



DUE CRISI FINANZIARIE, 2007-2013

prof. Roberto Romani



Indice

0. Introduzione

La prima crisi: i mutui spazzatura negli Stati Uniti

1. RECENTI TRASFORMAZIONI NEI MERCATI FINANZIARI STATUNITENSIS

1.1) Sorgono istituzioni finanziarie “troppo grandi per fallire”

1.2) La securitizzazione dei mutui immobiliari

1.3) Si diffonde l’uso degli strumenti finanziari derivati

2. LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

2.1) Gli incentivi sono distorti

2.2) Il ruolo delle agenzie di *rating*

2.3) Le tappe della crisi e le misure di salvataggio

2.4) Il crollo dei *subprime* americani si ripercuote sulla finanza mondiale

2.5) Considerazioni finali

La seconda crisi: il debito sovrano in Europa

0. LO STRUMENTO OBBLIGAZIONARIO E LA FINANZA PUBBLICA: NOTE STORICHE

1. LA CRISI: OSSERVAZIONI GENERALI

2. I CASI NAZIONALI: GRECIA, IRLANDA, PORTOGALLO, SPAGNA, ITALIA

3. LE RISPOSTE ALLA CRISI

4. LE RADICI DELLA CRISI

Economisti e austerità: il saggio di Reinhart e Rogoff

Bibliografia minima

Fonti delle figure



0. INTRODUZIONE

In questa dispensa si trattano le due crisi finanziarie che si sono intrecciate negli ultimi anni. La prima è la cosiddetta “crisi dei mutui *subprime*”, iniziata nel 2007-08 negli Stati Uniti e poi diffusasi a tutto il mondo. Nella primavera 2010, i suoi effetti più gravi e immediati potevano dirsi superati. La seconda è la crisi delle finanze di alcuni stati europei, fra cui l’Italia, cominciata alla fine del 2009 e non ancora del tutto terminata [al settembre 2013].

Le due crisi vanno intese nel quadro dell’evoluzione dei sistemi finanziari mondiali, una volta venuta meno la connessione fra il valore delle monete e l’oro. Ciò accadde nel 1971, quando il presidente americano Nixon revocò il diritto di cambiare il dollaro in oro a un prezzo concordato, oro da prelevarsi dalle riserve auree statunitensi. Crollò in tal modo il sistema monetario stabilito a Bretton Woods (1944). Da quel momento in poi, le monete (cartacee, ossia le banconote) dei paesi non sono state più ‘ancorate’ al valore di qualche metallo che abbia un valore intrinseco. Ne è derivata un’espansione della quantità di moneta in circolazione senza precedenti (relativamente alla crescita dell’output), e una correlata espansione del volume di credito concesso dagli operatori finanziari. Tutti i soggetti economici – le famiglie, le aziende, le banche, e gli stati – si sono indebitati a ritmi senza paragone nella storia.

Nel 2006, le attività delle banche nel mondo equivalevano a 26 trilioni di dollari, ossia al 63% del PIL mondiale (un trilione è un milione di milioni). Ma era cresciuto il rapporto fra le attività delle banche (i loro beni e crediti) e il loro capitale di riserva; in altre parole, le banche avevano acquisito maggiori depositi, ma ne avevano prestato una proporzione sempre più grande, minimizzando così il capitale di riserva. Si noti poi che le grandi banche hanno finanziato i prestiti che concedevano non con fondi propri – i loro profitti o gli investimenti degli azionisti – ma con prestiti, ben più convenienti. Facciamo l’esempio della Royal Bank of Scotland, che alla fine del 2006 aveva in portafoglio attività per 848 miliardi di sterline (equivalenti al 64% del PIL britannico!), ma di queste solo il 4,5% erano state intraprese con fondi propri. Il dato per Barclays

era del 2,7%, per Deutsche Bank il 2,9%, e per UBS il 2,3%. Queste grandi banche non soltanto emettevano obbligazioni, ma si indebitavano a breve termine con fondi di investimento, amministrazioni pubbliche, agenzie governative, altre banche, e grandi aziende che emettono obbligazioni (*commercial paper*) con scadenza breve. Questo mercato del credito, poco o nulla regolamentato, e' chiamato *shadow (ombra) banking system*.

Correlativamente, il valore del sistema finanziario è enormemente cresciuto nel secondo dopoguerra. Nel 2006, a fronte di un valore della produzione di beni e servizi nel mondo di 48,6 trilioni di dollari, il valore della capitalizzazione nei mercati azionari era di 50,6 trilioni, mentre le obbligazioni assommavano a 67,9 trilioni. Dato ancora più sorprendente, il valore dei prodotti finanziari derivati (e solo di quelli scambiati privatamente), di cui si dirà nella sezione 1.3, era di 400 trilioni. Si vuol dire che, negli ultimi anni, la finanza è cresciuta enormemente più dell'economia reale.¹

¹ Alla luce della sua crescita esponenziale, diviene importante capire quali funzioni svolga effettivamente la finanza nei sistemi economici, e, in particolare, quale sia il suo rapporto con l'economia reale. Per certi aspetti, l'attività finanziaria sembra essersi resa indipendente da quest'ultima. Si discute inoltre se la finanza sia un gioco a somma zero, capace quindi solo di spostare denaro fra soggetti economici, o un gioco a somma positiva, in grado di creare ricchezza per alcuni dei soggetti; in altri termini, se possa creare una "torta" più grande, o solo cambiare la dimensione relativa delle diverse "fette" che vanno agli attori dello scenario finanziario.

La prima crisi: i mutui spazzatura negli Stati Uniti

1. RECENTI TRASFORMAZIONI NEI MERCATI FINANZIARI STATUNITENSIS

1.1) Sorgono istituzioni finanziarie “troppo grandi per fallire”.

Fino agli anni 1990, il sistema bancario americano era formato da migliaia di banche e società mutue di credito, di dimensioni medio-piccole. Il settore era severamente regolamentato dal governo, per cui, ad esempio, non era possibile concedere prestiti a soggetti non residenti nella zona dove la banca aveva sede.

Ma, per effetto di una serie di misure legislative intese a liberalizzare i mercati finanziari, promulgate a partire dal 1976, il numero delle banche passò da 15.000 nel decennio 1990 a 8.000 nel 2009. In anni recenti il processo di liberalizzazione si è accentuato. Nel 1994 il Congresso permise di aprire filiali nell'intera nazione più facilmente di prima; nel 1999 fu abolito il Glass-Steagall Act del 1933, che sanciva che istituzioni diverse svolgessero i ruoli di banca di deposito, banca di investimento, società di assicurazioni, e società per lo scambio di prodotti finanziari; si permise il *proprietary trading* da parte delle banche, ossia la possibilità di operare sui mercati finanziari per sé oltre che per i clienti; e si abolì il diretto controllo federale delle banche di investimento.

Cos'è una banca di investimento o d'affari? Tradizionalmente, le banche di investimento aiutavano a raccogliere il capitale necessario alle imprese disegnando, finanziando e vendendo azioni e obbligazioni (sottoscrivendo questi prestiti, la banca di investimento si sobbarcava il rischio di tenere tali prodotti nel proprio portafoglio fino al completamento della vendita); e collaboravano a fusioni e acquisizioni di imprese. Oggi svolgono anche tutti i servizi finanziari, fra cui quello di rendere liquidi i mercati per i prodotti emessi dai clienti, comprandoli e vendendoli. Fra le maggiori banche di investimento americane vanno ricordate J. P. Morgan, Goldman Sachs, e tre altre che sono fallite o sono state cedute per effetto della crisi: Bear Stearns, Merrill Lynch, e Lehman Brothers. Prima della crisi, queste banche operavano con una leva di 30 a 1 o anche 40 a 1: ossia, in quest'ultimo caso, il capitale proprio era il 2,5%, e quello preso a prestito, anche a breve termine, il 97,5%. Evidentemente, per tali istituzioni assorbire perdite risultava problematico.

Nel 2000 fu deciso che il mercato dei prodotti finanziari derivati non andava regolato, e nel 2002 venne cambiato il modo in cui calcolare il capitale di riserva per le banche, in modo tale che tenere nei libri contabili mutui immobiliari trasformati in obbligazioni richiedesse meno capitale di riserva che tenerli in forma di mutui immobiliari in quanto tali; e si respinse il progetto di regolamentare gli *hedge funds* (sui quali si veda il box sotto).

Tali misure di liberalizzazione indussero una concentrazione dell'industria finanziaria in pochi grandi conglomerati, che raccoglievano depositi, concedevano finanziamenti, operavano in borsa, e generavano, sottoscrivevano, e scambiavano prodotti finanziari di ogni genere. Si capì tardi che tali istituzioni pongono un "rischio sistemico": il fallimento di una di esse, infatti, avrebbe avuto effetti rovinosi sull'intero sistema finanziario statunitense e mondiale. Inoltre, si è osservato che, dato che i managers di questi colossi sanno di essere troppo grandi per venire lasciati fallire dal governo, sono spinti ad assumere rischi sempre maggiori. Né le grandi banche potrebbero venire nazionalizzate, in quanto l'aggravio sul debito pubblico sarebbe enorme; di fatto, possono solo venire ricapitalizzate con il denaro dei contribuenti, lasciando inalterata la proprietà e la gestione privata dell'istituzione finanziaria.

Cos'è un *hedge fund*? Sono fondi di investimento molto aggressivi, a cui possono partecipare un numero ristretto di sottoscrittori con somme a sei o sette cifre. Gli *hedge funds* speculano sia sull'aumento che sulla diminuzione del valore dei titoli; usano strumenti derivati ad alto rischio; e usano capitali in prestito, con una leva anche di 1000, ossia le somme prese a prestito superano anche di 1000 volte il capitale proprio. Il loro sviluppo è recente: nel 1990 c'erano 610 *hedge funds* con 39 miliardi di dollari in gestione, ma nel 2006 ce n'erano 9462, con un patrimonio di 1.5 trilioni di dollari. Sono leggendari gli enormi profitti conseguiti dai managers di questi fondi: nel 2007, il noto George Soros ha guadagnato 2,9 miliardi di dollari, e i managers di altri tre fondi hanno guadagnato più di due miliardi.

1.2) La securitizzazione dei mutui immobiliari.

Tradizionalmente, gli americani che intendevano contrarre un mutuo immobiliare si rivolgevano alla locale banca o società mutua (*mortgage company*), fornivano dettagliate informazioni sulla loro situazione economica, pagavano una percentuale iniziale del valore loro

corrisposto, e di solito stipulavano un contratto di 30 anni a tasso fisso.² I *lenders* – i prestatori, ossia i generatori del mutuo – si accollavano sia il rischio di default che quello derivante dalla possibile variazione verso l'alto nel saggio di interesse sui depositi, a fronte del saggio fisso sui mutui; inoltre, erano obbligati per legge a tenere un certo ammontare di capitale per ciascun mutuo che concedevano.

Cos'è un'obbligazione? In finanza con il termine obbligazione (in inglese *bond*) si indica un titolo di debito, emesso da società private o enti pubblici, che attribuisce al suo possessore, alla scadenza del titolo, il diritto al rimborso del capitale prestato all'emittente, più un interesse su tale somma. Un'obbligazione tipica sono i titoli di stato (in Italia prendono il nome di BOT, BTP, ecc.). Scopo di un'emissione obbligazionaria (o prestito obbligazionario) è il reperimento di liquidità da parte dell'emittente. Di solito il rimborso del capitale al possessore del titolo di debito da parte dell'emittente avviene alla scadenza in un'unica soluzione, mentre gli interessi sono liquidati periodicamente (trimestralmente, semestralmente o annualmente). L'interesse corrisposto periodicamente è detto cedola (o *coupon*) perché in passato per riscuoterlo si doveva staccare il tagliando numerato unito al certificato che rappresentava l'obbligazione. Se, nel corso della vita dell'obbligazione, l'emittente non paga la cedola agli acquirenti, è dichiarato in fallimento (il termine tecnico è *default*). Una volta emesse, le obbligazioni si scambiano sui mercati finanziari, e il loro prezzo dipende dai flussi di domanda e offerta. Se, ad esempio, una certa obbligazione è molto ricercata dai risparmiatori, il suo prezzo aumenta, e quindi il suo rendimento complessivo diminuisce (il suo prezzo può aumentare, per esempio, da 100 a 101, intaccando il flusso di denaro che un nuovo acquirente ottiene dall'obbligazione). Accade il contrario nel caso in cui tale obbligazione sia venduta da molti acquirenti.

Sia per accrescere il loro capitale operativo che per passare ad altri i rischi dei mutui, fin dai primi anni ottanta i *lenders* iniziarono a vendere i loro mutui ad altre istituzioni finanziarie, collegate alla banca o alla società che originava il mutuo ma legalmente indipendenti, dette *special-purpose vehicle* (SPV) o anche *structured investment vehicle* (SIV). Tali istituzioni operavano la securitizzazione (*securitization*) dei mutui immobiliari (in inglese, *securities* sono tutti i prodotti finanziari), anche detta cartolarizzazione.

Il meccanismo funziona in questo modo. La SIV raccoglie un gran numero di mutui immobiliari entro un singolo strumento obbligazionario, e calcola l'ammontare dei pagamenti che, periodicamente, i debitori vi avrebbero fatto. Sulla base di quel flusso di entrate, sono create varie

² Un mutuo immobiliare prevede il rimborso periodico degli interessi e di una proporzione del capitale.

“tranches” di obbligazioni (sette o otto di solito), che pagano una cedola (*coupon rate*) agli investitori. Le tranches sono classificate secondo l’ordine in cui le cedole vengono pagate dal flusso di reddito proveniente dai mutuatari, e perciò quella che si conviene venga pagata per prima è la più sicura. La tranche che viene pagata per ultima, e che quindi potrebbe non venire pagata affatto in caso di default da parte di qualche mutuatario, è la più rischiosa, e ha quindi il rendimento massimo. Per fare un esempio realistico, un’obbligazione di questo genere può prevedere che le tranches più rischiose assorbano il primo 8% di mancati pagamenti da parte dei mutuatari, e quelle di mezzo il successivo 2%, mentre quelle più sicure sono toccate solo da una percentuale di *defaults* superiore al 10%. Queste obbligazioni, chiamate *residential mortgage backed securities* (RMBS), sono vendute dalla SIV agli investitori tramite offerta pubblica, con l’assistenza delle grandi banche d’affari.

Per anni gli RMBS hanno funzionato bene, in quanto i mutui immobiliari a 30 anni a tasso fisso su cui si basavano venivano rimborsati regolarmente, ed erano pochi i casi di default. Tutti guadagnavano: i *lenders* passavano ad altri i rischi; le SIV intascavano laute competenze per l’opera di trasformazione dei mutui in strumenti finanziari; le banche di investimento cooperavano con le SIV nel creare i RMBS, ottenere i *credit ratings* da parte delle agenzie, e vendere i prodotti agli investitori; gli investitori ottenevano una remunerazione superiore a quella ottenibile da altri tipi di obbligazioni; e i consumatori americani, sovraindebitati fin dagli anni settanta, potevano comunque comprarsi la casa. Inoltre, a causa del provvedimento legislativo già indicato, le banche trovavano conveniente tenere RMBS nei propri portafogli. Non sorprende, allora, che alla fine del 2009 l’89% di tutti i mutui residenziali in essere risultasse securitizzato.

Per intendere lo sviluppo dei RMBS va specificato che il mercato immobiliare negli Stati Uniti (e nella maggioranza dei paesi sviluppati) è cresciuto in modo pressochè ininterrotto dal 1945 alla crisi del 2007-08.³ Si trattò, comunque, di un aumento dei prezzi graduale fino al 1997; poi, dal

³ Ma vi furono cali significativi in Gran Bretagna e Giappone negli anni novanta.

1997 al 2006, la crescita fu dell'85% (secondo il Case-Shiller index; le stime governative indicavano un aumento molto minore). Nella zona occidentale degli Stati Uniti, in particolare, negli anni precedenti la crisi i prezzi crescevano molto rapidamente in varie città: oltre il 100% fra il 2000 e il 2006. Sembrava che, investendo nell'abitazione, non si potesse perdere, perché il valore dell'immobile cresceva costantemente, riducendo il peso relativo del mutuo da pagare.

Va aggiunto che i governi americani, fin dagli anni trenta, favorirono con vari provvedimenti l'acquisto della prima casa da parte delle fasce meno abbienti della popolazione.⁴ In particolare, il Congresso volle favorire la costituzione di un mercato secondario per i mutui, creando due istituzioni para-governative, la Federal National Mortgage Association (detta Fannie Mae) e la Federal Home Loan Mortgage Corporation (detta Freddie Mac), che avevano il compito di acquistare mutui dai *lenders*. Era un modo per dare una sorta di garanzia statale ai mutui, il cui costo pertanto scendeva. Fannie Mae e Freddie Mac passarono poi ad acquistare le *securities* basate sui mutui residenziali, e anche a cartolarizzarli in proprio, per un valore, a fine 2009, di circa 7.000 miliardi di dollari. Il punto è che tali *securities*, e i mutui sottostanti, parevano avere la garanzia del governo, e quindi erano universalmente ritenute sicure. Nel corso della presidenza di G. W. Bush, la politica di favorire con vari incentivi l'acquisto della casa ebbe un'accelerazione (attraverso il American Dream Downpayment Act, 2003).

1.3) Si diffonde l'uso degli strumenti finanziari derivati.

A iniziare dal 2001 è cresciuto velocemente il ricorso, da parte degli operatori finanziari, agli strumenti finanziari derivati, di cui gli RMBS sono una tipologia. I prodotti derivati sono contratti fra due parti che specificano le condizioni alle quali una delle due parti effettuerà un

⁴ Politiche simili, intese a diffondere il più possibile la proprietà dell'abitazione, si ritrovano in tutte le democrazie dal secondo dopoguerra. Nel 2000 la percentuale delle famiglie proprietarie dell'abitazione negli Stati Uniti era del 65% (un valore simile a quello di altri paesi di lingua inglese e del Giappone); nel 2005 sarebbe stata del 69%, grazie soprattutto alla concessione di mutui a una clientela *subprime*, di cui sotto. (In Italia, nel 2008 il 68,5% delle famiglie risultava proprietaria dell'abitazione).

pagamento all'altra. Il valore di questi contratti *deriva* dal valore di mercato di indici finanziari, titoli, e beni, chiamati "sottostante". Azioni, mutui immobiliari, valute, tassi di interesse, o materie prime possono fungere da sottostante. I contratti possono essere venduti, di solito in mercati esterni ai centri borsistici ufficiali, mercati creati da istituzioni finanziarie e brokers tramite reti telematiche; oppure i derivati sono scambiati privatamente, senza ricorso a un mercato ufficiale o a un intermediario. Il prezzo dei derivati dipende dalle variazioni nel prezzo del valore sottostante e da altri elementi, secondo una complessa formula matematica. I derivati permettono 1) la speculazione (si parla di "scommesse"); 2) l'arbitraggio (l'acquisto in un mercato e la vendita in un altro); e 3) la copertura da un rischio.

I principali strumenti derivati sono le opzioni e i *futures*, di funzionamento simile, e gli *swaps*. Le opzioni possono essere *call* (comprare) o *put* (vendere). Le opzioni conferiscono la facoltà (non l'obbligo) di comprare o vendere un certo titolo (o altro) a una certa data futura e a un certo prezzo, detto *strike price* (la controparte nel contratto ha, simmetricamente, l'obbligo di vendere o comprare). I *futures* conferiscono invece l'obbligo di vendere o comprare a entrambe le parti. Facciamo due esempi di ricorso a un contratto *future* per proteggersi da un rischio. Un coltivatore e un mugnaio possono accordarsi per scambiare una certa quantità di grano con un certa somma di denaro, a una data stabilita: in tal modo il coltivatore riduce il rischio di oscillazioni nel prezzo, mentre il mugnaio riduce il rischio che, a quella data, non vi sia grano disponibile. Naturalmente rimane il rischio che l'accordo non venga rispettato da una delle due parti. Un altro esempio riguarda un'azienda che ha preso a prestito una forte somma ad un saggio di interesse che viene aggiornato ogni sei mesi; per coprirsi dal rischio che nei prossimi sei mesi il saggio di interesse sia molto più alto, l'azienda può comprare un contratto (detto *forward*) con il quale si impegna a pagare un certo saggio di interesse sulla somma di lì a sei mesi; se dopo sei mesi il saggio di interesse di mercato, che l'azienda deve pagare, risulta superiore al saggio di interesse stabilito nel contratto, l'azienda riceverà da chi le ha venduto il contratto la differenza; se il saggio

di interesse di mercato si rivela inferiore, sarà l'azienda a pagare la differenza alla controparte. La pratica di proteggersi dal rischio con opzioni e contratti *future* rimonta addirittura al Seicento.

I derivati servono anche ad acquisire rischio, oltre che a proteggersene. In questo caso, lo speculatore scommette contro la parte del contratto che cerca protezione da un rischio. Strumenti derivati quali le opzioni e i *futures* sono largamente usati per scommettere sul ribasso dei titoli. Il meccanismo generale della speculazione al ribasso è il seguente. Lo speculatore al ribasso prende in prestito una certa quantità di azioni o obbligazioni da un broker o da altri soggetti, e le vende; successivamente, compra la stessa quantità delle medesime azioni o obbligazioni, e le restituisce alla data fissata all'operatore che gliel'aveva prestate. Se nel frattempo il prezzo è diminuito, lo speculatore guadagna; se invece è salito, lo speculatore perde e chi gli ha prestato le azioni guadagna. Evidentemente, le opzioni e i *futures* servono bene ad effettuare scommesse al ribasso di questo genere. Per esempio, una opzione *put* dà il diritto di vendere un titolo nel futuro a un dato *strike price* (il prezzo concordato), e quindi il detentore dell'opzione guadagna quando il prezzo del titolo scende sotto lo *strike price*, in quanto può comprare il titolo sul mercato al prezzo più basso dello *strike price* e poi rivenderlo, esercitando l'opzione, allo *strike price*. Si noti che le perdite della speculazione al ribasso sono potenzialmente illimitate (il prezzo del titolo può crescere teoricamente all'infinito, ma lo speculatore ha comunque l'obbligo di comprare il titolo per poterlo restituire), mentre i guadagni sono limitati dal prezzo del titolo (che, al massimo, potrà scendere fino a zero).

Gli *swaps* sono contratti per cui due soggetti concordano di scambiarsi flussi di denaro nel futuro (*to swap* significa scambiare). Servono a modificare la composizione del portafoglio e a coprirsi dai rischi. Esistono *swaps* relativi a merci, valute, e interessi. Per esempio, il soggetto A acquista un'obbligazione a tasso fisso e gira i relativi interessi a B, in cambio degli interessi a tasso variabile pagati dall'obbligazione acquistata da B. Oppure, un produttore di petrolio concorda con la controparte (acquirente) la vendita di un certo numero di barili ogni sei mesi al prezzo di 100 dollari, a valere nei prossimi due anni; le parti non si scambiano il petrolio ma le somme

corrispondenti alle variazioni nel prezzo del petrolio rispetto al prezzo concordato. Per esempio, dopo i primi sei mesi il produttore vende il petrolio al prezzo di mercato, che supponiamo essere di 120 dollari al barile, e versa 20 dollari alla controparte (il produttore ha perso la scommessa); dopo altri sei mesi, il prezzo potrebbe essere di 80 dollari, e in questo caso l'acquirente verserebbe 20 dollari al produttore (che ha quindi vinto la scommessa). Il primo *swap* risale al 1981.

Gli RMBS, il cui valore dipende (deriva) dall'andamento dei mutui sottostanti, sono un genere di derivati. Uno strumento derivato di particolare interesse, sia perché collegato ai RMBS sia perché indicativo dell'evoluzione del mondo finanziario negli ultimi anni, è il *collateralized mortgage obligation* (CMO). Si tratta di una obbligazione che paga una cedola, costruita mediante un processo di cartolarizzazione uguale a quello dei RMBS, ma nel caso dei CMOs il valore sottostante non sono mutui ma RMBS. Il creatore del CMO, cioè, acquista un portafoglio di RMBS da varie cartolarizzazioni, ripartisce in diverse tranches il reddito proveniente da questi RMBS (con la prima tranche di minore rischiosità, ecc.), per poi vendere le singole tranches. Il punto è che i CMOs venivano costruiti per evitare i (relativamente) bassi *ratings* che le tranches più rischiose di RMBS (ossia quelle pagate per ultime) ricevevano dalle agenzie a ciò preposte. Spesso, infatti, i CMOs raggruppavano le tranches più rischiose di varie securitizzazioni, ma ciò era occultato dal fatto che anche i CMOs erano suddivisi in tranches di variabile rischiosità. Ossia: la elevata rischiosità delle tranches 'originarie' del RMBS svaporava, data la riorganizzazione delle tranches entro il CMO. Si pensava che ogni RMBS ponesse rischi indipendenti dagli altri RMBS, ragion per cui il CMO era un prodotto sicuro. Si noti che, mentre i RMBS sono registrati presso le autorità preposte alla sorveglianza e venduti al pubblico, i CMOs non sono solitamente registrati e sono collocati privatamente dalle banche di investimento, che sono i loro maggiori originatori. I CMOs sono una varietà della categoria più generale dei *collateralized debt obligations* (CDOs). Questi ultimi sono obbligazioni, costruite nel modo già illustrato, che hanno quale garanzia, ossia quale "collaterale", un debito che può essere un insieme di prestiti bancari, di obbligazioni tradizionali, di contratti di assicurazione, o appunto di RMBS, o di altri valori già cartolarizzati. Il primo CDO fu

costruito nel 1987, e da allora fino all'esplosione della crisi il ricorso a questo tipo di prodotto – che pagava agli investitori due o tre punti percentuali in più relativamente a obbligazioni con lo stesso *rating* – è cresciuto più di tutti gli altri derivati.

Alcune banche di investimento hanno costruito CDOs detti “sintetici”, che non contengono mutui o titoli generatori di reddito, ma che tuttavia fanno loro riferimento; gli investitori che li acquistano scommettono sull'andamento dei titoli sottostanti. I CDOs sintetici funzionano in questo modo. Il creatore di un CDO sintetico (tipicamente una banca di investimento) ripartisce i titoli di riferimento (che non possiede) in tranches di diversa rischiosità, che vende a investitori i quali ricevono periodicamente un pagamento; tale pagamento è reso possibile dal fatto che l'originatore del CDO ‘vende’ protezione (mediante contratti CDS, vedi sotto) agli investitori che ritengono che i titoli di riferimento andranno in default o subiranno qualche altro evento negativo (come un abbassamento del *rating*). Il CDO sintetico funziona come un'assicurazione: il suo creatore accetta di versare una forte somma a tali investitori ‘pessimisti’ in cambio di un pagamento periodico (“premio”). Esistono anche CDOs sintetici al quadrato, che fanno riferimento a tranches di altri CDOs, e al cubo, che fanno riferimento a tranches di CDOs al quadrato. Lo stesso vale per i CMOs.

Più precisamente, nei contratti dei CDOs sintetici sono incorporati *credit default swaps* (CDS) per coprirsi dal rischio di perdite nel titolo (o nei titoli) sottostanti. Non diversamente dall'acquisto di una assicurazione, chi compra un CDS paga periodicamente un premio a chi lo vende (una banca di investimento, tipicamente); se il titolo subisce un *credit event* (default, ristrutturazione, o anche un abbassamento del *rating*), il compratore del CDS riceve dal venditore il pagamento concordato; succede di rado, ma quando succede la perdita è forte per il venditore. È il meccanismo che abbiamo appena visto: un CDO è il lato della scommessa opposto al lato del CDS. Il punto è che è possibile comprare un contratto CDS anche se non si possiede il titolo sottostante, allo scopo di speculare al ribasso – scommettendo sul *default* – invece che per coprirsi da un rischio. In questo caso si dice che il CDS è “nudo” (*naked CDS*). I primi CDS sono stati costruiti all'inizio degli anni 1990, ma il loro uso è cresciuto esponenzialmente dal 2003. A fine 2007, il

valore dei CDS in essere era di 62.2 trilioni di dollari; la maggior parte di essi era “nuda”. Nel 2006, un consorzio di banche guidate da Goldman Sachs e Deutsche Bank creò l’indice ABX, che misurava le *performances* di 20 securitizzazioni RMBS *subprime*; su questo mercato si potevano scambiare CDS “nudi”, vere e proprie scommesse sul prezzo futuro di quelle cartolarizzazioni *subprime*. Il mercato ABX ebbe l’effetto di accrescere l’esposizione degli investitori sui mutui *subprime*.

I rischi dei derivati sono notevoli anche perché i derivati sono spesso *leveraged*, ossia costruiti in modo tale da valere molto più del sottostante, per cui, ad esempio, se il valore del sottostante varia di un dollaro, il valore del derivato varia di dieci (la leva è cioè di dieci). Inoltre, tali rischi sono difficili da valutare. Ciò sia per la complessa costruzione dei derivati, sia per l’opacità dei mercati su cui vengono scambiati, e sia per la mancanza di un record storico dei prezzi sui cui gli investitori possano basarsi. Inoltre le quantità scambiate non sono note con certezza, dato che gran parte degli scambi avviene fra privati, e non vi sono obblighi di fornire informazioni alla controparte.⁵ La valutazione della rischiosità dei derivati da parte delle agenzie di *rating*, di cui si dirà sotto, diviene quindi molto importante. Va aggiunto che le commissioni pagate ai brokers per operare su mercati opachi, e gestiti privatamente, come quelli dei CDOs e simili sono molto superiori a quelle pagate per operare sui mercati finanziari tradizionali, acquistando prodotti tradizionali. La forte concorrenza fra i brokers per, ad esempio, comprare un’opzione su una azione di Google, ha abbassato molto il costo di tali operazioni per l’investitore.

Negli anni precedenti la crisi, le grandi istituzioni finanziarie che erano sorte negli Stati Uniti praticavano il *proprietary trading* anche sui prodotti finanziari derivati, ossia li scambiavano nell’intento di ottenere guadagni per sé, piuttosto che per i loro clienti (come facevano prima). Nelle banche, di investimento e non, si costituirono uffici per operare in proprio, mentre si creavano nuovi *hedge funds*. Per esempio, Deutsche Bank organizzò a New York un ufficio dedicato alle operazioni

⁵ Secondo una stima della Bank for International Settlements, il valore nominale dei derivati scambiati privatamente, al giugno 2011, era di 708 trilioni di dollari. La maggior parte dei contratti (67%) riguardava i saggi di interesse.

sui derivati, costruendo un portafoglio di 102 miliardi di dollari in RMBS e CDOs, mentre quello di un *hedge fund* affiliato, Winchester Capital, superava gli 8 miliardi. Esposizioni molto cospicue caratterizzavano anche i portafogli di istituzioni finanziarie quali Bear Stearns, Citibank, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, e UBS.

2. LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

2.1) Gli incentivi sono distorti.

La domanda da parte di investitori insoddisfatti dei rendimenti delle obbligazioni tradizionali, la domanda da parte delle banche che volevano ridurre il capitale di riserva, e la volontà di Wall Street di guadagnare le ricche parcelle richieste per la securitizzazione fecero sì che i *lenders* accettassero di contrarre mutui non solo con debitori certamente solvibili (la clientela *prime*), ma anche con debitori a rischio insolvenza (*subprime*). Questi ultimi erano tali perché avevano già avuto episodi di insolvenza e/o avevano redditi troppo bassi relativamente all'entità del prestito ricevuto. Alcune istituzioni finanziarie si specializzarono nel concedere i mutui *subprime*.

Si stabilirono pratiche che facilitavano la concessione dei mutui. Si verificava solo superficialmente il reddito del mutuatario, o non lo si faceva del tutto; si chiedeva un pagamento iniziale minimo, o nessun pagamento; si stipulavano contratti che prevedevano un piccolo saggio di interesse iniziale, che poi cresceva (*teaser rate*), in modo che inizialmente fosse agevole pagare le rate; ecc. Queste pratiche permettevano di stipulare mutui per importi maggiori che le circostanze reali avrebbero giustificato. Si noti poi che in quegli anni due terzi di tutti i mutui venivano concordati *on line*, senza alcun contatto fisico fra debitore e creditore. Nel 2000, i mutui *subprime* erano il 12% del totale, ma nel 2006 ammontavano al 34%. Dal 2000 al 2007 furono concessi 14 milioni e mezzo di mutui ad alto rischio. Il 59% di tali mutui serviva a rifinanziare un mutuo precedente, non ad acquistare una nuova casa, in quanto, allorché il periodo fissato per la vigenza

del basso saggio iniziale (*teaser*) era passato, i debitori si trovavano a dover pagare rate che non potevano sostenere, e allora, per non vedersi confiscare la casa, rifinanziavano il mutuo ad un nuovo saggio *teaser*. Ciò è stato possibile fino a che i prezzi delle abitazioni crescevano.

Si generalizzarono alcuni tipi particolari di contratti di mutuo, precedentemente offerti solo ai mutuatari più solidi. Vediamone tre.

i) Option ARM (*adjustable rate mortgage*): offre un *teaser rate* nel primo mese, poi stabilisce un saggio variabile più alto e la scelta per il debitore, ogni mese, di quanto pagare sia del “principale” (ossia del debito vero e proprio), che degli interessi (ogni rata di mutuo si compone di queste due parti). Se il mutuatario sceglie ripetutamente di pagare solo una parte degli interessi e nulla del principale, quest’ultimo invece di diminuire aumenta nel tempo (*negatively amortizing loan*).

ii) Alt A loans: un tipo di contratto che spesso permette di finanziare il 100% del valore della casa, e consente un rapporto molto alto fra il debito e il reddito del mutuatario, nonostante a quest’ultimo sia richiesta una documentazione minima per certificare il proprio reddito (per questo tali mutui sono chiamati *liar loans*).

iii) Stated income loans: è una forma estrema del mutuo precedente. Il mutuatario semplicemente dichiara il proprio reddito, senza che il mutuante lo controlli, basandosi solo sul valore della casa e il passato creditorio del mutuatario per garantirsi il rimborso del prestito (*NINA loans*, ossia *no income, no assets*). Presso la Washington Mutual Bank, uno dei protagonisti della crisi, questo tipo di mutui era il 50% di tutti i *subprime*.

Viene spesso citato il caso dei coniugi Alberto e Rosa Ramirez, recenti immigrati dal Messico, che parlavano male l’inglese e che guadagnavano fra 12.000 e 15.000 dollari all’anno raccogliendo fragole in California. Ottennero un mutuo di 720.000 dollari per comprare un casa che costava appunto 720.000 dollari – una somma pari a 48-60 volte il loro reddito annuale. Nel contratto i Ramirez figuravano come “field technicians” dal reddito di 12.000 dollari *al mese*.

Si noti che, cartolarizzando i mutui, i *lenders* trasferivano il rischio insolvenza sui soggetti che avrebbero detenuto le relative obbligazioni. I *lenders* perdevano allora interesse nella solvibilità dei mutuatari, preoccupandosi solo di concedere più mutui possibile, del maggiore ammontare possibile, e più in fretta possibile. Va inteso che più i mutui erano rischiosi, maggiori erano i guadagni per tutti, in quanto tali mutui obbligavano i mutuatari *subprime* a pagare alti saggi di interesse, producendo quindi maggiori profitti per chi li concedeva, e, una volta cartolarizzati, generavano un ritorno per gli investitori maggiore di quello ottenibile da altri prodotti dello stesso *rating*. Gli incentivi aziendali nelle SIV premiavano la velocità nello svolgimento delle pratiche e il volume dei prestiti, a scapito di un preciso scrutinio della solvibilità dei mutuatari. Le banche di investimento che vendevano i RMBS ugualmente scaricavano i rischi sugli investitori che li compravano (i quali a loro volta potevano assicurarsi contro il rischio default acquistando CDS).

2.2) Il ruolo delle agenzie di *rating*

Un elemento essenziale nel processo di securitizzazione è stata l'attribuzione a RMBS e CMOs del *rating* massimo (AAA) da parte delle agenzie a ciò preposte, fra cui spiccano Moody's e Standard & Poor's (S&P). Un *rating* è una valutazione del rischio che un prodotto finanziario possa incorrere in default: come mostra la **figura 1**, da AAA a BBB i prodotti si intendono affidabili, e si dice abbiano un "investment grade"; dopo vari gradini di merito, si giunge a D, che indica default. Più il *rating* di un prodotto è basso, più il rischio è alto, e deve venire compensato da un rendimento corrispondentemente alto. Nel caso di declassamento di un prodotto già sul mercato (un RMBS per esempio, ma anche un BTP italiano), la cedola essendo fissa, il maggior rendimento deriva dal fatto che, per effetto del declassamento, di solito avvengono massicce vendite che ne riducono il prezzo. Un declassamento (*downgrading*) spesso eleva il prezzo dei contratti CDS per quel prodotto.

Table 7.1 Summary of rating assessments for bonds

	Moody's	S&P/Fitch	Definition
Investment grade	Aaa	AAA	Extremely strong capacity
	Aa (1-3)	AA (+, 0, -)	Very high capacity
	A (1-3)	A (+, 0, -)	Somewhat more susceptible
	Baa (1-3)	BBB (+, 0, -)	Adequate protection
Speculative grade	Ba (1-3)	BB (+, 0, -)	
	B (1-3)	B (+, 0, -)	
	Caa (1-3)	CCC (+, 0, -)	Gradually more speculative
	Ca	CC	
	C	C	
Default	D	D	In default

Figura 1

In molti paesi, fra cui gli Stati Uniti, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, e altri investitori istituzionali possono acquistare solo prodotti con *investment grade*, mentre le banche possono tenere una quantità limitata di prodotti non *investment grade*, e devono accrescere le riserve se vogliono investire in prodotti rischiosi. I RMBS sistematicamente ottenevano il *rating* massimo, AAA, almeno per le tranches più sicure. Che si potesse verificare una percentuale di *defaults* superiore al 10% era ritenuto praticamente impossibile, dato che prima della crisi la percentuale di mutuatari che facevano *default* era irrisoria. Precedentemente, la valutazione AAA era stata riservata al debito di istituzioni sovranazionali come la European Investment Bank (BEI), al debito di stati sovrani di massima affidabilità, a quello di sei grandi aziende americane, di sei dei cinquanta stati, e di poche altre entità.

Dal 2004 al 2007 Moody's e S&P produssero un numero record di *ratings* per prodotti finanziari strutturati, facendo grandi guadagni. S&P generò più di 5.500 *ratings* di RMBS e più di

835 di CMOs; Moody's produsse più di 4.000 *ratings* di RMBS e più di 870 *ratings* di CMOs/CDOs. Per valutare le tranches di un CDO, le agenzie ottenevano da un minimo di 30.000 dollari fino a un massimo di 750.000 dollari, a cui andavano aggiunti i pagamenti annuali per la "sorveglianza" di ciascun prodotto, che periodicamente può venire *upgraded* o *downgraded*. I guadagni complessivi delle tre agenzie maggiori (la terza è Fitch) passarono da 3 miliardi di dollari nel 2002 a più di 6 miliardi nel 2007.

Il problema è che le agenzie di *rating* operano in conflitto di interessi. I loro servizi sono infatti pagati da coloro che generano il prodotto finanziario, e che hanno interesse ad ottenere un *rating* più alto possibile. Evidentemente le SIV e le banche di investimento sceglieranno l'agenzia che promette di essere più generosa con i *ratings* (*ratings shopping*). È stato dimostrato che sia Moody's che S&P hanno elevato i loro *ratings* da quando un'azienda rivale, Fitch, ha iniziato ad accrescere significativamente la propria quota di mercato (1989). Dal 2003 almeno le agenzie di controllo statunitensi misero in luce che l'espansione vorticoso dei prodotti derivati aveva enormemente accresciuto il potenziale conflitto di interessi delle agenzie.

Fino a che i prezzi sul mercato immobiliare crescevano, tutto andò bene. I mutuatari in difficoltà con le rate potevano sempre rifinanziare il debito, o vendere la casa e in tal modo ripagare il mutuo. Ma infine la bolla immobiliare iniziò a sgonfiarsi, cioè i prezzi delle case cominciarono a scendere, e i tassi di insolvenza fra i mutuatari crebbero, raggiungendo livelli record nel dicembre 2006. All'improvviso, nel luglio 2007, Moody's e S&P abbassarono il *rating* di centinaia e poi migliaia di RMBS e CDOs – era il primo *downgrading* di massa nella storia. Nel 2010, risultò che oltre il 90% dei *ratings* AAA deliberati nel 2006 e 2007 era stato abbassato a D, il livello della "spazzatura" finanziaria. I risultati furono che gli investitori istituzionali che non potevano tenere in portafoglio titoli con basso *rating* li vendettero; i portafogli di banche, SIV, e banche di investimento perdettero valore; e i nuovi prodotti strutturati non trovarono compratori. Infine i mercati dei RMBS e CDOs crollarono.

2.3) Le tappe della crisi e le misure di salvataggio.

Alla fine del 2008, il totale dei mutui in essere negli Stati Uniti era di 10.000 miliardi di dollari, e le obbligazioni emesse con questi mutui quale garanzia ammontavano a quattro quinti di tale somma. Nel gennaio di quell'anno era stato reso noto che, per la prima volta dopo la depressione degli anni trenta, i prezzi delle case stavano diminuendo. E, cosa mai successa dalla depressione, stavano diminuendo in tutta la nazione. Che lo scenario economico fosse in evoluzione era testimoniato anche dalla fine della politica di espansione monetaria condotta dalla banca centrale (Federal Reserve Bank, o Fed); il saggio di interesse applicato ai mutui subì infatti un graduale aumento fra il 2004 e il 2006, pesando sulla rata dei mutui a tasso variabile.

In questa fase transitoria, si era diffusa la pratica di assumere, mediante contratti CDS, posizioni al ribasso (*short*) sul mercato delle *securities* collegate ai mutui, guadagnando così dalla caduta del loro prezzo. Goldman Sachs lo fece prima degli altri: dalla fine del 2006 questa banca di investimento iniziò a scommettere contro il mercato dei mutui immobiliari, nonostante continuasse a consigliare l'acquisto di RMBS e CMOs ai propri clienti. Nel 2007 Goldman Sachs guadagnò in questo modo oltre un miliardo di dollari. Fra l'altro, Goldman Sachs fu chiamata in giudizio (aprile 2010) per aver costruito e venduto un CMO (Abacus 2007-AC1) senza informare i clienti che era stato un *hedge fund* a scegliere le *securities* di riferimento, e che tale *hedge fund* speculava al ribasso contro quel CMO. (Ciononostante, questa banca di investimento ottenne oltre 10 miliardi di aiuti pubblici una volta crollati i mercati).

Diversi episodi possono essere considerati il punto di partenza della crisi. Si può indicare l'aumento record nel numero dei default da parte dei mutuatari alla fine del 2006; o il fallimento degli *hedge funds* di Bear Stearns nel giugno 2007; o le due settimane nel settembre 2008 allorché sei fra le maggiori istituzioni finanziarie americane fallirono, vennero vendute d'imperio, o salvate dal governo. Forse è più corretto guardare al *downgrading* di massa del luglio 2007 come inizio della crisi: fu il segnale che generò una crisi di liquidità, ossia l'impossibilità pratica di vendere le

securities collegate ai mutui. Nel settembre 2008 intervenne anche una crisi di fiducia fra gli operatori, allorché, in un solo giorno, il saggio al quale le banche prendono a prestito l'una dall'altra quasi raddoppiò. Infine, ci fu insolvenza da parte delle istituzioni finanziarie maggiormente coinvolte nella cartolarizzazione dei mutui *subprime*. Oltre a possedere RMBS in grandi quantità, Lehman Brothers, Bear Stearns e le altre banche di investimento avevano adottato la pratica di prendere a prestito a breve termine dando RMBS come collaterale.

Furono tappe importanti nell'evoluzione della congiuntura la bancarotta di Lehman Brothers (15 settembre 2008), e l'amministrazione controllata di Fannie Mae e Freddie Mac, avvenuta una settimana prima. Fra il 2005 e il 2007, infatti, queste due agenzie avevano acquistato RMBS e mutui *subprime* per trilioni di dollari a fronte di riserve di 84 miliardi. Entrambe vennero poste sotto il diretto controllo del governo federale, che inizialmente vi versò 150 miliardi per ripianare le perdite, prevedendo tuttavia di giungere a 363 miliardi. Anche la maggiore compagnia d'assicurazioni del mondo, American International Group, dovette essere salvata dal governo e dalla banca centrale, in quanto aveva garantito contratti CDS sui derivati immobiliari per 527 miliardi di dollari, e tali contratti ora andavano onorati. Inoltre AIG aveva grandi quantità di CMOs in portafoglio. La somma necessaria al salvataggio corrispose all'1.3% del PIL statunitense. In totale, le istituzioni finanziarie che fallirono o vennero salvate dal governo avevano depositi di ammontare corrispondente al 16% del PIL statunitense, mentre nella depressione degli anni trenta le banche fallite avevano depositi corrispondenti al 10% del PIL di allora.

Perché Lehman Brothers non fu salvata, a differenza, per esempio, di Bear Stearns? La loro situazione era simile, ed entrambe erano connesse profondamente con l'intero sistema finanziario statunitense. Probabilmente Lehman fu lasciata fallire per due motivi. 1) Una quantità enorme di denaro pubblico era stato usato per salvare, poche settimane prima, Bear Stearns, Fannie Mae e Freddie Mac, e ciò aveva suscitato proteste. 2) Il ministro del Tesoro Henry Paulson, inoltre, intendeva avvertire la comunità finanziaria che vi era un limite alla prodigalità statale; per il futuro, chi si assumeva rischi avrebbe dovuto farvi fronte anche nella cattiva sorte. Ma governo e Fed decisero nuovamente di intervenire per salvare AIG, per di più ripagando interamente ciascuno dei suoi creditori, invece di imporre loro un rimborso parziale. Il cosiddetto *haircut* non era stato imposto neppure ai creditori di Bear Stearns e di Fanny e Freddie. Successivamente Tesoro e Fed salvarono diverse altre istituzioni con denaro pubblico.

Nel frattempo, crescevano i casi di mancato pagamento delle rate dei mutui, e i prezzi delle abitazioni continuavano a scendere, tanto che a fine 2009 undici milioni di famiglie vivevano in case il cui valore era inferiore a quello del mutuo che avevano contratto. Il clima peggiorò ulteriormente per il fallimento, a fine 2008, di due giganti dell'industria automobilistica come Chrysler e General Motors. La crisi finanziaria contribuì alla loro caduta, in quanto le banche non erano in condizione di poterle aiutare, e, dal lato della domanda di auto, il credito al consumo (spesso dipendente dal valore dell'abitazione) versava in grandi difficoltà. Una crisi finanziaria così grave e generale non poteva non avere effetti sull'economia reale, come si dirà nel seguito.

Per fronteggiare la situazione, nell'ottobre 2008 il governo federale promulgò il Troubled Asset Relief Program (TARP), che, come le decine di contemporanei programmi finanziati dalla Fed, aveva lo scopo di fornire capitali alle istituzioni finanziarie in difficoltà, sia mediante prestiti, che acquistando e assicurando *securities*. TARP poté disporre di 700 miliardi di dollari (ne furono effettivamente usati 430), che vennero forniti alle istituzioni finanziarie a condizioni estremamente vantaggiose per queste ultime. Per esempio, le azioni in mano del governo avrebbero pagato un basso dividendo, e non vi erano obblighi di mantenere o incrementare il volume di prestiti; inoltre, prima che Obama cambiasse questa parte del programma, i limiti alla remunerazione dei managers erano minimi. Le somme prestate col programma TARP, comunque, sono state rimborsate dalle istituzioni finanziarie entro pochi anni. Il programma servì anche a fornire prestiti a Chrysler e General Motors nel corso della transizione al loro salvataggio.

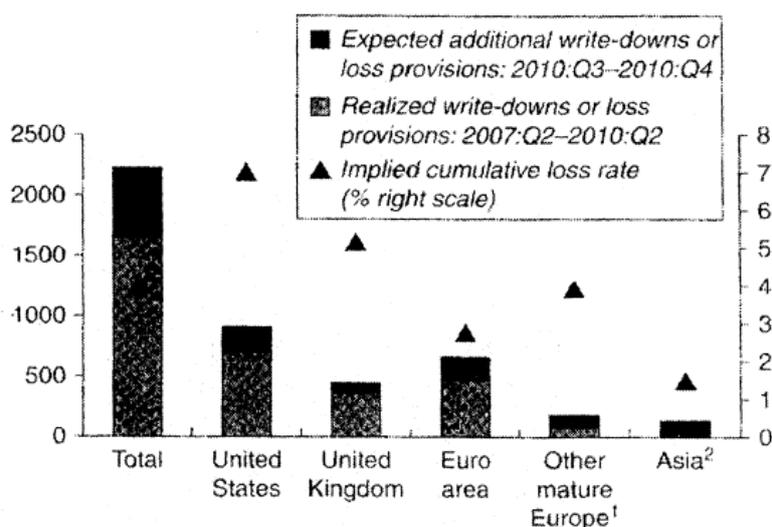
Anche la Fed versò enormi quantità di moneta nel sistema, in parallelo con quanto venivano facendo le banche centrali degli altri paesi colpiti, o suscettibili di venire colpiti, dalla crisi. E, dal gennaio 2009, la Fed iniziò ad acquistare anche prodotti finanziari non tossici o comunque rischiosi, quali ad esempio i buoni del Tesoro a lunga scadenza, allo scopo di accrescere la liquidità del sistema economico e favorire la ripresa dell'economia reale. La manovra, detta *quantitative easing*, fu condotta su enorme scala: 4,5 trilioni di prodotti finanziari vennero acquistati dal 2009 al 2013. Quando il saggio di interesse è già prossimo allo zero, la banca centrale può ancora stimolare

l'economia accrescendo con il *quantitative easing* le riserve delle banche, a costo pressoché nullo per queste ultime, nella speranza che esse aumentino i prestiti come conseguenza. Inoltre, gli acquisti di obbligazioni possono avere l'obiettivo di ridurre i differenziali (*spreads*) di rendimento fra obbligazioni percepite come rischiose e quelle più sicure, favorendo così la normalizzazione dei mercati finanziari.

Nel luglio 2010, presidente Obama, venne approvato dal Congresso il Dodd-Frank Act. Questo limitava il *proprietary trading*, stabiliva regole più severe per la concessione dei mutui, e regolamentava i mercati dei derivati – ma esentava dai controlli le imprese manifatturiere e le compagnie di assicurazioni, di fatto molto attive, negli Stati Uniti e in Europa, nelle operazioni sui derivati.

2.4) Il crollo dei *subprime* americani si ripercuote sulla finanza mondiale.

Il fatto che le *securities* fondate su mutui *subprime* americani fossero state vendute ovunque ha generalizzato la crisi, soprattutto dopo il fallimento di Lehman. Il rischio era stato trasferito su agenti economici, e soprattutto su banche, sparsi dappertutto nel mondo. Le perdite per le banche mondiali, secondo una valutazione del Fondo Monetario Internazionale compiuta nell'ottobre 2010, sarebbero infine ammontate a più di 2.000 miliardi di dollari, distribuiti come risulta dalla **figura 2** (in cui si distingue fra perdite avvenute e perdite previste).



¹Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden and Switzerland.

²Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand and Singapore.

Figure 1.1 Realized and expected write-downs or loss provisions for banks (by region, \$ billion and % of loans)

Source: International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report* (October 2010)

Figura 2

In Gran Bretagna la crisi è stata particolarmente grave, come dimostrato dalla corsa agli sportelli di una banca specializzata in mutui, la Northern Rock, poi nazionalizzata.⁶ Il governo inglese dovette salvare banche gigantesche come Royal Bank of Scotland e Lloyds TSB, investendo una somma pari al 3% del PIL, 87 miliardi di dollari. I problemi originavano non solo dal fatto che alcune istituzioni finanziarie avevano in portafoglio grandi quantità di prodotti “tossici” americani, ma anche dal fatto che la securitizzazione dei mutui era stata praticata pure in Gran Bretagna, dove la bolla immobiliare si era gonfiata – i prezzi delle case erano saliti del 130% fra 1998 e 2004 – nonostante tassi di interesse relativamente alti. A fine 2008, il 18% dei mutui britannici in essere risultava cartolarizzato (a fronte dell’85% negli Stati Uniti).

⁶ Nel corso della crisi sono state rare le “corse” dei depositanti agli sportelli delle banche per ritirare, prima che fosse troppo tardi, le somme depositate. Ciò perché i governi hanno prontamente esteso l’esistente assicurazione pubblica dei depositi a somme maggiori.

Anche in Germania, Austria, Svizzera, Irlanda, Olanda, Belgio, e Danimarca varie banche e assicurazioni dovettero venire aiutate, o salvate dal fallimento, dai rispettivi governi. In Irlanda, il paese europeo più colpito dalla crisi, dove la crescita del prezzo delle abitazioni era stata del 251% fra 1997 e 2007, l'intervento costò 33 miliardi di euro, ossia il 15% del PIL. Tutte le perdite del sistema bancario vennero coperte dallo stato, causando un gravissimo peggioramento dei conti pubblici: nel 2010, il deficit pubblico corrispose al 32% del PIL. Non sorprende che il *rating* del debito sovrano irlandese venisse abbassato dalle agenzie (ottobre 2010). Nel 2009, anche il governo spagnolo dovette intervenire sul sistema bancario; fra 2000 e 2006, quando i prezzi delle case erano saliti del 146%, le banche avevano indiscriminatamente finanziato l'industria edilizia. Si veda la **figura 3** per una quantificazione comparativa della bolla immobiliare, e la **figura 4** per il peso dei mutui rispetto al PIL in vari paesi.

Table 4.2 *Price changes on residential property (%)*, 1997–2010

	1997–2007	2007–8	2008–9	2009–10 ¹
Ireland	251	-10	-19	-17
Great Britain	211	-15	9	3
Spain	189	-3	-6	-3
USA 10 cities in Case-Shiller	171	-19	0	3
Australia	149	-4	14	18
France	139	-3	-4	6
Sweden	138	-2	6	9
Belgium	131	3	-3	7
Denmark	121	-11	-13	3
USA 20 cities in Case-Shiller	120	-18	-3	2
New Zealand	116	-9	1	3
USA average	103	-4	-5	-5
Netherlands	102	-5	-2	4
Italy	98	1	-4	-3
Canada	65	0	1	5
Switzerland	18	4	6	5
Japan	-32	-3	-4	-4
Germany	n/a	1	0	5

¹ Third quarter over third quarter.

Source: *The Economist*, October 25, 2007, March 21, June 6, September 15, 2009, April 17, 2010, October 23, 2010; Organisation for Economic Cooperation and Development, *Economic Outlook*, 86 (November 2009); and the Case-Shiller index, via www.standardandpoors.com/home/en/us

Figura 3

Table 4.4 *The relationship between home mortgages and GDP (%), 1997 and 2006*

Country	1997	2006
USA	46	74
EU	-	49
Denmark	71	101
Netherlands	49	98
Great Britain	55	83
Ireland	24	70
Spain	21	59
Sweden	49	57
Germany	49	51
Finland	29	44
Belgium	25	36
France	20	32
Greece	5	29
Austria	-	24
Italy	7	19

Source: European Mortgage Federation, Hypostat, November 2007 and own calculations for the USA

Figura 4

Casi eclatanti di frenesia speculativa si sono verificati anche in Europa. Dal 2008 l'Islanda ha attraversato una crisi finanziaria gravissima, dovuta all'avventurismo delle sue istituzioni finanziarie e della cecità dei suoi politici: la banca centrale, con due miliardi di dollari di riserve in valuta straniera, permise che le banche si indebitassero in valuta per 40 miliardi di dollari! Le tre maggiori banche islandesi avevano acquistato obbligazioni garantite dai mutui americani, e altri prodotti finanziari in valuta straniera, per un ammontare corrispondente a cinque volte il PIL del paese; le tre banche furono poi nazionalizzate. Fra 2003 e 2007, i valori azionari erano aumentati di nove volte. In Germania, la cassa di risparmio Landesbank Sachsen, di proprietà dello stato di Sachsen, acquistò RMBS e CMO americani per 26 miliardi di dollari, a fronte di un capitale di un miliardo; la cassa dovette venire conglobata, a spese dei contribuenti, entro un'altra banca regionale, di maggiori dimensioni.

2.5) Considerazioni finali.

I problemi che emergono dalla crisi dei mutui *subprime*, ossia le domande a cui rispondere, sono queste:

- a) perché la securitizzazione abbia assunto enormi proporzioni;
- b) come è stato possibile per le banche prestare e operare nei mercati finanziari con volumi tanto maggiori delle riserve disponibili;
- c) come è stato possibile per le agenzie di controllo non accorgersi di quanto stava avvenendo nei mercati;
- d) come è stato possibile che le banche centrali abbiano ignorato le bolle immobiliari e finanziarie, curandosi solo di tenere sotto controllo l'inflazione;
- e) come l'industria delle assicurazioni abbia potuto fare dei derivati una parte essenziale del proprio business;
- f) perché i governi statunitense, inglese, e altri abbiano scelto di aumentare la percentuale delle famiglie che possiedono l'abitazione, e a tal fine abbiano allargato in diversi modi il mercato dei mutui.

Naturalmente non è possibile rispondere in questa sede a tali domande, alcune delle quali, con ogni probabilità, rimarranno senza una esauriente risposta per molto tempo. Tuttavia, a proposito del mancato controllo da parte delle cinque agenzie pubbliche preposte ai mercati finanziari negli Stati Uniti, si può affermare che vi furono leggerezze e incomprensioni (oltre a conflitti fra le agenzie), che condussero a emettere solo raccomandazioni, regolarmente disattese, piuttosto che a imporre sanzioni e regole vincolanti. Colpisce soprattutto la permissività nei confronti dei mutui concessi alla clientela *subprime*, in quanto si trattava di un fenomeno ben visibile, almeno dal 2005, quando il 20% di tutti i nuovi mutui era di quel genere, e il valore del complesso dei mutui *subprime* esistenti era di 1,25 trilioni di dollari. Ma, per altro verso, molti mutui e molti rischi erano nascosti agli occhi dei regolatori, in quanto era cresciuto a dismisura il

cosiddetto “sistema bancario ombra” – composto da vari *lenders* di mutui non bancari, dalle SIV, da Fannie Mae e Freddie Mac, da fondi di investimento di vario tipo, ecc. – che non era controllato dalle agenzie federali. Il colosso delle assicurazioni AIG, per esempio, aveva venduto enormi quantità di CDS, che non erano regolati in quanto ritenuti prodotti finanziari derivati, scambiati sui mercati, ma allo stesso tempo erano di fatto contratti di assicurazione; cosicchè AIG non fu obbligata a tenere riserve a fronte delle possibili perdite sui CDS – mentre doveva farlo nel caso di assicurazioni sulla vita, contro gli incendi, ecc.!

La crescita sostenuta dell’economia reale fra 1992 e 2007 aveva generato un falso senso di sicurezza, fra gli operatori come fra i politici e i regolatori; la stessa bolla azionaria delle imprese collegate alle innovazioni informatiche (la bolla “dotcom”), sgonfiatasi nel 2000-2, aveva avuto un limitato impatto sull’economia reale. Furono pochissimi gli economisti che misero in guardia dagli eccessi del mercato immobiliare, e della relativa finanza. Né lo fecero coloro che dirigevano le banche centrali, primo fra tutti Alan Greenspan, che guidò la Fed dal 1987 al 2006 (quando subentrò Ben Bernanke). Da alcuni osservatori Greenspan è considerato uno dei padri della crisi, per la sua politica di bassi tassi di interesse (fino al 2004) e di liberalizzazione dei mercati finanziari. Greenspan, come altri, riteneva che la bolla immobiliare non fosse tale, in quanto la rivoluzione tecnologica rappresentata dai computer, da internet, dalla telefonia mobile, ecc. permetteva una crescita della produttività, e quindi del PIL, senza paragoni nella storia, promettendo di contenere l’inflazione.

Almeno dal decennio 1980, quello di Reagan e Thatcher, prevaleva in occidente un clima politico e culturale ostile alla regolamentazione pubblica. Negli Stati Uniti tale clima trovava espressione in provvedimenti legislativi come il Commodity Futures Modernization Act (2000), che esplicitamente proibiva alle agenzie di controllo di regolamentare qualsiasi tipo di *swap*, inclusi i CDS, e di chiederne la registrazione nei libri contabili. Ciò significava, nelle parole di un rapporto del Congresso americano sulla crisi (2011), che i regolatori “non potevano neppure chiedere informazioni alle istituzioni finanziarie a proposito delle operazioni compiute sugli *swaps* né sul

relativo portafoglio, e ancora meno potevano regolamentare il loro scambio, o esaminare come gli *swaps* influenzavano il mercato dei mutui o altri mercati finanziari statunitensi”.⁷ Gli stessi regolatori (tutti nominati nel corso della presidenza del repubblicano Bush) erano più affascinati dall’innovazione finanziaria che preoccupati dei suoi rischi. La crisi dimostra come né le banche, né i loro supervisor siano stati in grado di prevedere e controllare gli effetti della deregolamentazione dei mercati finanziari. In parallelo al dogma liberista, nel mondo finanziario si era determinata una cultura di legittimazione dell’avidità (*greed is good*), una volontà di guadagno ad ogni costo, e addirittura un senso di onnipotenza, la cui pericolosità viene intesa solo ora.

La crisi dei mutui, pur gravissima per il volume delle perdite relativamente al PIL delle nazioni coinvolte, ha avuto un impatto sull’economia reale non comparabile a quello della depressione del decennio trenta. Negli Stati Uniti, la disoccupazione ha toccato il 10%, ma nel 1933 era stata del 25%; e le vendite all’asta di immobili di proprietà di mutuatari insolventi aveva riguardato il 13% di tutti i mutuatari nel 1933, e solo il 5% all’ottobre 2010. Naturalmente nel 2009 la crescita del PIL fu pesantemente negativa nei paesi occidentali, mentre i mercati azionari crollarono dopo il picco raggiunto nell’ottobre 2007 (si verificò allora la maggiore caduta settimanale dell’indice Dow Jones dagli anni trenta: -22% fra il 6 e il 10 ottobre 2008. Altri indici mondiali ebbero *performances* simili in quei giorni).

Tuttavia si deve dire che la crisi è stata contenuta con successo dai governi e dalle banche centrali, che sono intervenuti rapidamente e massicciamente, fornendo liquidità e garanzie pubbliche per le istituzioni finanziarie in difficoltà. (Ma, secondo molti analisti, fu un errore lasciar fallire Lehman Brothers). Soprattutto nel momento di vero panico del settembre 2008, fu essenziale assicurare la liquidità del sistema, il che significò, per esempio, garantire i depositi e i crediti nei confronti delle istituzioni finanziarie, quindi le obbligazioni da loro emesse. Soprattutto, gli interventi nei vari paesi sono stati coordinati – ciò non era avvenuto nella depressione degli anni

⁷ US Senate Permanent Subcommittee on Investigations, *Wall Street and the financial crisis: Anatomy of a financial collapse*, Washington, 2011, p. 39.

trenta, quando ciascun paese tentò di salvarsi a spese del vicino, svalutando la moneta e aumentando i dazi doganali. Per tacere del fatto che allora la Fed non intervenne, né per salvare le banche, né per garantire i depositi (lo fece solo nel 1933), né per fornire liquidità. (Per spingere le banche centrali a intervenire, è stata fondamentale l'analisi di Milton Friedman e Anna Schwartz sugli errori compiuti dalla Fed nel corso della depressione degli anni trenta; si veda Romani, *L'economia politica dopo Keynes*, pp. 137-40). La coordinazione degli interventi in tutto il mondo emerse in pieno l'8 ottobre 2008, quando tutte le principali banche del mondo – l'americana, l'europea, l'inglese, la canadese, la svedese, ecc. – tagliarono simultaneamente i saggi di interesse. Per quanto riguarda la gestione del saggio di interesse, tuttavia, va annotato che la Banca Centrale Europea (BCE) lo ridusse per la prima volta molto più tardi della Fed (solo nell'ottobre 2008, dal 4% al 3,25%), mantenendolo successivamente ben più alto di quello americano, di fatto sceso a zero già a dicembre 2008. E nel 2011 la BCE addirittura alzò il saggio di interesse – due volte.

Varie misure sono state adottate, negli Stati Uniti e in Europa, per limitare le criticità messe in luce dalla crisi dei mutui *subprime*. Per esempio, ora alle banche si richiedono riserve maggiori, vengono svolti *stress tests* ossia simulazioni delle conseguenze di una crisi sulle istituzioni finanziarie, la supervisione è stata resa più efficace, i consumatori sono più protetti, ecc. Tuttavia, va osservato che la crisi ha determinato un'ulteriore concentrazione del sistema bancario, dato che le istituzioni più sane hanno assorbito quelle decotte: per esempio, Bank of America ha inglobato Countrywide e Merrill Lynch, Barclays' ha acquistato le attività statunitensi di Lehman Brothers, Santander ha assorbito due banche inglesi specializzate in mutui, ecc. Ed è stato accertato come le grandissime dimensioni non generino affatto una gestione più efficiente ed economica. In molti casi, le istituzioni finanziarie hanno già restituito (a volte con lautissimi interessi) le somme ricevute dal governo, anche e soprattutto per sfuggire ai vincoli che la presenza pubblica nell'azionariato imponeva – principalmente, la limitazione degli stipendi dei banchieri.

La seconda crisi: il debito sovrano in Europa

0. LO STRUMENTO OBBLIGAZIONARIO E LA FINANZA PUBBLICA: NOTE STORICHE

Il mercato delle obbligazioni emesse dagli stati sovrani ha un grande potere politico. In quel mercato, ogni giorno, gli operatori valutano la credibilità delle politiche monetarie e fiscali dei governi. Se quelle di un certo paese sono ritenute suscettibili di aumentare l'indebitamento, il flusso di vendite delle obbligazioni di quel paese aumenta. Ciò riduce il loro prezzo, il che alza il loro rendimento per i nuovi acquirenti (dato dal saggio di interesse che l'obbligazione paga e dal prezzo di acquisto). Un rendimento più alto, che corrisponde a un rischio maggiore di default, implica che per lo stato in questione sarà più costoso prendere a prestito – dovrà pagare cedole maggiori, corrispondenti a saggi di interesse più alti – quando dovrà rifinanziare il proprio debito vendendo nuove obbligazioni. Se, conseguentemente, il deficit (lo squilibrio nei conti annuali) e il debito pubblico (contratto per far fronte ai saldi negativi dei bilanci annuali) aumentano, gli operatori finanziari possono di nuovo giudicare che il rendimento delle obbligazioni sia troppo basso relativamente al rischio, e innescare nuove vendite – il che accresce ancora il costo dei prestiti di cui lo stato ha vitale bisogno. Infine, il governo del paese in questione ha quattro alternative: può dichiarare default e quindi non soddisfare i creditori, detentori delle obbligazioni; può tagliare le spese per ridurre il debito; o, allo stesso scopo, può aumentare le tasse; infine, se il paese non aderisce ad una unione monetaria, può stampare la moneta necessaria ai rimborsi e ai pagamenti degli interessi, ma generando così inflazione. Non vi sono altre strade. In pratica, in una crisi il mercato del debito sovrano finisce col dettare le politiche ai governi – ai quali resta la discrezionalità, certamente non da poco, relativamente alle spese da ridurre e/o ai ceti e gruppi da tassare o penalizzare con l'inflazione.

Due variabili determinano le effettive dimensioni del debito pubblico. La prima è la crescita del PIL: la 'grandezza' di un debito pubblico è relativa alle dimensioni dell'economia, mentre la

sua cifra assoluta e' secondaria. La seconda variabile e' l'inflazione: maggiore questa, minore il peso reale del debito. Si noti infine che, a causa delle sue enormi dimensioni, e perche' si ritiene che i governi siano i destinatari di prestito piu' affidabili, il mercato delle obbligazioni pubbliche determina il saggio di interesse di lungo termine per l'intera economia. Se i valori su quel mercato scendono, aumenta il costo dell'indebitamento per le imprese.

La storia dello strumento obbligazionario è particolarmente istruttiva.⁸ Esso nacque nella Venezia del tardo dodicesimo secolo, per coprire le spese militari, e si sviluppò nel Quattrocento, allorché la città dovette finanziare la lunga guerra contro i turchi (1463-79). Nella Firenze del Trecento, le spese della città per assoldare le compagnie di ventura crearono un ampio deficit nel bilancio pubblico, ripianato con prestiti da parte della cittadinanza. All'inizio del Quattrocento, circa il 70% delle entrate pubbliche fiorentine erano costituite da prestiti, e la somma equivaleva alla metà del valore della produzione annuale del comune. A Venezia come a Firenze, i cittadini ricchi erano di fatto obbligati a prestare in cambio di un interesse, e i prestiti potevano essere venduti ad altri cittadini. Dato che le maggiori famiglie della città reggevano il governo, ed erano anche fra i maggiori prestatori, vi era una ragionevole certezza che i prestiti sarebbero stati onorati. Inoltre il mercato delle obbligazioni aveva una dimensione soltanto locale. Ma i prezzi di queste prime obbligazioni variavano molto, seguendo le fortune militari delle città'. Alcune città fiamminghe e del nord della Francia adottarono sistemi simili per finanziare le spese pubbliche.

Le grandi monarchie assolute dell'età moderna, la francese e la spagnola, ugualmente finanziarono le guerre con prestiti obbligazionari, ma non avevano incentivo a rispettare gli accordi. La monarchia spagnola, soprattutto, sospese ripetutamente i pagamenti ai creditori, in tutto o in parte, nel corso del Cinquecento e Seicento. Di contro, le Province Unite dell'Olanda del Nord riuscirono prima a finanziare la guerra d'indipendenza dalla Spagna, e poi l'espansione commerciale nel mondo, grazie alla creazione di un complesso sistema di strumenti di debito (fra

⁸ Si segue Niall Ferguson, *Ascesa e declino del denaro. Una storia finanziaria del mondo*, Mondadori 2009, cap. 2.

cui anche 'biglietti' di lotterie), fondato sulla credibilita' del loro governo repubblicano. Nel 1650 piu' di 65.000 olandesi avevano investito in tali strumenti di debito. La mole del debito pubblico passo' dai 50 milioni di fiorini nel 1632 ai 250 nel 1752, ma il saggio d'interesse fu in costante diminuzione, giungendo al 2.5% nel 1747.

La Gloriosa Rivoluzione inglese del 1688 determino' condizioni ottimali per il finanziamento pubblico mediante debiti e la creazione di un efficiente mercato per le obbligazioni. Il parlamento rafforzò il proprio potere di controllo sulla spesa del sovrano, impedì la pratica di ridurre il valore intrinseco della moneta (cioè la quantita' del metallo, lasciando inalterato il valore nominale; il *gold standard* fu adottato nel 1717), e inizio' a consolidare (ridurre) il debito pubblico esistente. La Banca d'Inghilterra, creata nel 1694, si assunse il compito della gestione del crescente debito pubblico inglese, che divenne molto 'liquido', ossia facile da vendere e comprare. La **figura 5** mostra un'obbligazione governativa al 5%, acquistata da Anna Hawes, senza data di scadenza (*perpetual bond*); il governo poteva riacquistarlo solo a un prezzo uguale o superiore al valore nominale (*par*). Il *default* non si verificò piu' in Gran Bretagna, ma continuo' a verificarsi in Francia, dove continuava l'assenza di ogni controllo politico sulla spesa del monarca. I ruoli nell'amministrazione e gli appalti per la riscossione delle tasse erano venduti, senza alcuna preoccupazione per l'efficienza, mentre la creazione di debito pubblico avveniva a un costo sempre piu' alto. Una banca centrale fu creata solo nel 1800.

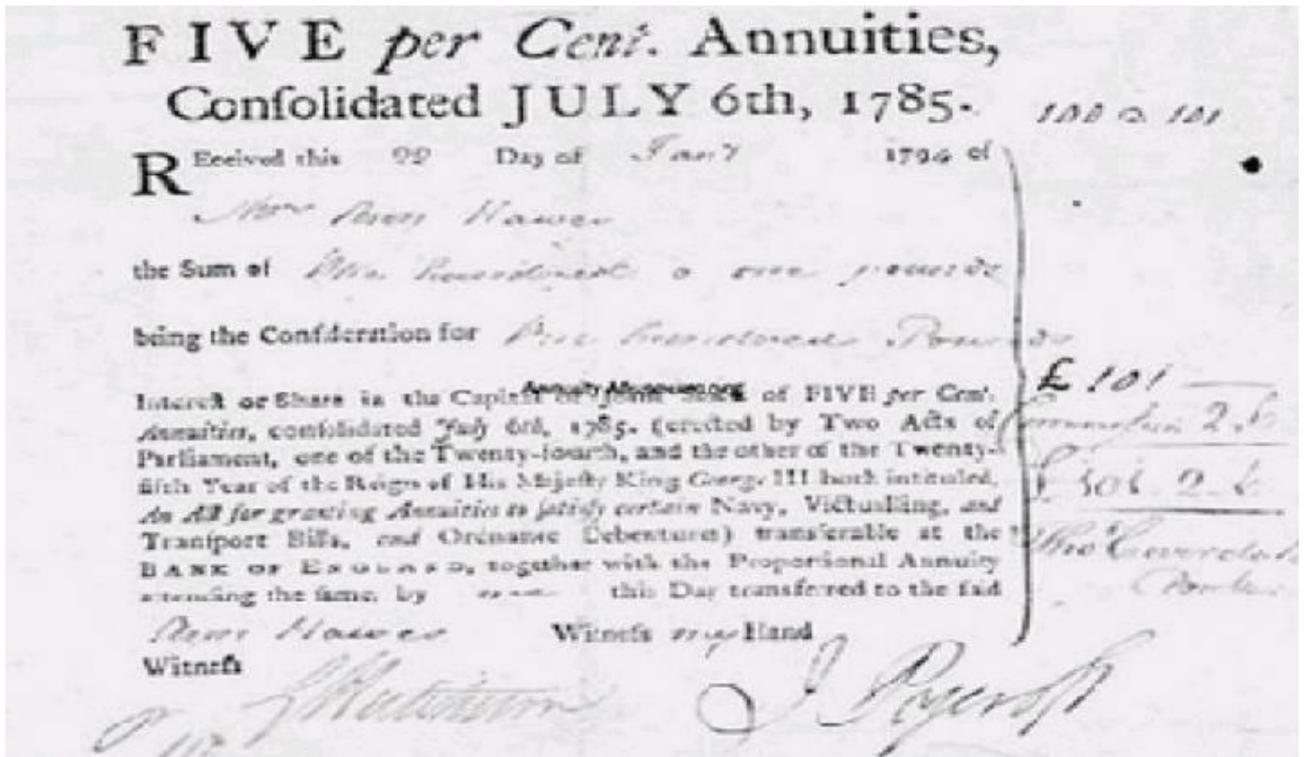


Figura 5

Le fortune della Banca Rothschild crebbero decisamente, fino a configurare un vero e proprio impero finanziario nell'Ottocento, grazie alla speculazione nel mercato obbligazionario inglese. Nathan Mayer Rotschild (1777-1836), con base a Londra, fu il banchiere a cui il governo britannico si rivolse per poter disporre delle grandi quantità d'oro necessarie a condurre le guerre contro Napoleone (per il pagamento dei salari dei soldati, il sostegno economico degli alleati, ecc.). Grazie al *network* familiare esistente in Europa, Nathan svolse egregiamente tale compito; ma, ritenendo erroneamente che la fase finale della guerra, effettivamente conclusasi a Waterloo, sarebbe stata lunga, si trovò nel 1815 a disporre di enormi quantità d'oro che venivano costantemente deprezzandosi. Il rischio del fallimento era reale. Per il finanziamento delle guerre napoleoniche, fra 1793 e 1815 la Gran Bretagna aveva emesso un volume di obbligazioni senza precedenti – il doppio dell'output annuale dell'intera economia – e per questo, oltre che per l'incertezza dell'esito della guerra, il prezzo dell'obbligazione al 3% era sceso fino al 50-60% del valore nominale. Nathan allora iniziò a comprare grandi volumi di *bonds*, ritenendo che, conclusasi

la guerra, questi sarebbero stati emessi in quantità molto minori. Nathan aspetta due anni per realizzare i guadagni, e infine ottiene un profitto equivalente a 600 milioni di sterline odierne.

Nei decenni successivi, la casa Rothschild dominò la finanza internazionale e soprattutto il mercato obbligazionario, finanziando, fra l'altro, anche le emissioni obbligazionarie dei governi dello Stato Pontificio, del Regno delle due Sicilie, e del regno sabauda. Tipicamente, la banca acquistava per sé una trancia di nuove obbligazioni (che la casa voleva sempre denominate in sterline, la moneta forte dell'epoca), direttamente dall'emittente, e distribuiva il resto ai propri clienti. L'Ottocento fu l'età d'oro del *rentier* europeo: *defaults* nel continente non ci furono, le monete erano ancorate all'oro e perciò stabili, la tassazione sugli interessi era zero o vicina allo zero, e le finanze dei paesi extraeuropei (Africa, America del sud) erano vigilate da vicino dall'Europa (ma l'Argentina dichiarò *default* nel 1890). Nel corso della prima guerra mondiale – l'evento che pose fine alla lunga fase di stabilità finanziaria e crescita economica nel mondo – gli imperi centrali non poterono accedere ai mercati internazionali (Londra, Parigi, e New York) per vendere le proprie obbligazioni, e per questo motivo, una volta saturo il mercato interno, dovettero ricorrere all'emissione di crescenti volumi di moneta cartacea; dovettero farlo prima, e in maggiori quantità, dei paesi Alleati, in tal modo gettando le premesse della maggiore instabilità monetaria che vi fu negli imperi centrali dopo il 1918, e in particolare dell'iperinflazione in Germania. Il regime bolscevico dichiarò *default* su tutto il debito contratto dai governi precedenti.

Il mercato obbligazionario è enormemente cresciuto dalla fine degli anni 1970 in poi. Le cause sono state il controllo dell'inflazione e quindi la maggiore certezza del valore reale di interessi e principale; la riduzione negli *spreads* delle obbligazioni emesse dai paesi emergenti, nonostante i *defaults* argentini (1982, 1989, 2002 e 2004) e russo (1989); una domanda sempre crescente, soprattutto da parte di fondi pensione; e l'invecchiamento della popolazione, che appunto ha indotto a investire in prodotti a reddito fisso e molto affidabili. Dal 1945, il debito pubblico dei paesi industriali è cresciuto principalmente per coprire le spese del *welfare*, e non più per finanziare guerre.

1. LA CRISI: OSSERVAZIONI GENERALI

[**Avvertenza: quanto segue è stato scritto nel settembre 2013.**] Il nocciolo della crisi del debito sovrano è che, per effetto di massicce vendite delle obbligazioni da loro emesse, e quindi della crescita dei rendimenti, l'Italia, la Spagna, il Portogallo, l'Irlanda, e la Grecia sono state costrette a pagare interessi così alti per rifinanziarsi da non essere sostenibili nel medio periodo. La Grecia, di fatto, ha già dichiarato default, obbligando i detentori delle obbligazioni nazionali ad accettare una forte decurtazione sia nel principale che negli interessi (febbraio 2012). Al momento di scrivere questa dispensa (settembre 2013), la Spagna, l'Irlanda e il Portogallo sembrano avere risolto alcuni dei loro problemi; lo stesso può dirsi dell'Italia, dove si è verificato un netto calo dei rendimenti delle obbligazioni governative. Ma la situazione italiana, in assenza di crescita del PIL e di fronte a una perdurante instabilità politica, presenta diverse incognite nel medio e lungo periodo.

La peculiarità della crisi risiede nell'adesione di questi paesi alla moneta europea, per cui l'interconnessione fra le crisi nazionali e il resto dell'area dell'euro è molto elevata. Diversi commentatori hanno indicato un limite strutturale nella costruzione dell'unità economica europea: l'unione monetaria – la moneta comune, la Banca Centrale Europea – non è affiancata dall'unione fiscale. Paesi con lo stesso sistema monetario sono liberi di applicare le misure che preferiscono relativamente alla spesa e alla tassazione, nonostante fin dal Trattato di Maastricht del 1992 gli stati si siano impegnati a contenere la spesa e l'indebitamento. I limiti di un simile assetto sono emersi pienamente nel caso greco, allorché stipendi e pensioni troppo generosi nel settore pubblico hanno svuotato le casse, ma Atene non ha potuto stampare moneta e in tal modo risolvere il problema (benché solamente nel breve termine e a costo di un aumento nell'inflazione), in quanto, aderendo all'euro, aveva delegato la sovranità monetaria alla BCE. Si potrebbe pensare che spetti allora alla BCE intervenire in situazioni del genere, fornendo la moneta necessaria. Ma ciò non è possibile, almeno in linea di principio, alla luce dell'esclusivo compito che i governi dell'eurozona hanno assegnato per statuto alla banca europea, la lotta all'inflazione – ossia mantenere stabili i prezzi,

limitando inflazione e deflazione. La Grecia potrebbe ritornare alla dracma, ma ciò innescerebbe un processo inflattivo di grandi proporzioni nel paese, i cui esiti, sia economici che politici, sarebbero imprevedibili; e forse vi sarebbero contraccolpi nell'intera area dell'euro..

Public Debt and Debt to GDP - 2010

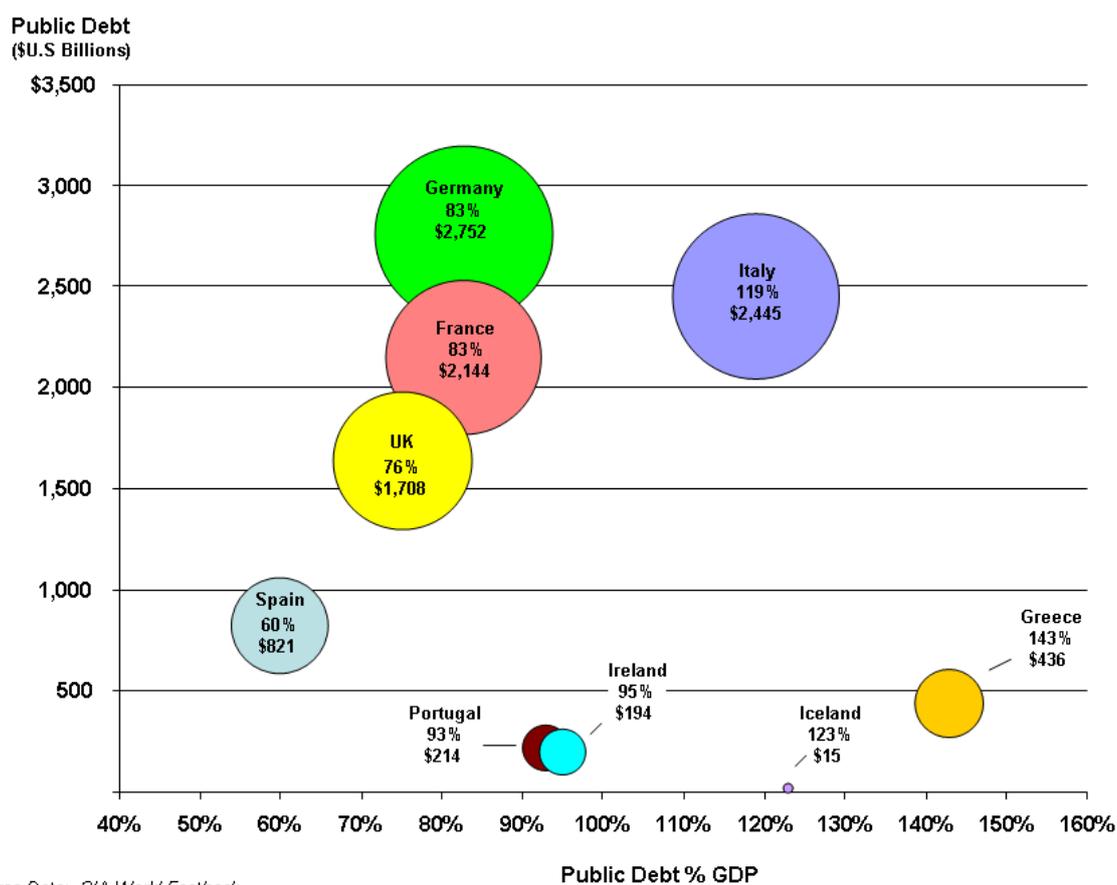


Figura 6

La **figura 6** mostra l'ammontare assoluto del debito pubblico di alcuni stati europei, e, quel che è più rilevante, la percentuale del debito sul PIL. Lo stato delle finanze pubbliche nell'insieme dell'area euro, comunque, non è peggiore di quello degli Stati Uniti o della Gran Bretagna: il deficit è più basso, e il rapporto debito/PIL, dell'86% nel 2010, è simile a quello americano. Inoltre l'indebitamento delle famiglie relativamente al loro reddito è molto inferiore a quello dei paesi anglosassoni. Quali sono stati, allora, i fattori scatenanti la crisi europea? Detto della divaricazione fra politica monetaria e fiscale, le altre cause sono probabilmente state queste: 1) il generale

aggravarsi dei bilanci pubblici per effetto degli interventi richiesti dalla crisi dei mutui *subprime*; 2) la recessione innescatasi nel mondo occidentale a seguito di quella crisi; 3) la sfiducia nella costruzione economica europea da parte di molti operatori finanziari, soprattutto anglosassoni, e la conseguente speculazione al ribasso; 4) la diffusione di CDS “nudi” quali strumenti molto efficienti e poco costosi (ma niente affatto trasparenti) per prendere posizioni ribassiste; 5) l’inedita cautela da parte delle agenzie di *rating*, che ora peccano nella direzione opposta, decidendo frequenti declassamenti nell’eurozona che accentuano il pessimismo degli operatori. Ma vi sono anche ragioni peculiari a ogni stato coinvolto. Da decenni l’Italia ha un debito pubblico superiore al 100% del PIL, mentre l’economia reale è stagnante (il che riduce le entrate) e si tollera una enorme evasione fiscale; la Grecia, dove la corruzione è endemica, ha condotto una politica fiscale irresponsabile; il Portogallo ha speso troppo per i funzionari pubblici; i governi irlandesi sono pesantemente intervenuti per salvare le banche esposte nella bolla immobiliare del loro paese; e sono emerse le debolezze del sistema bancario spagnolo.

Il punto è che, nei paesi europei coinvolti, la crisi finanziaria induce una crisi dell’economia reale, a causa delle misure imposte dai governi per risanare i bilanci, ossia tasse più alte e spese più basse. L’economia reale soffre anche a causa della maggiore cautela delle banche, che, acquistati grandi volumi del debito pubblico nazionale (per tacere della grande diffusione del debito greco in tutta Europa), ora soffrono perdite a causa del suo minor valore. È quanto accade soprattutto in Italia e Spagna. La crisi del debito sovrano è così divenuta, per contagio, una crisi bancaria. E nonostante la disoccupazione aumenti, gli stati non possono intervenire, per esempio sovvenzionando le imprese o estendendo le misure di protezione sociale. Se un governo lo facesse, lo *spread* (la differenza fra la remunerazione delle obbligazioni nazionali e quella di un’obbligazione di riferimento, di solito emessa dallo stato tedesco) salirebbe immediatamente, in quanto l’aggravarsi del deficit conseguente all’intervento farebbe sì che gli operatori vendano le obbligazioni nazionali. Più in generale, la crisi finanziaria genera timori e sfiducia, ossia una situazione economica in cui i privati preferiscono risparmiare piuttosto che comprare e investire. Si

osservi che la crescita bassa o negativa dei redditi diminuisce il gettito fiscale perchè le aliquote si applicano a una minore materia imponibile. Per altro verso, la crisi potrebbe rappresentare un'occasione per realizzare riforme economiche ed amministrative rimandate da tempo.

2. I CASI NAZIONALI: GRECIA, IRLANDA, PORTOGALLO, SPAGNA, ITALIA

L'economia greca soffrì particolarmente della recessione seguita alla crisi dei mutui, in quanto i settori economici principali, il turismo e i trasporti navali, risentono molto di una congiuntura sfavorevole. Soprattutto, la crescita del settore pubblico in Grecia risultava da pressioni politico-clientelari, e i servizi pubblici erano perciò inefficienti e costosi; l'evasione fiscale era ampiamente tollerata. Il debito primario (cioè escludendo gli interessi), già notevole, crebbe ulteriormente nel 2009. Il primo prestito fu richiesto al Fondo Monetario Internazionale e all'Unione Europea nell'aprile 2010, e, come il successivo del febbraio 2012, fu concesso a condizione che si mettessero in atto provvedimenti miranti al risanamento del bilancio. Una misura di parziale default venne concordata fra il governo greco e i maggiori investitori privati all'inizio del 2012. Attualmente la Grecia versa ancora in una crisi profonda, e solo a fatica si intravede un sentiero di sviluppo che, accrescendo le entrate fiscali, possa alleviare il processo di transizione. Nel novembre 2011, la disoccupazione complessiva era del 19,9%, e quella giovanile del 48,1%. Un altro problema è che la comunità internazionale non ritiene pienamente affidabili le controparti greche, alla luce sia dei trucchi contabili che permisero al paese di aderire all'euro nascondendo molte spese (si ricorse ai derivati, con l'assistenza di banche di investimento americane), che degli anni di irresponsabili eccessi nella spesa pubblica precedenti la crisi.

Il caso irlandese è diverso. Qui la crisi del debito pubblico si dovette alla garanzia statale offerta, a fine settembre 2008, alle sei maggiori banche del paese, che si erano rovinosamente esposte per finanziare l'espansione immobiliare. Lo stato decise, cioè, di salvare dalle perdite i detentori del debito di quelle banche. La banca Anglo Irish, per esempio, ebbe perdite per 34 miliardi di euro, a fronte di prestiti per 72 miliardi. La disoccupazione raggiunse il 14% nel 2010

dal 4% nel 2006, mentre il deficit raggiunse il 32% del PIL dal surplus del 2007. Il paese ottenne un prestito internazionale nel novembre 2010, e sembra avviato a risolvere lo squilibrio nei conti.

Anche il Portogallo ottenne, nel maggio del 2011, un prestito da parte del Fondo Monetario Internazionale e dell'Unione Europea. Il governo si impegnò a ridurre gradualmente il deficit di bilancio, e a condurre una politica di privatizzazioni. Gli stipendi del settore pubblico, che erano stati una delle voci principali di una spesa pubblica eccessiva, furono congelati o ridotti. La riduzione del deficit indicata come obiettivo per il 2012 è stata ottenuta con largo anticipo.

Rispetto agli altri paesi occidentali, il debito pubblico spagnolo è inferiore, ammontando al 60% del PIL. Ma è grande in cifra assoluta, posto che la Spagna è la quarta maggiore economia dell'eurozona – con il rischio, che è anche dell'Italia, di essere “troppo grande per poter venire salvata”. Il deficit nel 2009 era notevole, l'11,2% del PIL, per scendere all'8,5% nel 2011. Anche i governi regionali hanno speso troppo, e alcuni di essi ora rischiano il default. Il problema maggiore riguarda le banche, che si sono molto esposte nella bolla immobiliare che ha retto la crescita spagnola negli ultimi anni. Per salvarle è dovuto intervenire il governo nazionale, mentre si discute di un prestito da parte della comunità internazionale (luglio 2012). La Spagna ha attraversato una forte recessione, esemplificata da una disoccupazione del 25%, un livello da depressione degli anni trenta del Novecento. Ma il PIL è cresciuto nei primi mesi del 2013, e al momento di scrivere lo *spread* fra l'obbligazione spagnola di riferimento e quella tedesca è a un livello sostenibile, dopo che il saggio di interesse sul titolo spagnolo era stato superiore al 7%.

I deficit italiani non sono ampi, ma il debito è del 120% del PIL, ammontando a 1,9 trilioni di euro. La situazione è aggravata dal fatto che, da oltre un decennio, l'Italia cresca meno della media europea, e che si susseguano governi che, per varie ragioni, non hanno la forza di compiere riforme sostanziali della spesa pubblica in direzione dell'efficienza. È invece positivo che il debito italiano abbia scadenze ‘lunghe’ e che, come in Spagna, una parte sostanziale di esso sia detenuta da investitori nazionali.

3. LE RISPOSTE ALLA CRISI

Per quanto riguarda le misure prese dalle istituzioni europee per contrastare la crisi, la politica della Banca Centrale Europea guidata da Jean-Claude Trichet (fino all'ottobre 2011) e' stata criticata da molti osservatori. Il rialzo del saggio di sconto di 25 punti base nel luglio 2008, quando venne portato al 4,25%, ha inspiegabilmente ignorato la tempesta che stava addensandosi negli USA, i problemi di varie banche europee (come Paribas) che avevano investito negli RMBS americani, e le bolle immobiliari in Spagna e Irlanda. Si voleva combattere l'inflazione, il cui aumento, tuttavia, era dovuto solo alla momentanea salita dei molto volatili prezzi dell'energia e delle materie prime. Il saggio di sconto fu poi abbassato nell'ottobre, nel novembre, e nel dicembre 2008, e si rese disponibile la liquidita' che le banche europee potessero richiedere, a condizioni meno gravose che in precedenza. Ma nel 2011 il saggio di sconto fu nuovamente aumentato. La BCE sotto Trichet fece il minimo necessario, secondo una politica ambivalente di *stop and go* che non riuscì a far cambiare direzione ai mercati del debito sovrano. Si pensa che la Banca temesse, qualora fosse intervenuta piu' decisamente, di alleggerire la pressione sugli stati in difficolta' affinche' riformassero le loro economie. La ristrutturazione del debito greco, di conseguenza, e' stata tardiva.

Per convincere gli operatori finanziari dell'irreversibilita' dell'euro, i fondi volta a volta stanziati dai governi, dalla BCE, e dall'Unione europea non si sono rivelati sufficienti. Quale sola istituzione autorizzata a stampare moneta, la BCE può impiegare per l'acquisto di obbligazioni dei paesi in crisi somme teoricamente illimitate – ed è stata questa la garanzia che i mercati del debito sovrano hanno richiesto. Questi si sono normalizzati solo a seguito di un discorso tenuto alla fine di luglio 2012, di fronte agli investitori londinesi, dal nuovo presidente della Banca Centrale Europea, l'italiano Mario Draghi, che ha annunciato l'intenzione di difendere la moneta europea “ad ogni costo”. Il discorso segnalava che la BCE avrebbe infine adottato, se necessario, la misura a cui si è fatto riferimento sopra: acquistare, senza alcun limite, il debito sovrano dei paesi in difficoltà, allo scopo di risollevarne il prezzo e ridurre così lo *spread* rispetto alle obbligazioni tedesche. Durante

la precedente presidenza di Trichet, la BCE aveva sì acquistato obbligazioni spagnole e italiane, ma avvertendo che si trattava di interventi limitati e temporanei; e i mercati avevano continuato a speculare al ribasso. Draghi, eletto alla presidenza della banca europea nel novembre 2011, adottò politiche più espansive del suo predecessore, fra cui il rifinanziamento delle banche commerciali consistente in prestiti, a tassi minimi (1%), per la durata di tre anni. Così rifinanziate, le banche europee poterono non solo migliorare in modo decisivo i propri conti, e quindi, si sperava, estendere il volume di prestiti agli imprenditori, ma anche acquistare il debito sovrano.

Un problema dell'intervento europeo è stato la macchinosità delle procedure, dovuta al fatto che l'Unione monetaria per statuto non prevede il trasferimento di fondi fra gli stati membri, e quindi ogni misura ha dovuto essere approvata mediante lunghe negoziazioni inter-governative. Ciò ha deteriorato la credibilità e l'impatto degli interventi. In ottobre 2011 è stata ratificata la costituzione di una temporanea European Financial Stability Facility, poi divenuta European Stability Mechanism, un fondo permanente per il sostegno del debito sovrano dei paesi in difficoltà dotato di 500 miliardi di euro. I paesi europei sottoscrittori si impegnavano a fornire prestiti, a condizione che i paesi che li ricevevano adottassero misure di austerità fiscale nel contesto di riforme strutturali. Come accennato sopra, nel dicembre 2011, e poi nel febbraio 2012, la BCE ha attivato un prestito alle banche europee (un trilione e 200 miliardi di euro, per tre anni, a un saggio dell'1%), che è effettivamente riuscito a dar loro respiro. Una misura minore, ma interessante alla luce delle precedenti pagine sui prodotti derivati, è che nel 2010 e poi nel 2011 vari stati e il Parlamento Europeo hanno vietato le operazioni di borsa sui CDS "nudi" con titoli sottostanti dei debiti sovrani. In tal modo si ostracizzava il sistema più comune per 'scommettere' contro i paesi europei in difficoltà.⁹

L'acquisto del debito sovrano da parte della BCE incontrava (e incontra) l'opposizione della banca centrale tedesca, la Bundesbank. Il suo presidente, Jens Weidmann, ha più volte affermato

⁹ Nel settembre 2008 anche gli Stati Uniti, il Regno Unito, e altri paesi hanno vietato le operazioni al ribasso "nude" per alcune settimane.

che l'intervento della BCE sui mercati obbligazionari contraddice il suo compito statutario esclusivo, la lotta all'inflazione, in quanto la stampa della nuova moneta richiesta per l'acquisto delle obbligazioni dei paesi in crisi non potrà non alzare i prezzi. L'esperienza dell'iperinflazione negli anni venti del Novecento ha certamente contribuito alla posizione tedesca, che, peraltro, risente anche del successo della politica seguita dalla Bundesbank nel corso degli anni settanta. Allora, di fronte a una crescente disoccupazione, la banca rifiutò di espandere l'offerta di moneta (come stava facendo la maggioranza dei paesi europei), e la Germania riuscì a superare la crisi prima e meglio della maggior parte dei paesi occidentali.

La scelta di Draghi di mettere in campo una illimitata quantità di risorse per contrastare la speculazione al ribasso era motivata da rinnovati timori per la stabilità finanziaria della zona euro. I costi per il rifinanziamento dei debiti italiano e spagnolo erano cresciuti nell'estate 2012, e con essi gli interessi richiesti dalle banche di quei paesi per sostenere le imprese. Si diffondevano voci relative ai piani che gli stati e i grandi operatori economici stavano approntando, in gran segreto, per fronteggiare il prossimo crollo dell'euro e la conseguente corsa dei depositanti agli sportelli bancari.

Draghi è stato molto abile nel cercare appoggi nel governo tedesco, aggirando l'opposizione della Bundesbank. Il programma Outright Monetary Transactions (OMT) è stato annunciato nell'agosto 2012. L'intervento della BCE per aiutare con acquisti i singoli paesi prevede che la liquidità immessa con le OMTs sia "sterilizzata", ossia riassorbita, per esempio vendendo altri titoli, allo scopo di evitare inflazione. L'intervento è condizionato all'accettazione, da parte del governo interessato, di regole stringenti per contenere la spesa e ripianare il debito. Solo allora la banca metterà in pratica il piano di acquisti. Grazie a tale aspetto del provvedimento, Draghi è riuscito a ottenere il decisivo appoggio della cancelliera Merkel e del suo ministro delle finanze Wolfgang Schäuble, i quali si rendevano conto che i fondi già stanziati erano insufficienti e di lenta applicazione, ma temevano che un aiuto indiscriminato offerto ai paesi in difficoltà indebolisse la loro volontà di tornare a un sano regime finanziario. In altre parole Grecia, Italia, e Spagna, una volta garantite dal *default* dallo scudo della BCE, avrebbero potuto tornare alle antiche abitudini:

sprechi nella spesa pubblica, deficit di bilancio, scarsa attenzione ai conti di lungo periodo, e mano libera all'evasione fiscale. Ma, così congegnato, lo scudo della BCE impone ai governi di seguire le buone pratiche fiscali, affidandone il monitoraggio alle agenzie internazionali. Inoltre, il trattato detto Fiscal Compact, del dicembre 2011, ora impegna i paesi a indicare un deficit massimo del 3% del PIL nella costituzione. Anche il presidente francese François Hollande ha sostenuto l'opera di Draghi, esercitando pressioni sul governo tedesco. Al momento di scrivere il banchiere italiano sembra aver vinto la partita, nonostante i media tedeschi continuino a deplorare l'OMT, e la Bundesbank a ritenere che questa equivalga a finanziare i governi in crisi stampando cartamoneta. Ma la posizione della Bundesbank è indebolita sia dal disaccordo con il governo nazionale, sia dal fatto che essa non ha alcuna alternativa da offrire per la soluzione della crisi. Per altro verso, la posizione tedesca – la riluttanza a intervenire nella crisi, e la mancata comprensione del fatto che la crisi greca metteva a rischio l'esistenza dell'euro – ha indicato la fragilità della solidarietà europea in un tornante cruciale.

Il caso della Grecia si è rivelato di gran lunga il più problematico. Per nascondere le effettive condizioni del paese, l'ufficio di statistica e le autorità finanziarie nazionali avevano fornito cifre false, e questo fino al settembre 2009. La classe politica era corrotta, incompetente, e troppo facile alle promesse elettorali. Dal canto suo, la cosiddetta Troika (Fondo monetario, BCE, e Commissione europea), che ha imposto misure di risanamento in cambio dei prestiti e della ristrutturazione del debito, ha sottostimato l'impatto dei tagli alla spesa pubblica su un'economia relativamente chiusa allo scambio con l'estero come la Grecia. Le previsioni della Troika sugli effetti dei tagli si sono rivelate molto ottimistiche: l'economia greca ha subito una contrazione, negli anni 2010-12, tre volte maggiore di quella prevista. Va inoltre osservato che i costi della crisi del debito sovrano sono stati e saranno sopportati in larga misura dai paesi interessati, e non dalla Germania e gli altri paesi del nord Europa. Alla Grecia si è chiesto di ridurre il deficit di bilancio dell'11% del PIL in tre anni; l'Irlanda del 9% in cinque anni, e il Portogallo del 6% in tre anni. E i fondi europei servono in primo luogo a garantire il pagamento degli interessi su obbligazioni

detenute in gran parte dalle banche tedesche, francesi, austriache, belghe, olandesi, e dalla stessa BCE.

In conclusione, durante la crisi del debito dell'eurozona sono pienamente emersi i problemi causati da una costruzione europea ancora incompleta. Rinunciare all'euro comporterebbe abbandonare il grande risultato del mercato unico, e indebolire gravemente l'alleanza politica fra i paesi europei; ma l'area dell'euro soffre evidentemente della struttura dicotomica del governo economico, con la politica monetaria centralizzata e quella fiscale lasciata agli stati. Al momento, la possibilità di centralizzare anche quest'ultima pare remota.

4. LE RADICI DELLA CRISI

Le basi dell'Unione monetaria europea del 1999 furono gettate con il trattato di Maastricht del 1992. Le trasformazioni in senso anti-keynesiano intervenute nella scienza economica dagli anni settanta in poi influenzarono l'accordo, in un duplice senso. 1) Non si riteneva più che la politica fiscale fosse necessaria a stabilizzare le economie, e dunque questa non rientrò fra le competenze della Banca centrale, che doveva limitarsi a una politica monetaria di contenimento dell'inflazione. Si stabilì soltanto che il rapporto fra il deficit dei governi e il PIL non dovesse superare il 3%, e che il rapporto fra il debito pubblico e il PIL non dovesse superare il 60%. 2) Ritenendo che la gestione della domanda fosse irrilevante per la crescita, si adottò la dottrina secondo cui la crescita risulta sempre e comunque da riforme dal lato dell'offerta, intese cioè a rendere più efficienti i mercati delle merci, del lavoro, e del capitale. Si riteneva che la disciplina del mercato unico e della moneta unica – la concorrenza, insomma – avrebbe forzato i paesi a predisporre riforme liberalizzatrici, rendendo omogenee le varie economie. Ma le cose sono andate diversamente.

È stato osservato che, in larga approssimazione, le economie europee sono di due tipi fondamentali.¹⁰ Vi sono in primo luogo economie come quelle della Germania, Olanda, Austria,

¹⁰ Si veda per esempio Peter A. Hall, "The economics and politics of the Euro crisis", *German Politics*, 21, 2012, pp. 355-71.

Danimarca e Finlandia. Essendo orientate all'esportazione, non richiedono politiche di stimolo alla domanda interna, che, inoltre, di regola conducono ad aumenti salariali che minacciano la competitività delle esportazioni. Queste economie si sono avvantaggiate notevolmente dalla creazione dell'area euro: la moneta unica dà loro un vantaggio sui mercati dei paesi limitrofi, che non possono più svalutare le monete nazionali allo scopo di promuovere le loro esportazioni (come tradizionalmente faceva l'Italia, ad esempio). Il secondo gruppo di economie include l'Italia, la Spagna, il Portogallo, e la Grecia. Qui lo sviluppo è trainato dalla domanda interna, ed è favorito periodicamente da politiche pubbliche di stimolo. Queste hanno effetti inflazionistici; e se, come nei paesi citati, i sindacati sono forti e divisi in varie organizzazioni, rendendo perciò difficile il coordinamento della politica salariale, crescono di conseguenza anche i salari, danneggiando le esportazioni. Per limiti istituzionali, tali paesi non riescono a generare i flussi costanti di piccole innovazioni tecnologiche che permettono di crescere aumentando le esportazioni. L'Unione monetaria, come detto, ha reso impossibile svalutare per contrastare la ricorrente perdita di competitività (e riequilibrare la bilancia dei pagamenti rendendo più costose le importazioni).

Per effetto della diversità fra questi due gruppi di economie, una fondamentale asimmetria si è stabilita nell'Unione monetaria fin dai suoi esordi. I paesi esportatori adottarono una politica fiscale prudente, contenendo i salari e sostituendo capitale a lavoro; il secondo gruppo, invece, condusse politiche fiscali moderatamente espansive – l'Italia e' stata comunque la meno prodiga. Nei paesi del secondo gruppo l'inflazione fu più forte che nei paesi del primo gruppo, generando salari più alti e pertanto una perdita di competitività internazionale. Fra 1999 e 2009, la crescita della domanda interna fu del 38% in Grecia, del 32% in Spagna, e del 30% in Irlanda; in Italia fu del 8%, e in Germania del 3%.

Un altro effetto dell'Unione monetaria fu il ridursi dei costi necessari agli stati membri per finanziarsi (ossia si poterono pagare interessi più bassi sul debito pubblico). Ciò avvenne grazie alla garanzia per i mercati rappresentata dalla Germania, e anche per effetto dell'inflazione (come detto, maggiore al sud che al nord dell'Europa), che la Banca centrale decise di non soffocare. Allo

stesso tempo, negli stati europei esportatori si determinarono forti surplus nella bilancia dei pagamenti, che le banche di quei paesi prestarono massicciamente a imprese e governi dei paesi del secondo gruppo, in tal modo favorendo la loro politica di espansione della domanda interna. Ma il loro livello di indebitamento crebbe notevolmente, rendendoli vulnerabili alla crisi finanziaria che iniziò negli Stati Uniti.

Economisti e austerità: il saggio di Reinhart e Rogoff

Che un alto debito pubblico rallenti la crescita non è stato dimostrato in modo convincente, nonostante gli sforzi ripetuti degli economisti anti-keynesiani. Nell'immediato dopoguerra, le implicazioni della *Teoria generale* relativamente al debito pubblico furono sviluppate da Abba Lerner (si veda Romani, *L'economia politica*, pp. 99-101). Successivamente il dibattito si è concentrato sulla neutralità o meno del debito pubblico, ossia se esso debba essere calcolato come parte della ricchezza netta di un sistema economico; in caso di risposta negativa, ossia nell'ipotesi della neutralità, si suppone che gli operatori (le famiglie e le imprese) scontino al momento dell'emissione di nuovo debito le imposte che verranno predisposte in futuro per finanziare il servizio e la restituzione del prestito.

Nel corso del 2008-10 i debiti pubblici dei paesi colpiti dalle crisi finanziarie crebbero rapidamente per effetto degli interventi di salvataggio. Alcuni ambienti politici ed economici – per esempio entro il Partito repubblicano statunitense – videro tale aumento con preoccupazione, e raccomandarono “austerità” nella spesa pubblica. Secondo un interprete, già nel febbraio 2010 i ministri delle finanze dei sette maggiori paesi, riuniti in Canada, avrebbero deciso che la nuova priorità fosse contenere la crescita del debito.¹¹ Venne largamente citato un saggio pubblicato nello stesso anno dagli economisti di Harvard Kenneth Rogoff e Carmen Reinhart, in cui si dimostrava come, superata la soglia del 90% del PIL, il debito pubblico limitasse sostanziosamente la

¹¹ Neil Irwin, *The alchemists: Three central bankers and a world on fire*, Penguin, 2013.

crescita.¹² Fra coloro che citarono questo saggio, e spesso solo questo saggio, per supportare una politica economica “austera”, vi furono il candidato vice-presidente Paul Ryan nel documento dei Repubblicani sulla finanza pubblica (2013), il commissario europeo per gli affari economici Olli Rehn, e la direzione del *Washington Post*; decine di articoli e servizi nei media a stampa e televisivi diedero notizia di questo testo; e gli stessi autori ne presentarono il risultati al Senato statunitense (9 febbraio 2010), e ai lettori del *Financial Times* (28 gennaio 2010).

Il saggio è molto breve, e puramente empirico, ossia gli autori ricostruiscono e discutono dati statistici senza inserirli entro un modello teorico (proprio come aveva fatto Phillips per la curva che porta il suo nome: Romani, *L'economia politica*, pp. 110-14). Gli autori constatano in primo luogo come in alcuni fra i paesi più colpiti dalle crisi finanziarie – gli Stati Uniti, l'Islanda, l'Irlanda, la Gran Bretagna, e la Spagna – il debito pubblico fosse cresciuto in media del 75% fra 2007 e 2009. La domanda a cui Reinhart e Rogoff intendono rispondere è questa: “grandi deficit e colossali salvataggi bancari possono essere utili nel contrastare una crisi, ma che accade nel lungo periodo, soprattutto di fronte a una popolazione che invecchia e a conseguenti, crescenti costi per le assicurazioni sociali? Grandi debiti pubblici sono, in ultima analisi, gestibili?”. Gli autori presentano dati che coprono molti paesi (44) e un ampio spettro temporale (circa 200 anni), come mai era stato fatto prima. La conclusione è che esiste una soglia, un debito equivalente al 90% del PIL, oltre la quale la crescita mediana diminuisce dell'1% all'anno rispetto ai paesi con un rapporto debito/PIL inferiore, mentre diminuisce del 4% circa in media.¹³

Nell'aprile 2013 apparve un saggio che contestava radicalmente i risultati ottenuti da Reinhart e Rogoff.¹⁴ Thomas Herndon, Michael Ash, e Robert Pollin (University of Massachusetts Amherst) si concentrano su 20 economie avanzate nel periodo 1946-2009, e mostrano che: 1) vi

¹² Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, “Growth in a time of debt”, *American Economic Review*, 100, 2010, 573-8.

¹³ Il valore mediano è il valore assunto dalle unità statistiche che si trovano nel mezzo della distribuzione.

¹⁴ Thomas Herndon, Michael Ash, e Robert Pollin, *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*, Working paper, Political Economy Research Institute, 322, University of Massachusetts Amherst, April 2013. Era stato Herndon, uno studente magistrale, il primo ad avere dubbi sul procedimento utilizzato da Reinhart e Rogoff, chiedendo loro il foglio Excel dei dati.

sono lacune e stranezze nei dati di Reinhart e Rogoff, e soprattutto sono inspiegabilmente esclusi dal computo 14 anni/nazione in cui quelle nazioni erano sopra la soglia del 90%; 2) vi è un errore di calcolo nei dati, che esclude cinque paesi dalla valutazione; 3) i risultati di ciascuna nazione sono ‘pesati’ in modo da non considerare quanti anni un paese sia stato sopra la soglia, con particolari conseguenze sui risultati. La conclusione è che, replicando l’analisi di Reinhart e Rogoff con le correzioni di cui sopra, appare che i paesi sopra la soglia sono in realtà cresciuti in media del 2,2% all’anno, e non di -0,1% come risultava nel saggio dei due economisti di Harvard. La differenza fra la crescita dei paesi sopra la soglia e quella dei paesi con basso debito è allora solo dell’1%. Soprattutto, l’idea che esista una soglia nel debito oltre la quale la crescita si ferma, risulta destituita di fondamento.

La polemica ha avuto il proprio acme a seguito della pubblicazione di un articolo di Paul Krugman.¹⁵ Economista *liberal* vincitore del Nobel nel 2008, Krugman è fra i più influenti commentatori economici del mondo per i suoi articoli nel *New York Times* e per il suo blog. La legittimità della posizione “austera” in politica economica viene meno, a suo avviso, per effetto della confutazione del saggio di Reinhart e Rogoff, e di quello di due economisti italiani, Alberto Alesina e Silvia Ardagna (Università Bocconi). In quest’ultimo lavoro, si afferma che l’evidenza storica indica che tagli alla spesa pubblica sono seguiti da espansioni, non da contrazioni, perché i tagli generano fiducia nel settore privato. Anche questo saggio ha avuto larga circolazione fra i *policymakers*, ma è stato severamente criticato sia dagli economisti del Roosevelt Institute che da quelli del Fondo Monetario Internazionale.

La disoccupazione è alta, l’inflazione è bassa, e i saggi di interesse sono così bassi che la politica monetaria risulta inefficace: in queste circostanze, per Krugman, si deve espandere la spesa pubblica, non limitarla. I risultati dell’austerità sono già stati disastrosi, argomenta, soprattutto in Europa. Krugman sottolinea la questione sottostante il dibattito, la causalità. Ossia: è il debito alto a

¹⁵ Paul Krugman, “How the case for austerity has crumbled”, *New York Review of Books*, 6 giugno 2013.

condurre alla bassa crescita, o viceversa? Krugman propende evidentemente per la seconda possibilità: una crescita limitata induce un gettito minore dalle tasse, e la necessità di intervenire aumentando gli ammortizzatori sociali. Reinhart e Rogoff, constatando che gli episodi di alto debito sono tutt'altro che brevi, non limitati a fasi di recessione, propendono invece per la prima ipotesi.¹⁶

¹⁶ Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, "Debt, growth, and the austerity debate", *New York Times*, 25 aprile 2013.

Bibliografia minima

- Brian Blackstone e Marcus Walker, “How ECB chief outflanked German foe in fight for euro”, *Wall Street Journal*, 3 ottobre 2012.
- Alan S. Blinder, *After the music stopped: the financial crisis, the response, and the work ahead*, Penguin, 2013.
- Barry Eichengreen, *Hall of mirrors: the Great Depression, the Great Recession, and the uses – and misuses – of history*, Pxford University Press 2015.
- Niall Ferguson, *Ascesa e declino del denaro. Una storia finanziaria del mondo*, Mondadori 2009.
- Peter A. Hall, “The economics and politics of the Euro crisis”, *German Politics*, 21, 2012, pp. 355-71.
- Thomas Herndon, Michael Ash, e Robert Pollin, *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*, Working paper, Political Economy Research Institute, 322, University of Massachusetts Amherst, April 2013.
- Paul Krugman, “How the case for austeritiy has crumbled”, *New York Review of Books*, 6 giugno 2013.
- Johan A. Lybeck, *A global history of the financial crash of 2007-10*, Cambridge University Press, 2011.
- Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, “Growth in a time of debt”, *American Economic Review*, 100, 2010, 573-8.
- US Senate Permanent Subcommittee on Investigations, *Wall Street and the financial crisis: Anatomy of a financial collapse*, Washington, 2011.
- Wikipedia*, varie voci; soprattutto “European sovereign-debt crisis”.

Fonti delle figure

- Figura 1: Lybeck, *A global history of the financial crash*, p. 216.
- Figura 2: *ibid.*, p. 9.
- Figura 3: *ibid.*, p. 123.
- Figura 4: *ibid.*, p. 126.
- Figura 5: Ferguson, *Ascesa e declino del denaro*, p. 78.
- Figura 6: *Wikipedia*, “European sovereign-debt crisis”.

APPENDICE

National public debts greater than 0.5% of world public debt, 2012 estimates (CIA World Factbook 2013)^[14]

country	public debt (billion USD)	% of GDP	per capita (USD)	% of world public debt
World	56,308	64%	7,936	100.0%
 United States*	17,607	74%	55,630	31.3%
 Japan	9,872	214%	77,577	17.5%
 China	3,894	32%	2,885	6.9%
 Germany	2,592	82%	31,945	4.6%
 Italy	2,334	126%	37,956	4.1%
 France	2,105	90%	31,915	3.7%
 United Kingdom	2,064	89%	32,553	3.7%
 Brazil	1,324	55%	6,588	2.4%
 Spain	1,228	85%	25,931	2.2%
 Canada	1,206	84%	34,902	2.1%
 India	995	52%	830	1.8%
 Mexico	629	35%	5,416	1.1%
 South Korea	535	34%	10,919	1.0%
 Turkey	489	40%	6,060	0.9%
 Netherlands	488	69%	29,060	0.9%
 Egypt	479	85%	5,610	0.9%
 Greece	436	161%	40,486	0.8%
 Poland	434	54%	11,298	0.8%
 Belgium	396	100%	37,948	0.7%
 Singapore	370	111%	67,843	0.7%
 Taiwan	323	36%	13,860	0.6%
 Argentina	323	42%	7,571	0.6%
 Indonesia	311	25%	1,240	0.6%
 Russia	308	12%	2,159	0.6%
 Portugal	297	120%	27,531	0.5%
 Thailand	292	43%	4,330	0.5%
 Pakistan	283	50%	1,462	0.5%