

Dalla crisi finanziaria alla crisi reale

CARLO D'ADDA*

Crisi finanziaria e bolla speculativa

Desidero iniziare questo intervento dando un significato preciso ad alcuni termini. Intendo per *crisi finanziaria* un crollo dei prezzi azionari seguito da una prolungata ulteriore caduta, e accompagnato da continue turbative nei mercati monetari, finanziari e del credito. Ogni crisi finanziaria presuppone, prima della sua manifestazione, lo sviluppo di una *bolla speculativa*: una espressione di gergo per indicare una fase di lungo movimento di crescita dei prezzi azionari o di altri attivi patrimoniali, non generato da aspettative genuine sul futuro andamento dell'economia reale, ma dal comportamento di una schiera di speculatori che fanno affidamento sul perdurare della crescita dei prezzi e, continuando ad acquistare azioni, contribuiscono essi stessi a spingere i prezzi verso l'alto. Quando i prezzi azionari raggiungono livelli giudicati molto elevati la probabilità che qualcuno, speculatore o no, si spaventi e decida di uscire dall'investimento diviene elevata. Un'uscita massiccia richiama l'uscita di quelli che da tempo covavano la paura. Siamo al crollo.

Due bolle speculative all'origine della crisi manifestatasi nel 2008

Nel caso della crisi finanziaria iniziata con il 2008, ma propriamente divampata nel settembre 2008, le bolle speculative sono state due: una classica bolla azionaria e una bolla immobiliare. L'inizio della prima risale alla primavera del 2002 e il suo sviluppo è progredito secondo copione fino alla fine del 2007 con momenti di accelerazione e decelerazione. Ricordiamo bene che a fine estate 2008 i quotidiani si sono riempiti di notizie sulle insolvenze a catena di

* Università degli Studi di Bologna. E-mail: carlo.dadda@unibo.it

banche e istituzioni finanziarie, specialmente americane e britanniche. La bolla dei prezzi degli immobili è più difficile da descrivere sinteticamente perché, anche se si verificano influenze tra paesi, è più difficile parlare di un mercato immobiliare mondiale. Tuttavia è certo che dal 2003 a fine 2007 e in alcuni casi fino a fine 2008 i mercati immobiliari dei maggiori paesi industrializzati hanno sperimentato una bolla simile a quella finanziaria. Anche in questo caso l'attenzione cade prioritariamente su Stati Uniti e Regno Unito, ma anche sulla Spagna e molti altri paesi. Premessa per entrambe le bolle è stato il credito facile, a sua volta reso possibile dalla liquidità abbondante nel mercato monetario mondiale a partire dal 2002. La storia delle vicende del mercato immobiliare nei paesi ricordati è ormai nota. Per alcuni anni prestiti individuali sono stati concessi ampiamente o addirittura spregiudicatamente incoraggiati, senza richiesta di ragionevoli garanzie, spesso da parte di società che poi se ne sono liberate e si sono sciolte. I prestiti venivano acquistati da altre società che li "impacchettavano" in obbligazioni poi collocate in una miriade di portafogli, privati e istituzionali, in tutto il mercato finanziario mondiale. Per un lungo tempo questi passaggi hanno fatto sì che il rischio delle obbligazioni *asset backed*, cioè in ultima analisi garantite da costruzioni, non fosse assolutamente percepito, o fosse colpevolmente occultato.

Effetto del credito immobiliare sul mercato finanziario

Mentre crescevano i prezzi degli immobili anche i prezzi azionari si gonfiavano. Nei mercati finanziari vengono trattate azioni di tutti i tipi, non soltanto azioni di società attive nell'economia reale, ma anche azioni di società finanziarie e di banche, i cui attivi possono contenere obbligazioni di molti tipi, comprese le obbligazioni di origine immobiliare che si sono poi rivelate come titoli ad alto rischio. Si è così creata una pericolosa fragilità del mercato finanziario a causa del credito immobiliare che ha accresciuto il rischio contenuto nelle quotazioni

azionarie e al momento del crollo ha penalizzato i titoli del comparto finanziario più pesantemente di tutti gli altri.

Espansione del credito e bolle speculative

E' peraltro da notare che l'espansione del credito accompagna sempre lo sviluppo delle bolle speculative. Anche per il credito si potrebbe parlare di una bolla. La ragione è che gli speculatori esauriscono presto i mezzi liquidi di cui dispongono per i loro acquisti azionari. L'attenzione deve quindi spostarsi sul meccanismo di continuo rifinanziamento degli speculatori durante lo sviluppo di una bolla. Nuovi mezzi liquidi per consentire nuovi investimenti azionari sono generalmente forniti dalle banche. Le banche si sentono sicure perché i prestiti agli speculatori vengono garantiti dal collaterale azionario offerto da costoro. E lo sviluppo della bolla produce l'effetto di accrescere continuamente il valore di mercato della garanzia azionaria, creando la premessa per ulteriore credito facile.

Crollo azionario e solvibilità delle banche

Naturalmente quando si verifica il crollo delle quotazioni, il valore di mercato delle garanzie azionarie crolla esso pure. I crediti nelle mani delle banche si trasformano *ipso facto* in cattivi crediti. Le banche possono intimare agli speculatori di fare "rientrare" i prestiti contratti, ma la vendita sul mercato delle azioni produce ormai entrate inferiori ai prezzi d'acquisto e concorre a deprimere ulteriormente le quotazioni. Alcuni investimenti finanziari fatti dagli speculatori durante la fase di espansione della bolla possono anche essere rappresentati da titoli che non possiedono i requisiti per essere quotati sui mercati ufficiali (acquistati *over the counter*) che è praticamente impossibile liquidare prima della scadenza. Le vendite si concentrano dunque su titoli che hanno mercato e ciò rende il crollo delle quotazioni ancora più rovinoso. Molti speculatori divengono

insolventi. E il cattivo credito negli attivi bancari può compromettere la solvibilità delle banche medesime.

Ripercussioni sui mercati monetari

La liquidità appare improvvisamente scarsa: le banche che ne possiedono non si fidano a prestarla sul mercato interbancario come ordinariamente avviene perché dubitano della solvibilità delle banche richiedenti e i tassi di interesse su questo mercato divengono proibitivi. Le banche centrali cercano di ovviare allentando le condizioni di accesso al credito, ma molte banche esitano a farsi avanti perché temono di rivelare la loro situazione di difficoltà. Per tutto questo l'offerta di credito alle imprese dell'economia reale diviene scarso.

Dalla crisi finanziaria alla crisi reale

La crisi finanziaria continua fino al punto in cui i prezzi appaiono così bassi che quanti possiedono liquidità trovano conveniente incominciare ad acquistare. Se i gestori di portafogli e i gestori di fondi di investimento dispongono di liquidità, come è probabile, e come è avvenuto anche nel corso di quest'anno, la tendenza dei prezzi azionari si inverte e comincia il recupero. Ma è tempo di passare alla crisi reale che trova la sua radice nella crisi finanziaria. Abbiamo già considerato le ragioni per le quali il credito bancario diviene scarso: ciò può compromettere la vitalità di numerose imprese. Ma vi è ben di più. Dopo il crollo dei prezzi azionari si può dire che tutte le componenti della domanda cadono. Naturalmente non hanno alcun fondamento reale le notizie trasmesse in tempo di crisi dalla televisione e dalla radio secondo le quali di giorno in giorno vengono "bruciati" miliardi di ricchezza. Il mattino seguente a queste notizie gli impianti produttivi e i macchinari esistenti sono esattamente quelli del giorno precedente, ma è vero che la valutazione di mercato della ricchezza reale esistente si è drasticamente ridotta e ciò provoca caduta dei consumi. Molti consumatori devono

pensare piuttosto al risparmio che al consumo. Cadono gli investimenti reali perché la domanda presente e le aspettative relative alla domanda futura sono divenute cattive, perché il credito (come abbiamo visto) è diventato scarso, perché eventuali emissioni azionarie rischierebbero di realizzarsi a prezzi di collocamento svantaggiosi. Cadono le esportazioni perché la crisi ha carattere mondiale (o quasi se guardiamo alla situazione presente). Si accumulano scorte di prodotti invenduti e dunque si riducono gli ordini.

Conseguenze sull'occupazione

Nell'economia reale cominciano i fallimenti, le sospensioni temporanee di attività e le ristrutturazioni intese a riorganizzare la produzione con minore impiego di manodopera. I lavoratori dipendenti vengono messi in cassa integrazione, il ritiro dall'occupazione di coloro che vanno in pensione non è seguito da riassunzione, intervengono licenziamenti. Molti lavoratori autonomi sono semidisoccupati. Numerosi contratti di lavoro temporaneo non vengono rinnovati. La domanda dipendente dai salari si contrae e la crisi reale si approfondisce.

Quanto dura la crisi reale?

Fino a quando dura la crisi reale? Fino a che la situazione non si rovescia. Il ritiro dal mercato di un certo numero di imprese tende infatti a scaricare sulle imprese sopravvissute la domanda ancora esistente e ciò aiuta le sopravvissute. Le imprese che riescono a ritrovare stabilità e miglioramento dei risultati a un certo punto decidono di aumentare l'occupazione e i nuovi occupati possono aggiungere la loro domanda per consumi a quella già esistente. Ma il tempo necessario per l'uscita dalla crisi è considerevole. Di mano in mano che le ristrutturazioni vanno avanti, si verificano licenziamenti e la nuova organizzazione produttiva richiede un numero di posti di lavoro inferiore a quello originario. Vi

sono anche imprese che continuano a fallire. Dunque l'occupazione non può crescere rapidamente.

Fortunatamente vi sono diverse componenti di domanda sostenute dalla spesa pubblica. Nel caso di una consapevole politica keynesiana, la spesa pubblica viene accresciuta per contrastare la crisi reale. Ciò può aiutare a ridurre i tempi della ripresa.

La parte della politica economica

La crisi del 2008-2009 - sto parlando della crisi reale ma queste considerazioni si applicano alla crisi in tutti i suoi aspetti - è stata fronteggiata in tutto il mondo da politiche economiche molto più consapevoli di quelle adottate durante la crisi del 1929. Senza la lezione keynesiana e la sua assimilazione le conseguenze della crisi attuale avrebbero potuto essere ben più distruttive.

Fino a oggi nei maggiori paesi industrializzati gli interventi pubblici - negli Stati Uniti e nel Regno Unito di dimensione straordinaria - hanno interessato più il versante finanziario che non il sostegno diretto alla domanda. Ciò può apparire sorprendente e può suscitare sconcerto che giganteschi aiuti statali nei paesi ricordati ma anche in altri siano stati destinati a evitare il fallimento di banche e società finanziarie che nello sviluppo della grande bolla speculativa, e in ultima analisi nello sviluppo della crisi che ne è seguita, hanno avuto responsabilità non marginali.

Perché le banche rappresentano un caso diverso dalle altre imprese

Ma il fallimento di grandi società, e più ancora il fallimento di grandi banche non rappresenterebbe soltanto la giusta "punizione" di chi, speculando, ha corso rischi insensati. Purtroppo il fallimento di una grande banca significherebbe il blocco immediato di milioni di persone e imprese che verrebbero improvvisamente private della possibilità di effettuare pagamenti e di retribuire milioni di dipendenti. Evitare il crollo

dell'economia reale attraverso il salvataggio delle banche è dunque un interesse pubblico primario al quale non ci si poteva sottrarre. Naturalmente i contribuenti dei paesi che hanno dovuto affrontare i maggiori interventi hanno diritto di aspettarsi l'adozione, da parte dei rispettivi governi, di misure idonee a evitare che in futuro situazioni drammatiche ed enormemente costose debbano ripetersi. Osservando quanto è in preparazione non si ha però l'impressione che i buoni propositi inizialmente dichiarati stiano producendo apprezzabili risultati.

Necessità del ritorno alla normalità finanziaria

Condizione necessaria per la ripresa dell'economia reale è comunque il ritorno alla normale funzionalità del settore finanziario. Il settore finanziario non è soltanto una palestra nella quale si sono svolti deplorabili giochi d'azzardo. Questo settore svolge da secoli un ruolo essenziale nel funzionamento di un sistema economico in cui interagiscono milioni e milioni di diversi soggetti. Senza l'attività finanziaria le intenzioni di investimento nell'economia reale, dalla costruzione di grandi impianti produttivi alla realizzazione di grandi progetti nel campo delle comunicazioni e delle opere pubbliche sarebbero semplicemente impensabili. Affinché la maggior parte dei nuovi progetti possa attuarsi è necessario che la liquidità posseduta da numerosissimi soggetti sia prestata, nelle forme più opportune, a chi ne ha bisogno. Dunque non è neppure il caso di discutere la necessità della funzione svolta dal settore finanziario. Ma finché vi sono grandi banche che hanno molto credito rischioso nei loro attivi – si tratti di credito concesso direttamente alla clientela o credito rappresentato da obbligazioni emesse da grandi società o da grandi istituzioni finanziarie – è possibile che una notizia cattiva inattesa metta improvvisamente a repentaglio la solvibilità di una banca e dunque la renda incapace di svolgere la sua principale funzione.

Porre un freno al finanziamento della speculazione di breve periodo

Desidero chiudere questo intervento ritornando per un momento sul fatto che il meccanismo di rifinanziamento degli speculatori costituisce uno snodo essenziale, e nel medesimo perverso, di ogni crisi. Non mi risulta che la discussione sulle innovazioni da introdurre nella regolamentazione dei mercati finanziari abbia toccato questo punto. Ma qui bisognerebbe intervenire per impedire lo sviluppo delle bolle speculative e in definitiva per favorire l'efficienza dei mercati finanziari. Se la tendenza all'aumento di lungo periodo dei prezzi azionari, che è giustificata dalla capitalizzazione di profitti e dal progresso tecnologico che ogni tipo di impresa tenta di conseguire, venisse "spogliata" dalle fluttuazioni provocate dalla speculazione di orizzonte breve, ne guadagnerebbe la stabilità finanziaria, l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese degne di fiducia, la significatività delle quotazioni e la certezza di remunerazione del risparmio. Ci sono dunque buone ragioni per sostenere che le innovazioni necessarie per il buon funzionamento dei mercati finanziari dovrebbero preoccuparsi principalmente di impedire il credito alla speculazione.