

RAPPORTO



CEP

CENTRO EUROPA RICERCHE

n. 4/2008

I

Il Centro Europa Ricerche è una società di ricerca che elabora studi nel campo dell'economia applicata. Le analisi del Cer comprendono previsioni di breve e medio periodo sulle tendenze dell'economia italiana, valutazioni quantitative su provvedimenti di politica economica, studi monografici di finanza pubblica, politica tributaria, politica monetaria e politica industriale.

Il Cer è tra gli istituti chiamati con regolarità, anche nella forma delle audizioni parlamentari, a fornire valutazioni e commenti sulle prospettive economiche e, in particolare, sulle tendenze della finanza pubblica.

Per le previsioni, le analisi e le simulazioni di politica economica il Cer utilizza i suoi modelli econometrici, macroeconomici e di microsimulazione, che sono continuamente aggiornati e migliorati. Il modello macroeconomico, oltre a consentire la previsione delle principali grandezze economiche e degli andamenti della finanza pubblica permette di sottoporre a verifica l'impatto sull'economia delle manovre governative.

Il modello di microsimulazione rende possibili le valutazioni dell'impatto distributivo sulle famiglie di provvedimenti di natura fiscale e tariffaria, integrando informazioni sui redditi e sui consumi.

I rapporti Cer sono riservati ai sottoscrittori di un abbonamento. Per la presentazione dei rapporti il Cer organizza incontri-dibattito riservati agli abbonati.

Centro Europa Ricerche S.r.l.
Via di Villa Emiliani 14, 00197 Roma
Tel. (0039) 06 8081304
E-mail: info@centroeuroparicerche.it
www.cer-online.it

Presidente: Giorgio Ruffolo

Amministratore delegato: Ettore Carettoni

Direttore: Manin Carabba

Comitato scientifico: Stefan Collignon (presidente), Salvatore Tutino (coordinatore), Vincenzo A-tella, Manin Carabba, Marco Causi, Luca De Benedictis, Claudio De Vincenti, Antonio Di Majo, Maurizio Di Palma, Enrico Flaccadoro, Sergio Ginebri, Pier Carlo Padoan, Maurizio Pala, Antonio Pedone, Giovanni Battista Pittaluga, Giorgio Rodano, Giorgio Ruffolo, Nicola Scalzini, Luigi Spaventa.

Rapporto CER: pubblicazione periodica a carattere economico. Anno XXVI
Direttore responsabile: Anna Maria Lombroso

Iscrizione n. 177 del 6 maggio 1998 del Registro della Stampa del Tribunale di Roma
Proprietario della testata: Centro Europa Ricerche S.r.l.
C.C.I.A.A. Roma: R.E.A. 480286

Progetto grafico: Gruppo GASS
Edizione: Centro Europa Ricerche S.r.l.



Associato all'USPI
Unione Stampa
Periodica Italiana

Finito di stampare nel mese di gennaio 2009 presso la sede del Cer

5 SOMMARIO E CONCLUSIONI

11 LA CRISI FINANZIARIA

La crisi *subprime* - La bolla immobiliare - L'aumento dell'offerta di mutui immobiliari e la crescita dei tassi di default - Lo scoppio della crisi di liquidità e gli interventi delle banche centrali - Dalla crisi di liquidità alla crisi finanziaria - Dalla crisi finanziaria statunitense alla recessione globale - Alle origini della crisi: gli squilibri statunitensi - Gli attori della crisi
Riquadro: Cronologia dei principali eventi della crisi finanziaria 2007-2008
Riquadro: La percezione della crisi nel giudizio degli operatori economici

37 NUOVI INDICATORI DI INFLAZIONE IMPORTATA

Introduzione - WARP vs REER - I risultati - Area euro - Stati Uniti - Regno Unito - Giappone - Conclusioni
Riquadro: La costruzione del WARP

47 LA PREVISIONE MACROECONOMICA E LA FINANZA PUBBLICA

Le esogene internazionali - La recessione in Italia: le cifre - Fatti non stilizzati dalla recessione italiana
INNESCO, ALIMENTAZIONE E POSSIBILE AVVITAMENTO DELLA RECESSIONE
Il fattore di innesco: l'inflazione e i consumi delle famiglie - Il fattore di alimentazione: l'indebolimento della domanda mondiale - Un possibile fattore di avvimento: il razionamento del credito
LA FINANZA PUBBLICA
L'andamento generale dei saldi - L'impatto della manovra di finanza pubblica
Le misure di stabilizzazione dei conti pubblici - Il preconsuntivo 2008
Le previsioni per il periodo 2009-2012
Riquadro: La componente straniera nella crescita delle forze lavoro



La stampa di questo documento è stata realizzata
con il sostegno finanziario di



Hanno collaborato alla redazione del rapporto: Luca Cappellani, Alessandro Caretoni, Felice Cincotti, Vincenzo D'Apice, Laura Dragosei, Stefano Fantacone, Giovanni Ferri, Antonio Forte, Rosanna Gualotto, Pierluigi Morelli, Filippo Pericoli, Giovanni Pesce.



1 Il primo capitolo del Rapporto analizza i fattori di accumulo e propagazione della crisi finanziaria internazionale. La più grave di sempre, se è vero che ad essa le banche centrali hanno dovuto sopperire «*con iniezioni di liquidità senza precedenti nell'ammontare e nelle modalità di erogazione*» (1). Come si è arrivati a tutto questo? Una spiegazione vuole che «*..buona parte della responsabilità della crisi ricada sul settore pubblico, su regolamentazioni errate che hanno favorito eccessivamente i prestiti edilizi, per realizzare forse il più ambizioso dei sogni americani: una casa di proprietà per tutti*» (2). È una spiegazione rassicurante, perché in linea con le prescrizioni della teoria economica degli ultimi trent'anni: disciplinare l'azione dell'operatore pubblico ed evitare interventi distortivi sul libero mercato. La spiegazione manca tuttavia di affrontare la questione oggi fondamentale: come mai l'attività regolatoria è stata tanto debole? Perché il soggetto pubblico è stato così cedevole nei confronti dell'innovazione finanziaria? Dobbiamo cioè ritenere che la crisi sia scaturita da «*banche fragili, corrotte dalla politica*» (3), o è piuttosto vero che quanto accaduto può essere meglio descritto invertendo l'aggettivazione: politica debole, corrotta dai mercati (4)?

2 Di certo qualcosa non ha funzionato, se in prospettiva l'intenso processo di liberalizzazione dei mercati (reali e finanziari) si va risolvendo in un aumento dei disavanzi pubblici: almeno al sette per cento del Pil negli Stati Uniti, il paese che più di altri ha spinto sul terreno della deregolamentazione dell'economia (5). In un mondo di aspettative razionali questo esito non può essere considerato una sorpresa. Esso è semmai il punto di caduta di un enorme problema di azzardo morale, dietro al quale hanno trovato riparo veri e propri fallimenti del mercato (6). Da questi fallimenti occorre ripartire nell'opera di ricostruzione del sistema finanziario internazionale.

(1) *Banca d'Italia, Bollettino economico, ottobre 2008.*

(2) *A. Alesina, Giavazzi F., La crisi, Il Saggiatore, Milano, 2008, p.13.*

(3) *Ibidem, p. 34.*

(4) *La responsabilità della politica è diretta per quel che attiene il comportamento delle agenzie semi-pubbliche Fannie Mae e Freddie Mac. Il caso prevalente sembra tuttavia essere quello del regolatore catturato dai soggetti che avrebbero dovuto essere regolati :«Ciò a cui abbiamo assistito negli Stati Uniti, con colossali ricadute globali, è un esperimento di free banking, il quale ancora una volta si è rivelato un sistema instabile [...] tale esperimento non è avvenuto per caso, ma è stato il risultato di esplicite scelte di policy dei regolatori americani, sotto l'influenza dominante di una sequela di ministri del Tesoro tratti dai ranghi di Wall Street. I regolatori che cercavano di opporsi a questa corrente di pensiero venivano spogliati dei loro poteri regolatori, critiche autorevoli venivano marginalizzate e tacitate in un Congresso dominato dalla lobby di Wall Street» in S. Micossi, Scenari economici e finanziari oltre la crisi, Relazione presentata al convegno Il welfare in una società che cambia, Inarcassa, Convegno per il 50mo anniversario, Roma, 26 novembre 2008.*

(5) *La stima è tratta da Ocse, Economic Outlook, Dicembre 2008. Ma valutazioni più recenti, che inglobano le ulteriori misure di sostegno annunciate dall'Amministrazione, commisurano all'8,5 per cento il deficit pubblico del 2009. Vedi Savona P., USA, Europa e lo spauracchio dei deficit gemelli, Il Messaggero ,9 gennaio 2009, Roma.*

(6) *La crisi supera il punto di non ritorno con la decisione del Tesoro americano di lasciar fallire Lehman Brothers. I motivi di tale decisione rimangono oscuri (perché le altre banche di investimento sono state invece salvate?), ma certo essa ha dissolto il principio del «too big to fail» dietro al quale è montato il problema dell'azzardo morale. Alesina e Giavazzi (cit.) osservano che la minore esposizione dei fondi hedge alla crisi è dovuta al coinvolgimento dei manager nella proprietà, dunque alla necessi-*

3

L'analisi del Rapporto individua almeno tre fattori di fallimento del mercato, direttamente connessi alle caratteristiche assunte dal processo di innovazione finanziaria. Il primo fallimento riguarda la mancata costruzione di un trasparente meccanismo di determinazione dei prezzi. Lo sviluppo recente dei mercati finanziari si è perlopiù concentrato all'interno di un *sistema bancario ombra*, dove molte transazioni si svolgevano su base bilaterale (*over the counter*) (7). Non è un caso che la crisi finanziaria abbia preso avvio quando, nell'agosto del 2007, tre fondi di investimento europei sono stati congelati per l'impossibilità di stabilire i valori dei titoli detenuti nei loro portafogli. Un'incertezza che si è poi scoperta essere la norma e non l'eccezione e che ha determinato tanto l'inaridimento del mercato interbancario, quanto la difficoltà - tuttora non risolta - di dare compiuta misurazione alle perdite di bilancio del sistema finanziario (e quindi alla dimensione dell'intervento di ripianamento da parte dei governi nazionali).

4

Il secondo fallimento riguarda la diversificazione del rischio, obiettivo al quale è finalizzato lo strumento delle cartolarizzazioni. Le dimensioni sistemiche assunte dalla crisi mostrano come questo obiettivo sia stato mancato. Il rischio è rimasto all'interno dello stesso circuito bancario che lo ha generato e su di esso si è interamente scaricato: *«la maggiore diversificazione dei rischi apparentemente raggiunta con le cartolarizzazioni si è rivelata illusoria; il rischio si è rivelato essere in realtà molto più concentrato di quanto si pensasse e in gran parte gravante sulle banche»* (8). Il fatto importante è che tale rischio è solo in minima parte riconducibile alla tradizionale attività bancaria di erogazione dei prestiti. I nuovi strumenti finanziari, altamente sofisticati, sono stati collocati presso investitori istituzionali con propensione al rischio necessariamente superiore alla media, sovente emanazione delle stesse banche. Ciò pone una questione fondamentale: fino a che punto deve spingersi la funzione di prestatore di ultima istanza dell'autorità monetaria (9)? È socialmente utile che essa sia estesa a copertura dell'attività di *leverage* connessa ai nuovi strumenti finanziari, come ex-post sta succedendo oggi? O è invece preferibile operare una più netta distinzione ex-ante fra chi eroga credito, e rientra quindi nel sistema garantito dalla banca centrale, e chi distribuisce prodotti finanziari, che al pari di ogni altra impresa privata dovrebbe farsi carico in proprio delle perdite di bilancio?

5

Il terzo fallimento riguarda il tentativo di trasferire al mercato finanziario funzioni redistributive proprie dell'operatore pubblico. I mutui *subprime* - alimentatori della crisi - sono stati considerati come uno strumento messo a disposizione dei soggetti più deboli per acquistare la propria

ta di internalizzare il costo di un eventuale fallimento. Ciò avrebbe contenuto l'azzardo morale di questa categoria di investitori.

(7) *Non erano cioè rispettate le condizioni di market clearing, uno dei principi cardine dei modelli di equilibrio economico generale.*

(8) *M. Draghi, Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza, Audizione presso la Commissione 6a del Senato della Repubblica, Roma, 21 ottobre 2008.*

(9) *In realtà, la funzione svolta nell'ultimo anno dalle banche centrali sembra essere stata quella di prestatore di «unica istanza», come rilevato in L. Spaventa, Introduzione a C.M. Morris, Crack, Elliot, Roma, 2008.*

6

abitazione. Ma questa è appunto una funzione redistributiva, tipicamente assolta dalle amministrazioni pubbliche (10). Che a tale scopo utilizzano parte del gettito fiscale, evidenziando il costo necessario per estendere la proprietà immobiliare a fasce disagiate della popolazione. Il mercato può sostituirsi utilmente a questa funzione nel momento in cui crea nuove opportunità di reddito per i cittadini più poveri, ampliandone le capacità di spesa. Questo non è il caso dei mutui *subprime*, che lasciano intatti i limiti di reddito di parte della popolazione, a cui viene però offerta la possibilità di acquisire strumenti finanziari caratterizzati da un grado di rischio che essa non è in grado di assumere. Mentre debole appare l'argomentazione per cui il vizio non risiederebbe nei mutui *subprime*, quanto nella loro cartolarizzazione. È stata proprio quest'ultima a creare le opportunità di profitto senza le quali i mutui *subprime* non avrebbero avuto ragion d'essere.

6

Le analisi del Rapporto focalizzano ulteriori punti di fragilità, direttamente ascrivibili al modello di politica economica che ha sostenuto la crescita dell'economia mondiale. Una delle funzioni tradizionalmente assegnata al mercato finanziario è quella di eliminare l'eccesso di risparmio, indirizzando quest'ultimo là dove esso può essere investito. È il meccanismo in base al quale si giustificano gli squilibri di bilancia dei pagamenti; puntualmente richiamato per motivare il formidabile trasferimento di risparmio dalle economie asiatiche verso gli Stati Uniti.

7

Il fatto è che l'eccesso di risparmio dell'Asia è stato incanalato dal mercato finanziario per produrre enormi effetti ricchezza; stimolando il consumo delle famiglie statunitensi e non l'accumulazione di capitale. In questo modo è venuto a mancare il riassorbimento spontaneo degli squilibri dei pagamenti internazionali. La crisi finanziaria è dovuta anche a questi squilibri, che la politica economica internazionale ha lasciato crescere.

8

Per quanto riguarda la politica monetaria, il Rapporto ricorda come il modello prevalente circoscriva l'impegno delle banche centrali al controllo dell'inflazione al consumo. Quest'ultima, essendo generata da processi di aspettative razionali, è tanto più bassa, a parità di altre condizioni, quanto più elevata è la reputazione della banca centrale. Il controllo dell'inflazione finanziaria non rientra invece nella funzione anti-inflazionistica delle autorità monetarie.

9

Le elaborazioni proposte nel secondo capitolo suggeriscono come, all'interno di questo modello, si sia incorsi in un errore di attribuzione. All'accresciuta reputazione dell'autorità monetaria (in particolare della Federal Reserve) è stata ascritta per intero una stabilità dei prezzi che era dovuta in grande parte alla liberalizzazione degli scambi con i paesi di nuova industrializzazione.

(10) Ad esempio, attraverso programmi di edilizia popolare.

10

La costruzione di un indicatore di cambio reale basato sui livelli dei prezzi, anziché sulle variazioni, evidenzia consistenti sottostime della disinflazione importata da queste economie. La differenza fra i due indicatori raggiunge dieci punti nell'area euro, è compresa fra sei e sette punti nel Regno Unito, in Giappone e negli Stati Uniti. Si può dedurre da ciò che la moderazione inflazionistica che ha caratterizzato le economie avanzate negli ultimi lustri sia stata favorita da questo fenomeno. Si ridimensionerebbe il merito delle banche centrali nel controllare l'andamento dell'inflazione. Rimasta stabile non solo per una maggiore credibilità acquisita dalle autorità monetarie, ma per l'effetto tipico di uno shock virtuoso di offerta sui mercati reali.

11

L'apparente maggiore credibilità della banca centrale ha giustificato negli Stati Uniti una prolungata politica di denaro facile. Ciò ha sostenuto la crescita, ma al contempo ha alimentato un intenso processo inflazionistico sul mercato finanziario e su quello immobiliare; non sul mercato dei beni, calmierato dalla liberalizzazione degli scambi. Alla lunga l'inflazione delle attività finanziarie ha rivelato effetti perniciosi sulla crescita, diffondendo effetti sistemici che ne hanno amplificato la portata ben al di là di quanto indotto dall'inflazione tradizionale.

12

A livello microeconomico, la crisi svela i limiti del nuovo modello bancario, fondato sul principio dell'*originate to distribute*. Questo modello trasforma i prestiti bancari in una *commodity* che viene scambiata sul mercato (e il cui valore è funzione diretta della sua vendibilità). Ciò determina una minore capacità informativa delle banche, che perdono l'incentivo a selezionare la clientela e tollerano l'abbassamento degli standard creditizi. È il passaggio a questo modello ad aver creato il presupposto per comportamenti di azzardo morale, rimasti nascosti dietro l'intenso processo di cartolarizzazione. Tra il 2001 e il 2007, la percentuale di cartolarizzazione è salita dal 46 al 75 per cento per i mutui *subprime*, dal 19 al 91 per cento per i mutui cosiddetti *alternative-A* (sprovvisti di documentazione attestante lo standard creditizio dichiarato). Un'evoluzione sostenibile se contenente una diversificazione del rischio; non sostenibile se la diversificazione del rischio è solo illusoria.

13

La crisi finanziaria si è ora trasformata in recessione globale. La domanda aggregata è in arretramento in tutta l'area industrializzata; è in forte rallentamento nelle economie in via di sviluppo. Secondo le nostre valutazioni, ciò si tradurrà nel corso del 2009 in una contrazione della domanda di esportazioni italiane del 2,5 per cento. L'impulso recessivo è ulteriormente accentuato dalla caduta della fiducia di famiglie e imprese, che determina una contestuale riduzione dei consumi e degli investimenti. Per la prima volta nel dopoguerra, l'Italia si avvia così a registrare due anni consecutivi di recessione: -0,7 nel 2008, -1,9 per cento nel 2009. In entrambi gli anni, tutte le principali componenti della domanda registrano variazioni negative.

14

Le evoluzioni da noi previste per l'economia italiana sono in linea con quelle attese per gli altri grandi paesi europei, da cui dipendono strettamente. Lo scivolamento della Germania in una

recessione più profonda di quanto da noi assunto avrebbe ripercussioni immediate per l'Italia. In questo caso, la fase di caduta del prodotto si rivelerebbe, oltre che la più lunga, la più profonda del dopoguerra.

15

Fattori compensativi degli impulsi recessivi sono la caduta dell'inflazione (1,4 per cento nel 2009) e il ribasso dei tassi di interesse (2,2 per cento sul breve, 2,9 per cento sul lungo termine). In presenza di una riduzione della propensione al consumo e di un ridimensionamento dei profitti attesi (come misurato dalla flessione dei listini azionari), questi fattori consentiranno un lento recupero della crescita a partire dal 2010. Occorrerà comunque attendere il 2012 per riportare il Pil reale sui livelli del 2007.

16

Rispetto al passato, la recessione in corso presenta tre fatti non stilizzati: non interviene a correggere un eccesso di inflazione o di indisciplina fiscale; non può rimandare alla svalutazione del cambio come strumento di rilancio della crescita; colpisce un'ampia fascia di occupazione flessibile, ancora priva di tutele sociali. Questi fatti dovrebbero essere tenuti presenti nella auspicabile predisposizione di misure di bilancio anti-congiunturali.

17

La politica di bilancio della XVI^a legislatura è stata impostata lo scorso giugno ed è imperniata su un'innovazione fondamentale. Il sentiero di stabilizzazione dei saldi di finanza pubblica è ora incardinato su un arco temporale di tre anni, con l'obiettivo di azzerare l'indebitamento in rapporto al Pil a partire dal 2011. Le misure correttive ammontano a 31 miliardi di euro nel triennio e sono rese cogenti dall'approvazione della legge 133/2008 (conversione del decreto legge 112/2008). In tal modo è stata realizzata l'integrale convergenza fra il profilo programmatico e quello attuativo.

18

Al momento, il governo non ha deviato da questa impostazione. Misure anti-crisi per 5 miliardi sono state introdotte con il decreto legge 185/2008; l'impulso sul Pil di questi provvedimenti non supera, secondo le nostre valutazioni, il decimo di punto. Considerando le correzioni già adottate con la legge 133, il segno triennale della manovra di bilancio rimane restrittivo. Pur ciò considerando, le nostre previsioni fissano l'indebitamento netto al 3,8 per cento nel 2009, al 3,2 per cento nel 2010, al 2,4 per cento nel 2011. Nel triennio il debito è stimato salire dal 106,7 per cento al 107,7 per cento del Pil. Le entrate correnti sono la componente che più risente della recessione: l'incremento scende a meno del 2 per cento, rispetto a una media superiore al 7 per cento nel 2006-2007.

19

L'adattamento della politica di bilancio alle nuove condizioni recessive è stato lento anche in Europa. Con più decisione si sono mossi inizialmente Francia e Regno Unito; ora la Germania sembra intenzionata a intraprendere a sua volta la strada dell'espansione di bilancio. Nonostante gli annunci della Commissione europea, gli stati membri sembrano tuttavia muoversi

secondo direttrici non omogenee. Non è neanche chiaro se vi sia una lettura condivisa sulla gravità della recessione in atto. L'assenza di un vero coordinamento depotenzia le misure nazionali: sarebbe necessario perseguire l'esito opposto.

20

L'assenza di un vero coordinamento depotenzia le misure nazionali. Da questo punto di vista, il mancato accoglimento della proposta italiana e olandese di costituire un Fondo europeo di stabilizzazione (alimentato da risorse reperite attraverso l'emissione di obbligazioni europee e garantite dai singoli governi) rappresenta un'occasione persa. La proposta merita di essere ripresentata, perché la costituzione di un simile Fondo, assolverebbe a un triplice obiettivo: allevierebbe l'onere dei salvataggi bancari gravante sui bilanci nazionali, contribuendo così a preservare le regole di stabilità finanziaria su cui si basa la costruzione dell'Europa della moneta unica; dirotterebbe su obiettivi europei una massa di capitali che, in assenza di una vera alternativa, continua a essere indirizzata verso gli investimenti in dollari; darebbe una scala continentale alle misure di sostegno della domanda aggregata, aumentandone il moltiplicatore e favorendo una più rapida uscita dalla recessione.