressione più emblematica della crisi finanziaria americana è però il caso Madoff dove si sono concentrate le massime perversioni della creatività, del controllo e del *rating*. Alcuni autorevoli studiosi di politica economica hanno messo al centro della attuale crisi finanziaria la responsabilità dei politici per eccesso di liberalizzazione del mercato senza adeguati controlli, ma riteniamo che rilevante responsabilità vada pure attribuita agli organi preposti comunque a vigilare e valutare (dalla SEC alla FED, dalle società di revisione a quelle di *rating*), come agli stessi soggetti che hanno emesso e distribuito i prodotti all'origine della crisi senza escludere gli investitori istituzionali che li hanno assunti nei loro portafogli. Il tutto esaltato da un sistema premiante, in un'ottica di profitto immediato, dei manager che hanno gestito prodotti e organismi di intermediazione.

Quali raffronti utili con il passato?

La crisi che presenta più analogie con il passato per durata e profondità è quella del 1929 essendo state le altre due più significative del secondo dopoguerra (1974 e 1982) meno pesanti e prolungate.

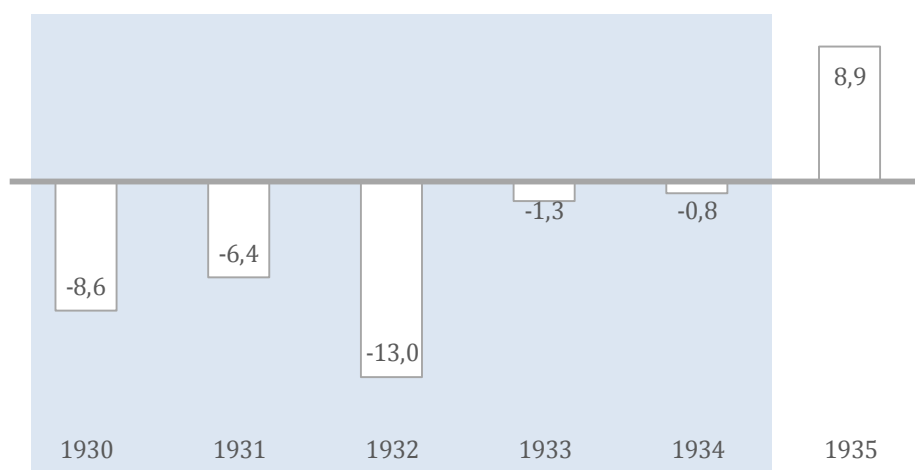
Il riferimento è poi essenzialmente portato alla crisi americana che nell'avvio e nella soluzione è sempre stata determinante per il resto del mondo.

Variatione annua del PIL reale degli USA 1973 - 1983 (4)



La crisi americana del '29, detta anche la "Grande Depressione" o "Grande Crisi" per la sua consistenza ed il suo prolungato protrarsi dopo un'importante fase espansiva, proveniva da una forte contrazione della domanda, e conseguentemente della produzione, con effetti pesantissimi sulla Borsa i cui valori erano stati peraltro in precedenza gonfiati da attese di una crescita senza fine, sempre più lontana dalla realtà economica delle imprese e del Paese.

Variatione annua del PIL reale degli USA 1930 - 1935 (4)



(4) Real GDP, Global Insight, Bureau of Economic Analysis

La rappresentazione di detta crisi può essere formulata ricorrendo ad alcuni dati fondamentali riferiti al periodo 1929 - 1932: scendeva del 24,5% il PIL, del 50% il prezzo delle materie prime, del 47% la produzione industriale, del 75% la Borsa, caratterizzata da azionariato diffuso, mentre la disoccupazione saliva a 12 milioni di unità pari a $\frac{1}{4}$ della forza lavoro.

La crisi, che poteva limitarsi ad un eccesso congiunturale negativo, fu allora pesantemente aggravata dalle determinazioni dell'**Amministrazione H. C. Hoover** che assunse una serie di decisioni sbagliate che possono essere riassunte nei seguenti cinque punti.

- 1) **La Federal Reserve tolse liquidità alle banche:** poiché vedeva che le banche avevano smesso di erogare prestiti, pensò che queste non avessero più bisogno di liquidità.
- 2) **Al tempo stesso fu varata una legge fortemente protezionista:** l'effetto fu di ridurre ancor più le esportazioni rispetto alle importazioni.
- 3) **Furono pure varate misure restrittive e punitive sul funzionamento della Borsa:** col giusto fine di risanarla limitò però una sua ripresa fisiologica che era necessaria.
- 4) **Bloccò i salari in una fase decisamente deflattiva:** mettendo in seria difficoltà le imprese molte delle quali furono così destinate al fallimento.
- 5) **Fu bloccato il déficit pubblico:** aumentando per le imprese e i cittadini le imposte; portando ad un'ulteriore riduzione della domanda e della produzione.

Il superamento della Grande Crisi si ebbe a partire dal 1933 con l'**Amministrazione F. D. Roosevelt** che, grazie ad un piano di intervento statale noto come *New Deal*, promosse una serie di incisive iniziative che possono essere riassunte in un ingente programma di opere pubbliche e nell'avvio di provvidenze sociali allora pressoché inesistenti.

Ma il totale recupero del PIL, che in termini reali aveva perso tra il '30 e il '34 oltre il 30% doveva aversi solo dopo un decennio dall'inizio della crisi.

Mentre la crisi americana si riverberava in tutto il mondo, dove nello stesso periodo, la produzione industriale scendeva di oltre il 50% ed i disoccupati aumentavano a 30 milioni, in Europa, dove la ripresa economica del primo dopo guerra mondiale era stata in larga parte sostenuta da prestiti americani, la produzione industriale calava quasi nella stessa misura: i paesi colpiti Gran Bretagna (che svalutava la sterlina del 30%), Germania e Polonia.

In Italia, la cui riduzione, della peraltro contenuta produzione industriale si limitava al 30%, la risposta alla crisi avvenne attraverso il rafforzamento dello stato sociale, già avviato da alcuni anni, l'adozione di misure protezionistiche che sarebbero però poi state pagate in termini di competitività, la nazionalizzazione attraverso l'IRI e l'EFIM delle grandi industrie reduci dalla riconversione post-bellica e delle banche che le avevano finanziate nonché con la separazione del credito commerciale dal credito d'investimento.

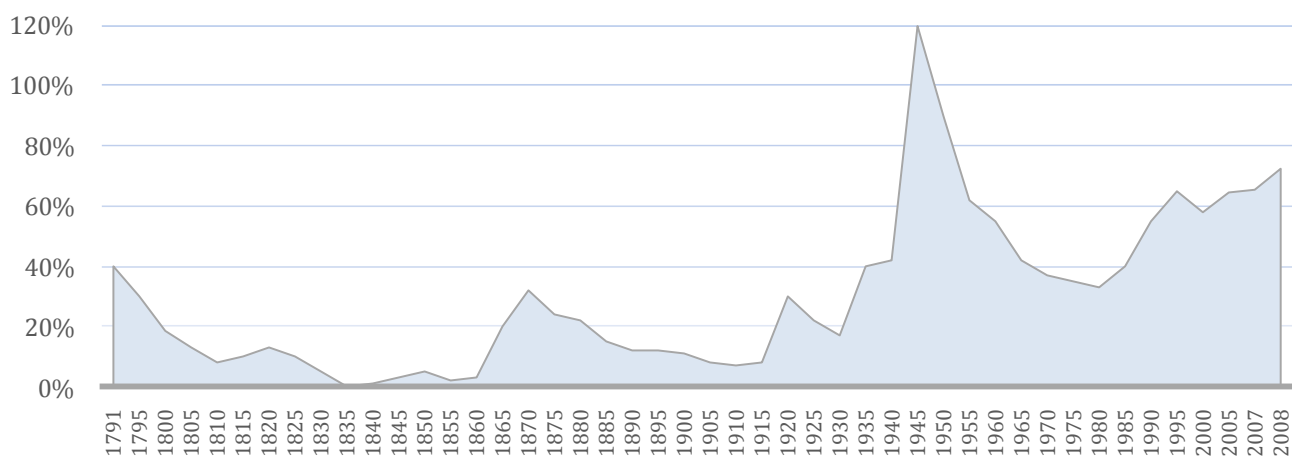
Ed al presente Governi ed Autorità monetarie cosa stanno facendo?

Le misure adottate, o in corso di determinazione negli S.U., riguardano pesanti iniezioni di liquidità sul mercato pure attraverso i salvataggi bancari e assicurativi, taglio delle tasse, azzeramento dei tassi ufficiali, sostegno alle famiglie in difficoltà anche per il rimborso dei mutui, tutti interventi a tempo permanendo l'obiettivo di ritornare al più presto al mercato come sta anche a dimostrare il recentissimo intervento sui cosiddetti "titoli tossici". Significativa è pure l'iniziativa di restituire ruolo ai sindacati americani per rilanciare redditi e stabilità di occupazione per la classe media.

Sono state salvate Fannie Mae e Freddie Mac, AIG e Merrill Lynch ma sono state lasciate fallire Lehman Brothers, rilevata in parte da Nomura, e Madoff Securities ed il processo di ristrutturazione selettiva non è ancora terminato: Citigroup va verso una prossima nazionalizzazione e Bank of America ha negoziato con il governo un'altra rilevante immissione di fondi federali e garanzie pubbliche per proseguire nell'acquisizione già avviata della stessa Merrill Lynch. Pure rilevante si prospetta l'intervento per salvare il settore automobilistico con particolare riferimenti a General Motors.

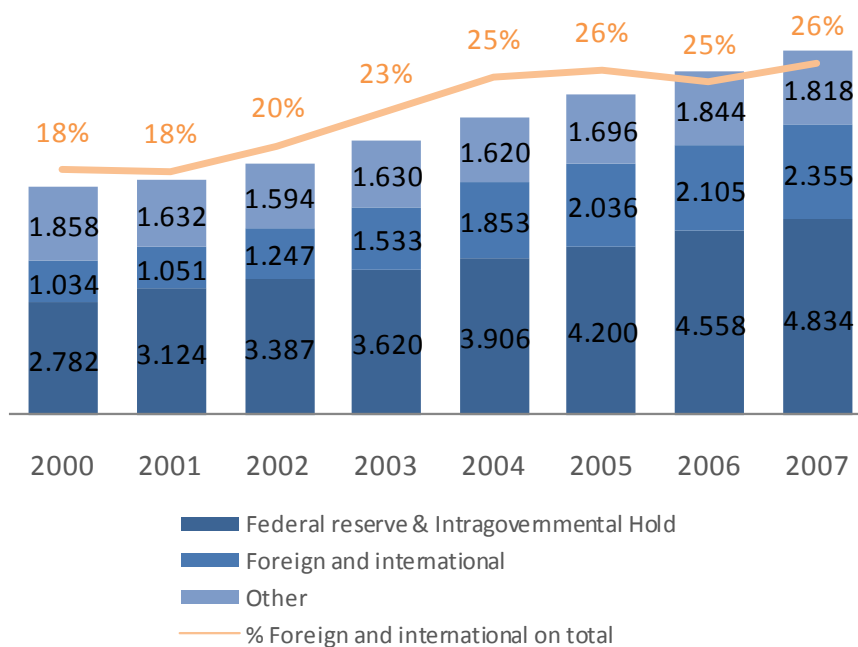
Le misure in corso non potranno peraltro non confrontarsi con un indebitamento pubblico già arrivato a livelli elevati. Gli Stati Uniti hanno tuttavia dimostrato, nella loro storia, straordinaria capacità di reazione e di recupero di fronte a situazioni di assoluta gravità ed emergenza: è sufficiente ricordare che questo paese in meno di un decennio ha dimezzato il rapporto debito pubblico/PIL che nel 1945 aveva raggiunto il massimo storico del 120%

Evoluzione del Debito Pubblico sul PIL (in%) 1781- 2008 (5)



La Fed sarà chiamata in proposito ad un ruolo ancora maggiore che per il passato non essendo prevedibile un'ulteriore espansione delle sottoscrizioni estere, mentre in questi giorni è stata annunciata la "stampa" di altri 1.000 m.di di dollari.

Debito pubblico USA per tipologia di sottoscrittore 2000 - 2007 e percentuale di Debito USA sottoscritto da investitori stranieri (6)



(5) Real GDP growth, Global Insight, Bureau of Economic Analysis

(6) US treasury, 2008

Le misure intraprese dall'Amministrazione americana, data la loro dimensione e natura, avranno anche effetti sul rapporto deficit/PIL, previsto nel caso migliore del 10% per il 2009, la cui eccezionalità può essere misurata anche a confronto con i disavanzi del *New Deal* di Roosevelt che arrivarono al massimo al 4%. La previsione per l'Italia è del 5%.

Per quanto riguarda l'Europa, le determinazioni in ambito comunitario riflettono orientamenti genericamente condivisi di sostegno all'economia e alla finanza che però non si sono ancora tradotti in misure integrate e tantomeno in un Piano unitario se si esclude la riduzione del tasso primario da parte di BCE e le tolleranze consentite dalla Commissione sul deficit di bilancio. Più agevole potrebbe essere l'accordo sulle misure di regolamentazione di mercati, operatori e prodotti finanziari.

Al contrario si registra una serie di interventi a cui vari paesi dell'Unione si stanno predisponendo, o si sono già predisposti, in ordine sparso nei settori particolarmente colpiti dalla crisi, e ritenuti fondamentali per la ripresa, quali il bancario e l'automobilistico cui vanno ad aggiungersi opere pubbliche ed edilizia.

L'Italia, dove l'automotive nel suo complesso, indotto compreso, partecipa al PIL per oltre il 10%, ha varato un pacchetto di interventi che comprende stanziamenti destinati alla rottamazione ed altre risorse rivolte a ricerca e sviluppo e produzione.

Le misure anticrisi adottate, o in corso di adozione, in Italia, per un totale sino a un'ottantina di miliardi, comprendono, oltre a quelle riguardanti banche e automotive, interventi concernenti opere pubbliche, casa, ammortizzatori sociali e detassazione dei redditi più bassi.

Sulla base del panorama descritto, per concludere cercheremo di affrontare tre temi fondamentali, in chiave italiana, pur consapevoli degli stretti vincoli internazionali:

- le ragioni della speranza;
- le condizioni perché questa si realizzi;
- le previsioni attendibili.

Le ragioni della speranza:

- negli ultimi anni la maggior parte delle imprese italiane ha investito nei prodotti, nei processi e nell'internazionalizzazione, sviluppando esperienze e motivazioni importanti;
- per contro talune esperienze negative di delocalizzazione potrebbero fare rivalutare la preminenza del *made in Italy* che privilegia la qualità nazionale sul minor costo estero peraltro in rapida crescita;
- alcuni incentivi programmati sono destinati a produrre concreti effetti, che nel settore automobilistico cominciano ad essere evidenti;
- la riduzione dei prezzi del petrolio e delle materie prime agevola in particolare il nostro paese che non ne produce;
- la riduzione del costo del denaro può dare respiro alle piccole e medie imprese notoriamente esposte sul fronte bancario, anche se questa sta manifestandosi in misura molto inferiore all'abbattimento dei tassi BCE;
- vi è ancora una quota di economia sommersa importante che rappresenta una ricchezza reale da fare emergere;
- l'Italia può contare su di un sistema di solidarietà familiare e sociale forte e diffuso, non misurato dal PIL ma importantissimo in una fase di difficoltà come l'attuale;
- sono stati assunti e stanno sviluppandosi provvedimenti per accrescere la produttività dell'amministrazione statale e locale;
- il risparmio delle famiglie sostanzialmente tiene, nonostante la defaillance di taluni investimenti con particolare riferimento alla Borsa e Fondi di investimento, orientandosi ora su impieghi più tradizionali, ed è questo un valore da preservare;
- il sistema previdenziale è tuttora un fattore sufficientemente positivo; mentre i fondi di pensione complementare, nonostante i pochi anni di vita e dimensioni ancora contenute, stanno dimostrando la loro validità normativa, organizzativa e performante assicurando ai sottoscrittori capitale e suoi incrementi, tenuto conto del contributo aziendale e delle agevolazioni fiscali;
- anche il sistema sanitario, pur con servizi talvolta carenti, offre condizioni ampiamente sostenibili da parte delle stesse classi meno abbienti;
- l'Italia è tra i paesi avanzati meno coinvolti negli eccessi finanziari (SU e RU in primis) e immobiliari/edilizi (gli stessi SU e RU oltre alla Spagna);

- discorso a parte richiede il **sistema bancario** quale fattore fondamentale di supporto finanziario alle imprese; le ripetute affermazioni delle Autorità monetarie italiane, suffragate dai dati ufficiali, farebbero ritenere una sufficiente stabilità dello stesso che, a meno di clamorose sorprese anche legate agli investimenti esteri, dovrebbe confermare la sua tenuta, anche se si dovrà dimenticare il ROE al 20% e più; non vi è pertanto motivo di prevedere situazioni di insolvenza, ma esigenze di capitalizzazione sì; per questo riteniamo scontato il ricorso ai T. Bond da parte di tutte le maggiori banche italiane.

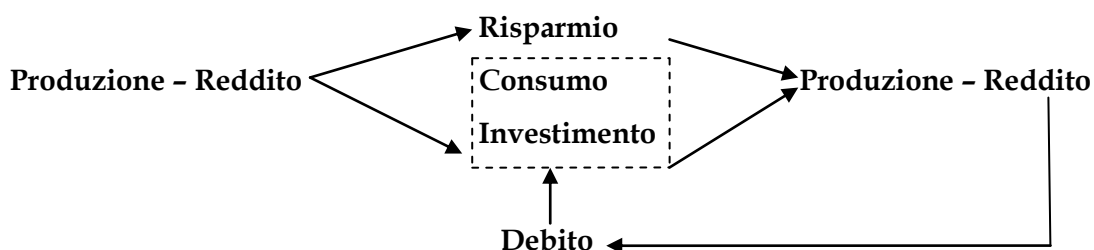
Le condizioni perché la speranza si realizzi:

- la dimensione, la qualità e la tempestività nell'applicazione delle misure anti-crisi adottate sono determinanti per fare ripartire il "circuito" e dette misure devono anche avere una prospettiva strutturale (ambiente, formazione, produttività, infrastrutture, socialità etc);
- il fattore aspettative è fondamentale, tanto sul fronte delle famiglie che su quello delle imprese, per rilanciare la domanda di consumi e investimenti e per questo è molto importante la comunicazione che accompagna dette misure e la credibilità del comunicatore (Roosevelt è stato un maestro in proposito);
- vanno contrastate spinte protezionistiche che non reggono di fronte ad un'economia globale che costituisce pur sempre lo scenario fondamentale di riferimento e una rilevante *chance* di recupero; la ripartenza sarà comunque legata, anche se forse in misura meno rilevante del passato, alla ripresa americana;
- il coordinamento internazionale, o quantomeno a livello europeo, su alcuni snodi strutturali molto importanti - come quello del settore bancario e finanziario, che va meglio regolamentato, e quello automobilistico - costituisce pertanto fattore rilevante per evitare distorsioni competitive, anche se le istituzioni europee proprio a fronte delle attuali straordinarie esigenze appaiono particolarmente deboli;
- vanno peraltro colti nuovi e stimolanti presupposti per seri processi di razionalizzazione, ristrutturazione e integrazione settoriali ed aziendali anche a livello ultra nazionale;
- è indispensabile la disponibilità effettiva del sistema bancario, una volta ricapitalizzato, ad affrontare l'attuale emergenza con capacità valutativa a medio e

lungo termine delle potenzialità aziendali, comprese quelle temporaneamente limitate dalla congiuntura in corso; per tale motivo la qualità del credito non andrebbe misurata su rigidi standard economici - patrimoniali - finanziari contingenti ma sulle capacità di tenuta e di rilancio insite nella formula aziendale; se non vi fosse questa disponibilità nei prossimi sei mesi potremmo assistere ad una vera falcidia di piccole e medie imprese.

Le previsioni attendibili:

- le crisi non avvengono in modo repentino come potrebbe talvolta apparire ma la precarietà dei loro fondamentali matura nel tempo e le loro avvisaglie si possono avvertire attraverso segnali premonitori; anche questa crisi, se è vero che si è manifestata in tutta la sua gravità nell'autunno 2008 è altrettanto vero che chiari sintomi gli operatori potevano avvertirli già nella metà del 2007 allorché cominciavano a farsi difficili i rapporti interbancari soprattutto a livello internazionale e si presentavano negli USA le prime difficoltà nel settore dei mutui per la casa e dei derivati;
- da una crisi di questa portata si esce nell'arco di almeno 4 anni (7), tempo necessario per ripristinare un corretto "circuito":



dove l'economia reale non sia più gonfiata da quella finanziaria, rientrando la leva debitoria entro limiti sostenibili rapportati alle effettive capacità di rimborso; ne consegue un'evidenza immediata di eccedenza di capacità produttiva che sarà ridimensionata con l'uscita dal mercato delle strutture meno efficienti e innovative;


(7) In proposito si ritiene di precisare che, se è ragionevole prevedere una **RIPRESA** (in termini di variazione percentuale positiva del PIL) nell'arco di 18 mesi, per quanto riguarda il **RECUPERO** (ritorno alla consistenza del PIL pre-crisi in termini reali) si dovrà attendere per un periodo ulteriore più lungo di 30 mesi.

- La prospettiva che l'immissione di nuova e abbondante liquidità sul mercato generi inflazione non la riteniamo al momento probabile in quanto non è la quantità di base monetaria che gioca in proposito quanto la sua velocità di circolazione che oggi è molto bassa. Il rischio si manifesterà allorché si sarà consolidata la ripresa e per allora è prevedibile che le autorità centrali interverranno con manovre correttive consistenti soprattutto nell'aumento dei tassi d'interesse.

Ciò che infine e in sintesi possiamo comunque registrare è che la consapevolezza della crisi, e la consistenza dei provvedimenti adottati e in corso di assunzione per superarla, negli S.U. così come in Europa e in Italia, non hanno riscontro in nessun'altra crisi del passato e questo, pur con i limiti del mancato coordinamento e quindi della disomogeneità, è già un dato di fatto che può incidere positivamente sui tempi e i modi di uscita, che comunque non saranno né brevi né facili.

Vi possono essere tre rappresentazioni grafiche dell'andamento delle crisi economiche registrate nel passato:

- quella a **V**, in cui a una caduta del PIL segue una sua rapida ripresa (v. crisi americana dell'82);
- quella a **U**, in cui ad una caduta del PIL segue un suo ristagno al basso livello raggiunto, per ripartire quindi decisamente (v. crisi americana del '74, ma anche svedese degli anni '90);
- quella a **L**, in cui ad una caduta del PIL segue un suo lungo ristagno al basso livello raggiunto (v. crisi americana del '29 e giapponese pure anni '90).

Ricorrendo ad analoga grafica, si potrebbe rappresentare un possibile andamento della crisi in atto con una U allungata, e cioè una , che prevede una fase di ripresa e di recupero più lenta per ritornare ai livelli di partenza.

Se prendiamo a riferimento il PIL americano che ancor'oggi condiziona in termini importanti quello degli altri Paesi, possiamo ricordare che esso era sceso del 30% tra il '30 ed il '34 e poté ritornare al livello iniziale solo verso il '40, quindi lungo un decennio, mentre le aspettative attuali più pessimistiche per il futuro dell'economia americana danno la maggiore negatività cumulata del PIL al 4% all'inizio del 2010 ed il suo totale recupero entro il 2012 (un anno e mezzo di discesa e due e mezzo di risalita).

Quali consigli diamo alla nostra clientela industriale per affrontare questa crisi:

- grande aggressività nella ricerca di nuovi sbocchi commerciali;
- grande rigore nel contenimento di costi e spese;
- sospensione degli investimenti a debito anche se particolarmente convenienti (ivi comprese acquisizioni aziendali), ma non risparmio su ricerca e sviluppo;
- riduzione (possibilmente) o prolungamento il più a lungo possibile dell'indebitamento bancario e finanziario in genere;
- in sintesi resistere in attesa della ripresa che sarà lenta ma fatalmente favorita anche da un graduale aumento del tasso d'inflazione.

Per concludere ottimismo della ragione, a certe condizioni e a fronte di un forte rinnovato ma oculato impegno di sistema e di impresa.