

DI COSA PARLIAMO
QUANDO PARLIAMO DI "CRISI"?

Raoul Ascari
Incontro Osservatorio Congiunturale GEI

Di cosa parliamo quando parliamo di “crisi”?

Questa crisi è molte crisi insieme. È la crisi della recessione, della disoccupazione e degli effetti sulla vita di tutti i giorni delle persone. Ma è anche la crisi del capitalismo, di un modello economico che non sembra avere alternative ma che non è affatto esente da difetti. Dietro questo ci sono crisi di pensiero, di idee e di comportamenti. C'è la difficoltà della teoria economica, della politica economica e degli economisti di prevedere, spiegare e soprattutto curare le crisi.

Dietro a questa crisi c'è soprattutto il ruolo della finanza, che negli ultimi decenni ha assunto una dimensione assoluta, fondamentale nello spiegare la fase di crescita, prima, e il crollo economico che ha fatto seguito.

L'andamento della finanza continuerà a condizionare le prospettive di ripresa dell'economia globale. I profondi cambiamenti strutturali in corso si ripercuoteranno in modo diretto sulle strategie ed i comportamenti delle imprese industriali. Anche in Italia, dove l'accesso al credito rimane prevalentemente di tipo bancario, i prossimi anni imporranno profondi ripensamenti nella gestione della finanza d'impresa.

1. La crisi delle teorie: perché non abbiamo saputo prevedere e prevenire la crisi?

La scienza economica è sotto accusa per non avere saputo prevedere la crisi. È un problema di strumentazione, di teorie e modelli? Secondo Krugman [1] “gran parte della macroeconomia degli ultimi trenta anni è risultata, nel caso migliore, spettacolarmente inutile e, nel caso peggiore, decisamente dannosa”. Perché? Il dibattito economico continua ad essere polarizzato, storicamente, nelle due maggiori correnti di pensiero: da una parte i keynesiani e dall'altra i neoclassici. La diatriba sul ruolo dello Stato e del Mercato è ben nota. L'idea che gli agenti economici siano razionali, che i mercati funzionino e che alla fine le leggi della domanda e dell'offerta prevalgano è contestata da chi ritiene che la irrazionalità dei comportamenti e le imperfezioni dei mercati possano portare a disequilibri che non trovano soluzioni automatiche (di mercato, per l'appunto), sfociando in pesanti crisi.

Oggi il dibattito si riaccende in modo feroce. La grave crisi che stiamo vivendo consente alla parte che era in maggiore difficoltà (i keynesiani) di riconquistare posizioni e credito intellettuale. Per decenni (i trent'anni ricordati da Paul Krugman [1]) il liberismo sembrava averla spuntata (con una visione codificata nel cosiddetto *Washington Consensus*); durante la Crisi Asiatica, per un breve periodo, il dibattito si è riaperto (si veda la polemica tra Stiglitz ed il Fondo Monetario Internazionale) enfatizzando i (presunti) nefasti effetti della globalizzazione sui paesi emergenti; la fiducia incondizionata nel mercato è ritornata ben presto, neppure scalfita dall'esplosione della bolla dell'ICT. La crisi attuale segna l'ultima fase del dibattito, anche se - contrariamente alle fosche previsioni di Stiglitz - essa colpisce prevalentemente i paesi industrializzati.

L'esplosione della crisi dei mutui *sub-prime* ha visto lo Stato giocare un ruolo importante nella prima fase di salvataggio dell'industria finanziaria negli USA ed in Europa, salvo poi soccombere sotto il peso del debito accumulato in precedenza e/o per effetto degli stessi interventi di salvataggio di aziende e soprattutto banche. Il pendolo Stato-Mercato, dopo decenni di immobilità, ha ripreso ad oscillare in modo violento.

La grande fiducia nelle soluzioni “spontanee” dei mercati che si era consolidata nel corso di un trentennio non era però basata sul nulla. Al contrario, essa si fondava su una trasformazione della realtà globale che vedeva lo sviluppo di nuovi importanti mercati a seguito di cambiamenti epocali nella situazione politica internazionale (il crollo dell’URSS); nelle politiche economiche nazionali (in America Latina); nei continui progressi delle economie continentali asiatiche sulla strada della liberalizzazione (India e Cina); nel successo dei modelli di sviluppo *export-driven* (dell’Asia). L’integrazione delle economie emergenti prima, e più recentemente di quelle in via di sviluppo, nei commerci mondiali ha progredito a ritmi intensi e, nonostante il *gloom and doom* di taluni osservatori, ha prodotto un lungo periodo di sviluppo a beneficio soprattutto dei paesi meno abbienti. Il commercio internazionale, come previsto dalla teoria economica, ha avuto un forte impatto sulla produttività globale, esattamente come una ondata di innovazione.

La contestuale fase di prodigiosa innovazione tecnologica vera a propria ha permesso di cogliere appieno il potenziale dell’apertura di nuovi mercati attraverso i progressi nella logistica, nelle telecomunicazioni, e nelle informazioni disponibili. La globalizzazione ha trasformato il concetto dei vantaggi comparati: da quelli naturali a quelli acquisiti; dallo scambio di beni allo scambio di *task*, intesi come “frammentazione” internazionale dei processi produttivi.

Questa fase ha visto lo sviluppo degli investimenti esteri, del cosiddetto *off-shoring* e delle catene del valore delle produzioni globali. Ne hanno tratto beneficio sia i consumatori dei paesi più ricchi, sia i lavoratori di quelli più poveri.

Alla base di questa globalizzazione rimanevano tuttavia profondi disequilibri e distorsioni, come la mole di debito accumulata da molti soggetti (privati e pubblici), soprattutto nei paesi industrializzati. Al contrario, nei paesi emergenti si registravano forti surplus commerciali investiti in ingenti riserve estere in dollari. Certamente una contraddizione rispetto a quello che ci si sarebbe atteso sulla base dei normali *trend* di sviluppo, che avrebbero dovuto vedere il paese ricco finanziare quello povero e non viceversa.

L’innovazione è stata altrettanto importante nel mondo della finanza, dove ha permesso di gestire i rischi più diversi grazie a nuovi strumenti, scambiati in mercati sempre più profondi e liquidi (dalle cartolarizzazioni alle opzioni; dai derivati in genere ai CDS). La fiducia nella possibilità di conoscere, misurare e gestire i rischi è diventata quasi fideistica, come evidenziato dalle tecniche di VaR e dalle politiche di ottimizzazione del capitale, ed ha permesso una forte crescita della leva finanziaria, soprattutto nei paesi industrializzati, dove l’approccio seguito dalle autorità di controllo di numerosi paesi propugnava la de-regolamentazione del settore. Al contrario, i paesi emergenti, dopo l’esperienza della crisi a cavallo della fine del secolo, perseguivano politiche macroeconomiche prudenti e sistemi regolamentari conservativi, con le banche centrali che assicuravano uno stretto controllo sui sistemi finanziari nazionali.

La duratura fase di crescita manifestava gli effetti tipici di cicli virtuosi, creando un ottimismo generalizzato: la tendenza delle persone a sottostimare i rischi nei periodi di buon andamento economico sembra essere un tema ricorrente nella storia dei mercati finanziari. In un mercato in cui il valore di tutti gli *asset* cresceva costantemente nel tempo, le tecniche di gestione dei rischi si mostravano efficaci. Con le parole di Greenspan [2]: “strumenti finanziari di complessità crescente hanno contribuito in modo speciale.....allo sviluppo di sistemi finanziari molto più flessibili, efficienti e resistenti di quelli di un quarto di secolo fa”. Ma erano effettivamente così efficaci gli strumenti o semplicemente il rischio era gestibile perché contenuto? Ed era limitato perché tutti i mercati erano in forte crescita, come risultato di una diffusa bolla dei valori degli *asset* finanziari?

L'espansione monetaria non creava tensioni inflazionistiche sui mercati dei beni perché le importazioni a basso costo dai nuovi mercati emergenti riducevano le tensioni sui prezzi (il cosiddetto "effetto Walmart", ovvero le importazioni di beni di consumo a basso prezzo dalla Cina). Il pericolo di una *asset-inflation* era riconosciuto, ma si riteneva che le autorità di politica monetaria non disponessero di capacità di previsione migliore di quella del mercato e che, pertanto, piuttosto che prevenire le bolle speculative col rischio di commettere errori, sarebbe stato meglio mitigare gli effetti di eventuali crisi al loro manifestarsi attraverso una politica monetaria accomodante, così come era già avvenuto con successo al momento dell'esplosione della bolla dell'ICT.

I cambiamenti di natura strutturale davano quindi la stura ad atteggiamenti psicologici irrazionali. Sul piano delle teorie, si riteneva che i comportamenti economici e sociali potessero essere assimilati a fatti naturali, prevedibili e misurabili come i processi fisici. L'incertezza era espressa dalla stima delle probabilità degli eventi e quindi delle loro distribuzioni, esattamente come per la fisica quantistica: con un certo margine di incertezza (la "coda"), tutto era misurabile. L'economia (e la società) si muovevano in modo prevedibile, secondo tassi naturali (di disoccupazione ad esempio); la distribuzione e diffusione dei rischi attraverso le cartolarizzazioni rendeva i mercati più stabili; i rischi in generale erano in declino (il premio per il rischio azionario era marginale, giustificando valori del mercato in continua ascesa); il ciclo economico ed i rischi di recessione erano scomparsi grazie alle produzioni *just in time* e la conseguente riduzione delle scorte; i titoli sovrani, secondo la legge del prezzo unico, convergevano tutti verso il rischio zero.

Il *down side* di tutti questi aspetti sembrava essere ignorato. Perché? Emerge una situazione di conflitto di interesse, in un contesto dove la ricerca economica più prolifica è generata proprio da quei soggetti, come le banche d'affari, che più hanno da beneficiare da un persistente ottimismo. Le carriere accademiche si intrecciano con quelle della finanza e la ricerca si indirizza sempre più alle esigenze dell'industria finanziaria. I regolatori hanno una visione benevola della regolamentazione e le agenzie di *rating* alimentano l'ottimismo generalizzato con un atteggiamento chiaramente pro-ciclico, senza porsi domande difficili.

Rapidamente i comportamenti convergono sul *conventional thinking*. Siamo così nel mondo del Candido di Voltaire, secondo la definizione di Pangloss: "il migliore dei mondi". O più banalmente quello di "Goldilocks": una zuppa né troppo calda, né troppo fredda, proprio giusta. Quando le cose non funzionano è semplicemente perché (Greenspan [2]) "i nostri modelli –sia i modelli di rischio sia quelli econometrici– per quanto complessi siano diventati, sono ancora troppo semplici per catturare l'intero spettro delle variabili di controllo che guidano la realtà economica. Un modello è di necessità una astrazione rispetto all'insieme dei dettagli del mondo reale".

Come sempre, ci sono le voci dissenzienti di chi ha studiato la storia delle crisi finanziarie (Reinhart e Rogoff [3]), di chi non ha abbandonato lo studio dei comportamenti economici (Akerlof e Shiller [4]), di chi non ha (mai) avuto fiducia nei mercati (Stiglitz), di chi ha dubitato dei benefici dello sviluppo finanziario (Rajan) [5]; di chi, come Roubini, ha capito che per avere l'orecchio degli ascoltatori bisogna esagerare, meglio se nel senso delle previsioni catastrofiche.

Improvvisamente il mondo cambia: nel 2007 il CFO di Goldman Sachs rileva che "stiamo vedendo movimenti di 25 deviazioni standard per diversi giorni di seguito": un semplice problema di modelli troppo semplificati?

Se il profilo rischio-rendimento delle attività finanziarie è coerente, come si spiega la capacità di generare elevati rendimenti (di tipo alfa¹) attraverso le attività di *trading*? Come si può conciliare il fatto che il mercato è efficiente con l'esistenza di enormi profitti derivanti da operazioni di arbitraggio e speculazione? E se invece, come si sosterrà in seguito, il profilo rischio-rendimento non è nemmeno coerente, ed i rendimenti sono inadeguati rispetto ai rischi che devono remunerare, cos'era in realtà questa alfa?

Box 1. QUANDO SI AMAVA IL MERCATO ... QUALE RUOLO PER L'EXPORT CREDIT?

L'incoerenza del profilo rischio-rendimento si ha perfino in un'attività così tradizionale come quella dell'*export credit* pubblico, prima della crisi ritenuto un settore in via estinzione per effetto della capacità del mercato di offrire soluzioni a tutti i problemi. Si considerino i seguenti casi di (sotto)valutazione dei rischi:

- Gli aerei più costosi venivano finanziati a lungo termine facendo raccolta sul mercato dei *commercial paper* (con garanzie pubbliche contro il rischio di liquidità) con ovvi *mismatch* delle durate;
- Le navi più grandi erano finanziate a medio termine con pagamento finale *bullet* da rifinanziare alla scadenza, contando su un valore dell'*asset* sottostante in perenne crescita;
- portafogli poco diversificati (rischi sovrani) o con rischi omogenei (*receivables* dello stesso settore) erano facilmente cartolarizzati;
- il rendimento di gran parte del mondo dei debiti sovrani, indipendentemente dalle diverse situazioni paese, convergeva verso quello dei paesi più virtuosi ("rischio zero");
- i grandi *project financing* trovavano interessate istituzioni tradizionalmente prudenti (compresi i Fondi Pensione) disposte ad esporsi per grandi importi, lunghe durate, paesi rischiosi.

Cosa generava alfa appare oggi più chiaro: l'inflazione generalizzata degli *asset* finanziari ed una leva elevata (beta), tollerata dai regolatori o nascosta nei bilanci da operazioni contabili.

2. La crisi della politica economica: dov'è il consenso su come uscire dalla crisi?

La dialettica profonda di questo periodo divide le scuole principali della teoria economica, ma lo scarto è ancora più profondo e drammatico tra chi ha causato la crisi e vuole essere salvato e chi ha subito la crisi e deve pagarne i costi. Il primo ha beneficiato, negli anni di crescita, di remunerazioni straordinarie, che lo mettono al riparo da ogni prospettiva futura sfavorevole. I secondi, che non hanno invece beneficiato degli "anni ruggenti", sono chiamati a subire l'inasprimento fiscale necessario per salvare gli altri e rischiano la disoccupazione a seguito degli effetti recessivi che ne conseguono.

I tentativi di introdurre equità in questa politica economica sono fallaci per due ragioni: la prima è che non si possono recuperare compensi immeritatamente distribuiti in precedenza; la seconda, è che ci sono limiti alla possibilità di condizionare con misure pubbliche decisioni che competono a consigli di amministrazione di società private. Ma un'economia capitalista non può prosperare senza un sistema finanziario e questo va

¹ In base alla teoria del *Capital Asset Pricing Model* il coefficiente alfa indica la capacità dell'*asset* di generare un ritorno indipendentemente dall'andamento del mercato (al quale invece è collegato il parametro beta).

protetto, anche da se stesso, anche a costo di ignorare giustizia ed equità. I comportamenti del passato non venendo adeguatamente sanzionati, tendono a ripetersi.

Il pendolo Stato-Mercato riprende a oscillare. Il Mercato, che si voleva libero e non regolato, supplica l'intervento dello Stato per il proprio salvataggio, che poi altro non è che il ritorno alle condizioni necessarie per distribuire profitti e bonus. L'evoluzione della crisi procede quindi per fasi e continua a sorprendere gli analisti:

Fase 1. Post-Lehman , lo Stato gioca il ruolo di salvatore del sistema finanziario e dell'economia reale. Esso stesso è stato una delle cause delle imperfezioni di mercato che hanno creato le condizioni della crisi (ad esempio, l'azzardo morale delle garanzie implicite ed esplicite alle banche) ed ora diventa strumento di intervento per evitarne gli effetti più gravi (ad esempio, il *too big to fail*). L'intervento prende diverse forme: dalla politica macroeconomica, agli interventi di garanzia di *asset*, alla ricapitalizzazione di aziende e banche, agli interventi micro di supporto a specifici settori.

Fase 2. Dopo aver invocato l'intervento dello Stato per salvare il mondo, il Mercato incomincia a preoccuparsi dell'aumento del debito pubblico, chiedendo a gran voce interventi di austerità fiscale (e così ridurre i rischi di quel debito sovrano che detiene abbondante in Bilancio) ed iniziative multilaterali di rifinanziamento del debito (che permettono di ridurre la propria esposizione). Il caso più emblematico è quello della Grecia dove le due azioni non sono comunque sufficienti a tutelare le banche, che alla fine subiscono un *haircut* importante della loro esposizione attraverso il cosiddetto *Private Sector Involvement*.

Fase 3. Ennesimo giro di ruota: i mercati si accorgono che l'austerità genera recessione, che aumenta il peso del debito pubblico sul PIL e chiedono misure per la crescita. Ma come: in deficit o senza deficit? E così riparte un altro giro di polemica: secondo alcuni, l'austerità crea crescita perché tranquillizza i mercati e non spiazza il settore privato (cosiddetta *Expansionary Fiscal Contraction*); secondo altri, l'austerità rischia di creare depressione e peggiora la posizione fiscale di lungo termine creando nel frattempo disoccupazione e miseria. Chi ha ragione? La giuria non si è ancora espressa.

L'irrazionalità della situazione è evidente: i mercati sono sull'orlo del baratro per il proprio cattivo funzionamento; lo Stato, che non ha saputo controllarli, ne assicura il salvataggio. I mercati sono irrazionali e volatili e la politica ne segue le aspettative per assecondarli; le aspettative sono però mutevoli e costringono la politica a passare da un obiettivo all'altro in modo incoerente, rimanendo in questo modo ostaggio dei mercati. L'andamento degli *spread* sovrani, che per un lungo periodo aveva visto la tendenza a convergere sui livelli dei paesi più solidi, sembra ora muoversi sulla base di ondate di panico, fino a chiudere a molti paesi l'accesso ai mercati finanziari. L'andamento degli *spread* e la psicologia degli investitori che lo condiziona, diventano l'obiettivo principale della politica economica di molti Stati.

La situazione è certamente difficile e la politica economica si deve adattare ad un contesto in cui gli strumenti tradizionali hanno poca efficacia: la politica monetaria opera in un regime di tassi reali bassi o perfino negativi e deve ricorrere a strumenti non convenzionali come il *Quantitative Easing*; la politica fiscale è limitata da pre-esistenti elevati disavanzi e debiti pubblici. Sono le trappole che la teoria ha da tempo segnalato, senza però trovare consensi circa interventi alternativi di politica economica.

Quello che più manca è un chiaro mandato all'azione: non c'è consenso su un *New Deal*. Negli Stati Uniti le decisioni del Congresso sul TARP sono prese sotto la minaccia del crollo dell'intero sistema finanziario; crescono movimenti contro il ruolo dello Stato (*Tea Party*) così come contro quello del mercato (*Occupy Wall Street*). In Europa manca un mandato chiaro alla politica per un intervento deciso contro la crisi; in

molti Stati i cittadini sono in grande maggioranza scettici rispetto ad una maggiore integrazione politica ed economica nel momento di maggiore crisi, perché preoccupati di dovere subire le decisioni degli Stati più forti chiamati a soccorrerli o, al contrario, preoccupati di mettere a rischio le proprie finanze per soccorrere gli Stati più deboli. Questa mancanza di consenso è responsabile della evidente crisi di *governance* in Europa, con una distonia tra il sistema della valuta unica e le politiche monetarie che dovrebbero essere impiegate al suo sostegno. Il risultato è che per bypassare i vincoli istituzionali, il *Quantitative Easing* si fa attraverso interventi indiretti (forse meno efficaci o più rischiosi) come il programma LTRO.

Nella prima fase della crisi l'*export credit* si erge a salvatore del sistema. L'oscillazione verso lo Stato è completa. La riduzione degli *asset* da parte delle banche fa sì che la domanda per la garanzia statale, gratificata da più bassi coefficienti di assorbimento di capitale, aumenti rapidamente. Analogamente, le ECA che per Statuto possono concedere prestiti diretti (cosiddette EXIM Bank) rispolverano questo strumento, congelato in passato, di fronte all'appetito per il rischio mostrato dal mercato. I paesi supportano l'*export*, oltre che con il classico strumento della garanzia, attraverso il prestito diretto, il rifinanziamento di attività di *export credit*, opzioni di rifinanziamento (che scattano nel caso di nuova instabilità sui mercati finanziari).

In questa fase, l'*export credit* pubblico, oltre all'obiettivo storico di offrire una garanzia pubblica sui rischi di credito estremi, fornisce direttamente liquidità al sistema o ne assume comunque il rischio. Gli obiettivi tradizionali ridiventano importanti, nel momento in cui il mercato si ritira: la funzione di supporto ai *National Champions*, le cui esportazioni sono a rischio di fronte alla ritirata dei finanziatori privati; il ruolo di strumento di "politica industriale", a sostegno delle vendite di settori più colpiti dalla crisi, come quello della cantieristica. Le agenzie pubbliche riconquistano un ruolo strategico e riscoprono la funzione di "finanziatore/assicuratore di ultima istanza" sulle grandi commesse a beneficio dei propri esportatori. Le coperture all'*export credit* nei settori dei grandi beni strumentali (aerei e navi *in primis*) raggiungono livelli mai toccati in precedenza.

Questo intervento pubblico compensa almeno in parte il crollo delle attività private, conseguenza dei problemi che le banche incontrano nel reperire il *funding* in generale e per l'*export credit* in particolare, segmento di attività particolarmente intensivo di capitale. In Europa questa difficoltà è ancora più acuta nel caso del *funding* in dollari, col risultato che in questa valuta l'attività di supporto all'*export* cessa quasi completamente.

Il mercato differenzia sempre più tra paesi a rischio e "paesi virtuosi"; il profilo di rischio delle banche viene equiparato a quello dei paesi in cui operano, aprendo una profonda frattura nel mondo dell'*export credit*. Nei "paesi virtuosi", per effetto del *flight to quality*, le condizioni di accesso al credito dei debitori sovrani addirittura migliorano e sono traslate a beneficio degli esportatori nelle transazioni di *export credit*. Il contrario avviene negli altri paesi dove, come nel caso dell'Italia, il reperimento di finanziamenti a supporto delle esportazioni diventa sempre più difficile ed a condizioni che spesso rendono non competitiva l'offerta finale.

3. La crisi della finanza: perché finiamo sempre lì?

Perché il mondo finanziario è spesso causa di crisi? Perché la crisi finanziaria è così profonda, complessa e lunga? Una prima spiegazione è data dal fatto che l'incidenza delle attività finanziarie sul PIL è cresciuta moltissimo: negli USA è passata dal 2,8% del PIL del 1950 all'8,4% attuale. Gli *asset* finanziari sul PIL globale erano il 250% nel 1990, sono il 400% nel 2007. Cosa ha alimentato questo sviluppo e che benefici ha portato alla crescita economica?

Per assurdo, nel settore finanziario le regolamentazioni provocano spinte all'innovazione nel tentativo di bypassare i limiti imposti. Ma le innovazioni per propagarsi hanno bisogno di mercati liquidi, il che fa sì che il settore finanziario presenti pochissime barriere alla diffusione del progresso tecnologico di processo e soprattutto di prodotto. Un'innovazione che nasce da una specifica esigenza (ad esempio un derivato per gestire il rischio di una transazione) trova rapidamente altre forme di utilizzo. Spesso le nuove applicazioni sono slegate da una sottostante transazione economica, ed hanno prevalentemente fini di arbitraggio o speculazione. Il prodotto innovativo acquisisce così una vita propria e le dinamiche del nuovo mercato tendono ad evolversi in modo indipendente dai fondamentali delle economie di riferimento.

Box 2. "LA RELIGIONE DELLA FINANZA"

La crescita della finanza negli ultimi trent'anni ha certamente beneficiato di una profonda innovazione, che è anche il risultato del progresso della teoria economica e delle sue applicazioni alla finanza. Il risultato è che la finanza ha assunto dimensioni quasi "fideistiche" come in modo divertente illustrato dall'Economist (Buttonwood, "Faith and the Markets") di seguito ripreso e parzialmente modificato:

- La finanza è come una religione: i testi sacri sono la *Efficient Market Hypothesis* ed il *Capital Asset Pricing Model*²;
- La finanza ha i suoi preti nella forma di analisti e manager che promettono ai clienti (fedeli) un futuro paradisiaco se solo seguono i loro consigli. I sermoni sono i rapporti periodici; le chiese sono i palazzi-cattedrali in cui lavorano;
- La religione ha due chiese (risultato di uno scisma): quella dei gestori attivi (cattolici: con la loro liturgia degli alfa, *Sharpe ratio*, *zero-riskasset*, VaR, incomprensibili come le Messe in latino); quella dei gestori passivi (Luterani: che non hanno intermediari e che semplicemente fanno il *tracking* dei principali indici in modo scrupoloso);
- Ci sono poi i santoni (Alan Greenspan, "The Maestro"; Warren Buffet, il "saggio di Omaha" e Nouriel Roubini che promette l'inferno e le massime pene);
- Le religioni sono politeiste e l'oggetto di venerazione cambia frequentemente: i paesi emergenti, l'immobiliare, le *commodity*.

La finanza, che dovrebbe permettere all'economia reale di completare l'insieme dei mercati necessari al suo corretto funzionamento (*option*, *future*, *securitization*, CDO; ecc), è a sua volta un mercato imperfetto caratterizzato da:

- Informazione asimmetrica (si pensi al caso del mercato immobiliare e all'analisi del credito per la concessione dei mutui);
- Azzardo morale (le garanzie statali implicite ed esplicite, come quelle sui depositi);
- Conflitto di interesse (si pensi alle lobby del settore; ai comportamenti pro-ciclici dei regolatori e delle agenzie di *rating*);
- Conflitto *principal-agent* (aggravato da sistemi di remunerazione ed incentivazione distorti).

² Corollario: non ha però ancora imparato la lezione: quando prevedi un evento non dare una data; se lo fai dai una data così lontana da non essere in giro in quel momento.

Nel mondo della finanza le cose sembrano avere sempre meno senso. I *default* sovrani vengono chiamati “ristrutturazioni volontarie”. In tale modo i CDS acquistati a protezione del rischio non dovrebbero “scattare”, così da provare che non vi è *default* assicurando il mercato che non deve temerne le conseguenze. Un perfetto ragionamento circolare. Poi, dato che non tutti i debitori partecipano alla “ristrutturazione volontaria” (ci sono infatti gli *holdouts*), i CDS diventano di nuovo escutibili. Ma allora quello greco è *default* o no? Non è chiaro, ma nel frattempo il mercato si sta preoccupando di altro e non reagisce.

Le agenzie di *rating* si difendono dalle critiche alle valutazioni concesse in modo apparentemente superficiale, e sostengono di non avere sbagliato nell’analisi dei portafogli di mutui cartolarizzati perché il loro *rating* non tiene conto del rischio liquidità. Poi cambiano a raffica i *rating* sovrani per le difficoltà di accesso al mercato dei capitali (non è rischio liquidità?), peggiorando le condizioni di liquidità stesse.

Box 3. BRIC, PIIGS ... ?

E cosa spaventerà il mercato domani? Dove le agenzie di *rating* sbaglieranno di nuovo? Proviamo a chiederci da dove verranno le prossime sorprese e pensiamo ad esempio a quei paesi per i quali il mercato continua ad ipotizzare un “rischio zero”, malgrado i fondamentali non proprio solidi, soprattutto in termini del rapporto debito pubblico/PIL che si sta pericolosamente avvicinando a quelli dei paesi più indebitati (i cosiddetti PIIGS). Ci sono paesi con *rating* vicino o pari alla mitica AAA: Japan, United States, United Kingdom, dove il rapporto è ormai prossimo o addirittura ben superiore al 100%. È possibile che il mercato si sbagli ancora nel sottovalutare questi rischi? Possiamo anche noi giocare ad inventare un nuovo acronimo per anticipare la prossima “scoperta” del mercato? Guardando alle iniziali, come suona: JU-SUK?

4. Che mondo sarà? Le conseguenze microeconomiche in Italia

Quali saranno le conseguenze della crisi, in particolare per l’Italia? Si riscontra in modo ormai generalizzato un *credit crunch*, ossia una elevata difficoltà di accesso al credito. Da cosa dipende e quanto potrà durare? Ed in realtà, di cosa si tratta? Siamo in una crisi di liquidità o, piuttosto, in una crisi di intermediazione?

Le banche hanno ancora grandi difficoltà a fare raccolta sui mercati, specialmente a medio-lungo termine e in valuta estera; il mercato inter-bancario è condizionato da una profonda incertezza sul merito di credito delle controparti; le riforme regolamentari sembrano destinate ad avere un pesante impatto sui *ratio* dei Bilanci. Le banche addirittura anticipano l’introduzione dei nuovi *ratio* preoccupate di doversi trovare ad affrontare di nuovo una improvvisa crisi di liquidità. Tutto questo influenza la capacità di intermediazione del sistema bancario.

In generale, i nuovi criteri dei regolatori - più stringenti che in passato - avranno tre effetti: ridurranno i comportamenti speculativi e rischiosi (effetto atteso); imporranno inutili costi amministrativi, aggravando i processi produttivi senza necessariamente modificare i comportamenti (effetto collaterale); indurranno ad una nuova fase di innovazione finanziaria per aggirarli (effetto indesiderato).

Al tempo stesso, le banche hanno accesso ad ingenti rifinanziamenti presso la banca centrale a tassi bassi o addirittura negativi in termini reali, ma depositano parte di questa ingente liquidità sui conti presso la stessa banca centrale o la utilizzano per operazioni di *carry trade*, in particolare attraverso l’acquisto di titoli di Stato. Gli effetti moltiplicativi di questa liquidità nel sistema economico rimangono modesti, mentre

prosegue tra le banche l'impegno alla riduzione della leva finanziaria e allo smobilizzo degli *asset* complessivi.

In questo contesto sorge ovvia la domanda su quale sarà il futuro del settore bancario e come l'operazione di *de-leveraging* in corso influirà sulla capacità di sostenere l'economia reale ed al tempo stesso di generare profitti. Nel breve periodo l'effetto sulla redditività del settore potrà essere mascherato dall'accesso alla liquidità della BCE a basso costo, soprattutto se utilizzata per le suddette operazioni di *carry trade*. Nel più lungo termine, rimane molta incertezza sul modello di business che le banche e le istituzioni finanziarie potranno perseguire: con ogni probabilità i rendimenti stellari del passato non si ripeteranno e si ridurrà la funzione sociale di intermediazione del risparmio.

Il ridotto ruolo di intermediazione che potrebbe colpire il sistema bancario ha risvolti particolarmente importanti in Europa, dove la quota di credito bancario rispetto al mercato dei capitali è più elevata che negli USA, e soprattutto in Italia dove è più elevata rispetto ad altri primari paesi europei.

Questa tendenza potrà essere in parte compensata dalla crescita di altri strumenti di intermediazione, come appunto il mercato dei capitali, che potrebbero svilupparsi nei paesi dove l'attività di intermediazione bancaria è stata storicamente dominate, o dallo sviluppo di quelle istituzioni definite di *shadow banking*, che svolgono funzioni di intermediazione ma non sono soggette alle normative ed alla supervisione delle autorità di norma preposte al controllo dei sistemi bancari.

Un esempio recente è quello di grandi gruppi industriali, che possono contare su ingenti masse liquide e che stanno creando veicoli finanziari non solo per il supporto alle attività *captive*, ma anche per sostenere i fornitori o addirittura per concedere finanziamenti al mercato. Lo sviluppo di queste attività si allarga alla raccolta diretta presso i risparmiatori e beneficia, come per le banche, della possibilità di accedere alle funzioni della Banca Centrale.

Da un lato, quindi, le banche cercheranno di limitare gli effetti del cambiamento dello scenario economico e regolamentare sulla loro redditività attraverso attività che non assorbano capitale (*origination, advisory, brokeraggio* sul mercato dei capitali, ecc.) e praticando l'arbitraggio tra prodotti, sempre inteso al risparmio di capitale. Dall'altro lato, l'enorme liquidità che rimane comunque sui mercati, sarà intermediata da nuovi soggetti.

L'accesso al credito di famiglie ed imprese non tornerà ai livelli pre-2007 né in termini di disponibilità assoluta né in termini di condizioni, che rimarranno onerose proiettando riflessi negativi sulle prospettive della crescita economica.

La difficoltà di accedere al credito bancario si riflette sul merito di credito delle imprese, con il rischio di innescare un circolo vizioso fatto di minore erogazione di prestiti e pressioni al ribasso sui *rating*. La qualità del debitore è divenuto un elemento sempre più discriminante per l'accesso al credito, in un contesto in cui per i migliori *borrower* la disponibilità di credito rimane ampia ed il suo costo sostenibile; le PMI risentono invece maggiormente dell'aumento dello *spread* in quanto ritenute meno solide. Il differenziale nello *spread* tra società *investment grade* e *speculative grade* è oggi di circa 500pb³.

³ In base al differenziale tra gli *spread* degli indici ITRAXX Main (*corporate investment grade Europa*) e ITRAXX Crossover (*corporate speculative grade Europa*).

Come evitare questo circolo-vizioso? Le imprese devono agire su fattori che possano incidere sulla propria *creditworthiness* per ottenere miglioramenti nei *rating*. Ve ne sono due, in particolare: (i) una riduzione della leva finanziaria attraverso una più elevata capitalizzazione e (ii) una gestione integrata dei rischi.

La riduzione della leva non deve necessariamente arrivare al caso estremo di talune aziende familiari tedesche che per politica aziendale operano senza credito bancario. C'è infatti un rischio anche in troppa prudenza (troppa liquidità) che può portare ad usi avventati della stessa liquidità (M&A aggressive) e basso rendimento del capitale. Rimane però forte la necessità per le imprese, al fine di migliorare il proprio *rating*, di aumentare la quota di capitale attraverso mezzi finanziari propri o il ricorso alla partecipazione di terzi.

Il ricorso al capitale azionario è particolarmente indicato per gli investimenti in innovazione, finalizzati a favorire la crescita dell'impresa attraverso guadagni di produttività ma, in generale, gli strumenti a disposizione delle imprese possono essere diversi, dalla quotazione in Borsa oppure all'intervento di Fondi (*Private Equity*, *Venture Capital*, Comuni di Investimento).

Va evidenziato che le imprese italiane sono poco orientate alla Borsa, non solo per le loro minori dimensioni medie ma anche per i loro tradizionali assetti proprietari e per gli elevati costi – diretti e indiretti – di accesso ai mercati dei capitali. Con riguardo ai Fondi, il *Private Equity* ha avuto nell'ultimo decennio uno sviluppo sostenuto (l'attivo di questi fondi gestiti da Società di Gestione del Risparmio è stato, nel 2010, pari a 5,8 miliardi di euro, un valore dieci volte superiore a quello del 2000); il *Venture Capital* è invece in Italia meno diffuso rispetto al resto dell'Europa⁴.

Tra i Fondi vi è il Fondo Italiano di Investimento⁵ che ha l'obiettivo, oltre che di favorire la patrimonializzazione delle imprese, di stimolare i processi di aggregazione tra le imprese piccole e medie, con il fine di arrivare, nel medio termine, a un nucleo consistente di imprese di medie dimensioni in grado di essere competitive sui mercati internazionali.

Attente politiche di gestione integrata dei rischi contribuiscono a un migliore merito di credito e, quindi, a facilitare l'accesso al credito bancario, oltre a generare una maggiore efficienza sulla gestione della liquidità. Gli strumenti più efficienti sono quelli del ricorso sistematico all'assicurazione, anche del credito; lo smobilizzo dei crediti attraverso *factor* e *forfaiter* oppure banche; gli strumenti di copertura di mercato (derivati, CDS, etc.). Questi ultimi sono tuttavia adatti per imprese di dimensioni elevate e che abbiano le risorse per una gestione finanziaria e dei rischi più complessa. L'assicurazione del credito favorisce, attraverso una gestione più attiva dei rischi e una valutazione preventiva della solvibilità della propria

⁴ Con il *Private Equity* un investitore finanziario specializzato assume partecipazioni durevoli e rilevanti nel capitale di un'impresa obiettivo (generalmente non quotata) per accrescerne il valore nel medio termine. Nel *Venture Capital* l'apporto di capitale di rischio è volto a finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato e veloce potenziale di sviluppo e, quindi, a maggiore rischio.

⁵ Questo fondo è nato nel 2010 con l'istituzione di una Società di Gestione del Risparmio i cui soci, in quote uguali, sono: il Ministero dell'Economia e delle Finanze, l'Associazione Bancaria Italiana, Confindustria, Cassa Depositi e Prestiti, Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banca Monte dei Paschi di Siena e l'Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane. Il Fondo aveva una dotazione iniziale di 1,2 miliardi di euro e non si pone come alternativa ad altri fondi bensì come traino per l'ulteriore sviluppo del *Private Equity* in Italia. Le tipologie di investimento sono quindi principalmente di due tipi: i) assunzione di partecipazioni dirette, prevalentemente di minoranza, nel capitale di imprese italiane (sedici), anche in co-investimento con altri fondi specializzati; ii) interventi come fondo di fondi, investendo in altri fondi (nove) che condividano la politica di investimento e gli obiettivi del fondo.

clientela, un miglioramento della gestione complessiva dei crediti. Il *factoring*, garantendo certezza nei tempi di incasso con una maggiore efficienza amministrativa, assicura all'impresa minori tensioni sulla liquidità.

Il credito presenta inoltre diverse articolazioni in base alla sua natura: (i) per quello commerciale, che in Italia rappresenta, considerando la sola clientela italiana, più di un quinto del fatturato totale, le imprese devono porre un' enfasi crescente sulla gestione del ciclo della fatturazione, sul monitoraggio dei pagamenti e sull'attività di recupero dei crediti in sofferenza⁶; (ii) per il credito finanziario, come sopra ricordato, il divario tra il ricorso agli strumenti bancari piuttosto che a quelli di mercato dei capitali è ancora significativo nel nostro paese.

Un'attenta gestione del ciclo di fatturazione consente di ridurre i volumi del monitoraggio e, di conseguenza, quelli del recupero. La maggiore attenzione ha portato all'introduzione di una serie di *step* intermedi durante il ciclo di fatturazione, quali ad esempio *reminder* in prossimità di una scadenza, che aiutino a prevenire e limitare eventuali insoluti di natura fisiologica. Vi è inoltre maggiore attenzione, nella fase di monitoraggio, nel ricostruire le cause che hanno portato al mancato pagamento per meglio individuare le leve su cui agire, tanto da rendere sempre più preponderante l'introduzione di un *credit manager*, intesa come funzione responsabile, tra le altre, della gestione del ciclo completo del credito (gestione scadenziario, solleciti, monitoraggio, gestione problematiche, recupero giudiziale del credito). Le stesse agenzie di recupero crediti, in quest'ottica, hanno iniziato ad offrire un servizio nuovo alle aziende attraverso la fornitura di personale (allocato anche all'interno dell'azienda stessa) qualificato a gestire – attraverso dei processi rivisitati - la fase di fatturazione e monitoraggio, nell'intento di snellire le fasi del processo e renderle sempre più integrate, in modo da ridurre al minimo l'attività di recupero.

Va evidenziato che, rispetto al periodo pre crisi, sono aumentate le procedure concorsuali (istanze di fallimento, concordati preventivi, accordi di ristrutturazione, amministrazione straordinaria), che paralizzano l'attività di recupero, dato che finiscono con il porre tutti i creditori sullo stesso piano.

È al tempo stesso quanto mai importante disporre di una maggiore diversificazione delle fonti di credito, sia bancarie sia, ove possibile, accedendo al mercato dei capitali. Questo è vero anche per le PMI, che potrebbero utilizzare strumenti come ad esempio i *bond* di distretto, un prodotto finalizzato ad aprire agli investitori (anche *retail*) il settore delle piccole e medie imprese, per loro natura non in grado di emettere obbligazioni corporate individuali. La fiducia degli investitori viene in questo caso riposta nella capacità della banca *originator* di scegliere e valutare le imprese in modo convincente, vista l'estrema difficoltà di una valutazione puntuale dei singoli rischi.

Per le imprese più internazionalizzate è fondamentale cogliere tutte le opportunità che il loro posizionamento offre, non solo in termini di diversificazione geografica delle vendite ma anche di *funding*, accedendo più spesso a finanziamenti in valuta locale. Con tutti i vantaggi che derivano dall'aver a riferimento sistemi bancari e mercati dei capitali globali.

Nell'attuale contesto di limitazione nel ruolo delle banche, gli strumenti di garanzia messi a disposizione, attraverso linee dedicate, dalla CDP (con l'istituzione di un nuovo plafond PMI pari a 10 miliardi di euro) e dalla BEI sono soluzioni utili. A queste si aggiungono le soluzioni del Fondo Centrale di Garanzia del

⁶ In Italia la gestione del credito è ulteriormente complicata dai ritardi nei pagamenti, soprattutto della Pubblica Amministrazione. Il "Piano di Sviluppo" in discussione contiene una proposta per lo smobilizzo, presso le banche, dei crediti delle PMI verso la PA ("Crediti PA"), con ricorso delle banche alla provvista della CDP o della BCE.

Ministero dello Sviluppo Economico. Anche la garanzia/assicurazione SACE ha l'obiettivo di favorire un maggiore accesso al credito. È stato avviato il programma Export Banca di concerto con CDP, e si stanno valutando collaborazioni con soggetti finanziari specializzati per operazioni di credito acquirente anche per transazioni di piccolo importo. Si sta rendendo più flessibile lo strumento del credito fornitore, in particolare al fine di facilitarne lo smobilizzo anche attraverso prodotti di sconto semplificati. Si sta poi potenziando ulteriormente lo strumento delle garanzie finanziarie in convenzione con le banche.

Il credito finanziario, sia di breve sia di medio-lunga durata, continua comunque a presentare costi ancora elevati. Oggi molta preoccupazione viene posta sui livelli degli *spread*, ai quali si fa spesso riferimento per il confronto con la situazione pre-2007. Tuttavia, occorre ricordare che la parte fissa del costo del debito (Euribor) è oggi molto bassa, spesso sotto il livello di inflazione e ciò compensa, seppure in minima parte, l'effetto *spread*.

Un più alto costo del *funding* si riflette sulla competitività del Sistema-paese. Il confronto con i paesi come la Germania, che sono nostri diretti concorrenti sui mercati internazionali e che al tempo stesso godono di migliore *standing* finanziario, è immediato: si consideri, ad esempio, il caso di una fornitura di elevato importo (€500m), con un rimborso medio di 7 anni in presenza dello spread attuale di oltre 300pb: il differenziale di competitività è di €10.5m, ovvero il 2,1% del valore della fornitura. Un differenziale che, se compensato attraverso l'offerta commerciale, assorbe una percentuale significativa del potenziale profitto.

La perdita di merito di credito del nostro Sistema-Paese incide anche a causa del fatto che il nostro *rating* è prossimo a quello di importanti paesi emergenti. Siamo infatti meno appetibili anche rispetto ai produttori locali, che hanno ormai accesso a strumenti e condizioni finanziarie sul mercato locale non dissimili da quelle che possiamo offrire noi.

Per le imprese è dunque fondamentale assicurarsi una certa flessibilità finanziaria, iniziando dalla gestione del circolante. Tutto questo richiede una attenta conduzione delle politiche di credito e delle scorte e, quindi, anche degli approvvigionamenti per gli approntamenti di commesse e inizio dei lavori. In un'ottica a più lungo termine, e quindi con riferimento ai piani di sviluppo, le aziende dovranno ripensare gli *hurdle rate* dei nuovi impieghi: i tassi di interesse non torneranno più ai livelli pre-crisi e maggiore attenzione dovrà essere data alla selezione degli investimenti, andandone a rivedere il numero e l'ordine delle priorità.

Tab. 1 Cinque azioni e relativi strumenti per le imprese in fasi di difficile accesso al credito

Azioni	Strumenti
1) Riduzione leva/aumento di capitale	(i) Mezzi propri; (ii) Quotazione in Borsa; (iii) Fondi (<i>Private Equity, Venture Capital</i>); (iv) Fondo Italiano di Investimento
2) Gestione rischi commerciali	(i) Assicurazione credito/BT e MLT; (ii) <i>Factoring</i> ; (iii) <i>Forfaiting</i> ; (iv) Altre forme di smobilizzo (voltura banche)
3) Gestione ciclo attivo/passivo	(i) Monitoraggio pagamenti; (ii) Recupero crediti; (iii) Valutazione rischi
4) Finanza speciale/di sviluppo	(i) Linee dedicate/intermediate (CDP, BEI, convenzioni SACE); (ii) Fondo Centrale di Garanzia
5) Diversificazione fonti finanziamento	(i) Banche/mercato di capitale; (ii) Domestico/internazionale; (iii) Gestione linee bancarie complessive (es. <i>trade off</i> firma e cassa, con eventuale diversificazione su assicuratori); (iv) <i>Bond</i> di distretto

Fonti citazioni

[1] Krugman, P., *Lecture London School of Economic, "The Return of Depression Economics part3: the Night They Reread Minsky"*, 10 giugno 2009. Si veda anche *How did Economists Get it so Wrong*, articolo New York Times, 2 Settembre 2009.

[2] Greenspan A., *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, *Sperling & Kupfer*, settembre 2007.

[3] Reinhart C. and Rogoff K. (2009a), *The Aftermath of Financial Crises*, NBER Working Paper n. 14656, gennaio; (2009b), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, novembre.

[4] Akerlof G.A. and Shiller R. (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, aprile.

[5] Rajan R. (2005), *Has Financial Development Made the World Riskier?*, NBER Working Paper n.11728, novembre.