

L'EFFETTO DOMINO DELLA CRISI  
FINANZIARIA INTERNAZIONALE:  
DAGLI USA ALL'EUROPA,  
DALLE BANCHE AGLI STATI,  
DAL DEBITO ALL'EURO.  
DOVE SI FERMERÀ'?

13 Gennaio 2011

*Spazio Civico – Associazione Civica 19*

# Premessa: una crisi inedita

- La natura delle cause che l'hanno generata
- Dimensioni della crisi e la velocità di propagazione
- L'adeguatezza delle risposte alla crisi sotto il profilo:
  - dei soggetti destinatari;
  - dei soggetti che assumono le decisioni e delle modalità
  - del merito e dei tempi delle misure
  - dell'entità delle misure
- Il ruolo dell'incertezza visto il carattere inedito per origine, profondità e sviluppo della crisi
- Come saremo alla fine della crisi
- Aspetti etici e morali

# Proviamo a capire ...

- La natura e le cause della crisi finanziaria
- La propagazione dal livello finanziario a quello reale su scala globale
- La risposta pubblica: banche centrali e governi
- I canali attraverso cui la crisi dal settore privato si trasferisce a quello pubblico
- La crisi dei debiti pubblici europei e le risposte finora adottate
- Problemi aperti

# Le origini della crisi negli Usa

- **La bolla del settore immobiliare americano**
  - Il business dei mutui esce dai canali tradizionali
  - I mutui diventano titoli e vengono diffusi nel sistema finanziario internazionale
  - Le commissioni incentivano massicciamente questo processo
  - Aumenta l'erogazione dei mutui che alimenta la bolla ma che inizia a coinvolgere soggetti a cui normalmente non vengono concessi mutui
  
- **I buchi nella regolamentazione del settore bancario e finanziario**
  - Nel settore dei mutui negli Usa sono coinvolti una serie di intermediari non bancari
  - Il ruolo delle attività' fuori bilancio
  - Il ruolo di contratti di assicurazione (CDS e di altri strumenti finanziari (derivati) ) privi di trasparenza negoziati fuori dai mercati

# I fattori che hanno alimentato la crisi

- Le politiche economiche USA degli ultimi 15 anni (dalla fine degli anni novanta in poi)
  - politica monetaria
  - politiche di deregolamentazione bancaria e finanziaria
  - le politiche sociali e di welfare
- L'inadeguatezza dell'assetto normativo e istituzionale della vigilanza a livello globale
  - il sistema di Basilea 2
  - mancanza di coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali
- Il sistema di incentivi e di remunerazione interni alle aziende (bancarie soprattutto)

# La propagazione della crisi (I)

- **Prima fase: (giugno 2007-marzo 2008)** la crisi finanziaria diventa immediatamente globale
  - i maggiori gruppi bancari sono in larga parte gruppi globali (in particolare le banche usa e inglesi)
  - con mercati finanziari fortemente integrati la crisi si propaga a velocità elevata (soprattutto lì dove il settore immobiliare era stato particolarmente trainato dalla finanza -in GB, Spagna, Irlanda e in parte Germania)
- **Seconda fase: (marzo- settembre 2008)**
  - diverse banche entrano in forte difficoltà con potenziali crisi di solvibilità e liquidità
  - Iniziano i primi salvataggi (Northern Rock, Bearn Sterns) con interventi “indiretti” delle banche centrali
- **Terza fase (settembre-ottobre 2008): Lehman Brothers fallisce**
  - La crisi è sistemica
  - La liquidità interbancaria si interrompe
  - I mercati finanziari internazionali si paralizzano

# La propagazione della crisi (II)

- Quarta fase (ottobre 2008 – marzo 2009): ha inizio il *credit crunch*
- Le imprese faticano a trovare finanziamenti per le loro attività
- Il costo del finanziamento aumenta in modo massiccio
- Gli investimenti produttivi crollano
- Inizia la frenata dei consumi (soprattutto negli USA) trascinata dal tracollo dei valori immobiliari, degli asset finanziari e dalle aspettative di disoccupazione
- Gli Stati (governi e banche centrali) intervengono in modo massiccio e deciso
- Grazie al gioco delle aspettative la domanda scende ulteriormente e la produzione si contrae (recessione)
- tutti i settori produttivi progressivamente vengono coinvolti
- rischio deflazione
  
- Quinta fase (aprile 2009- ottobre 2009)
- Grazie ai massicci interventi pubblici di varia natura la fiducia nei mercati riparte
- Anche le economie iniziano a dare segnali di ripresa
- Le banche puliscono i bilanci e riattivano la circolazione della liquidità e del credito

# La propagazione della crisi (III)

- Sesta fase (novembre 2009-oggi):
  - Ma le economie non ripartono tutte allo stesso modo: mercati emergenti e Germania sì, il resto dell'Europa e gli USA meno
  - Si profila la possibilità di nuovi interventi pubblici per evitare di ripiombare in recessione
  - Le banche centrali continuano a tenere bassi i tassi di interesse e ritirano solo parzialmente dalle misure straordinarie introdotte nel 2008
  - Sui mercati dei titoli di Stato dei vari paesi europei si affacciano nuove tensioni anche dovute agli effetti degli annunci delle proposte di riregolamentazione del settore bancario e assicurativo (Basilea 3, Solvency 2, revisione di alcune direttive europee in materia finanziaria)
  - Con meno capitale di rischio a disposizione tutti gli investitori (banche, fondi, assicurazioni) iniziano ad essere molto più avversi al rischio e selettivi nelle scelte di investimento, anche con riferimento ai titoli pubblici
  - Esplode la crisi dei debiti sovrani ....



# La risposta degli Stati

- Per i sistema finanziari (interventi di emergenza)
  - banche centrali intervengono abbassando i tassi di interesse e iniettando dosi enormi di liquidità nel sistema
  - i governi prima iniziano a ricomprare gli asset tossici delle banche ma poi intervengono a ricapitalizzarle
  - in alcuni casi gli interventi portano le banche sotto il controllo degli Stati
  - emissioni di garanzie sui debiti delle banche (inclusi i depositi)
- Economie
  - interventi sostegno di grandi imprese a interesse nazionale
  - diversi tipi di sussidi di disoccupazione per i lavoratori
  - rilancio piani investimenti pubblici
  - sostegno alla ricerca su nuove tecnologie (USA)
  - acquisto di titoli pubblici da parte della Fed

# La crisi e l'Italia: i punti di forza...

- Il mondo bancario e finanziario italiano e' meno esposto alla crisi
  - Gli asset delle banche italiane (esposizione attraverso crediti e titoli) sono provvisti di maggiori garanzie
  - Le attivita' di investment banking e di distribuzione del rischio fuori bilancio e' stata meno sviluppata
  - Il sistema produttivo italiano (basato essenzialmente su un reticolato di piccole e medie imprese) viene finanziato principalmente attraverso il canale tradizionale del prestito la cui erogazione e' fortemente conservativa
- ...ma in alcune sue parti e' esposto alla crisi di banche estere di cui ha acquisito il controllo o partecipazioni azionarie

# ...e i punti di debolezza

- **l'Italia presenta forti carenze strutturali del suo apparato produttivo**
  - bassa produttività media e quindi bassa competitività a livello europeo
  - forti disparità regionali
  - ampia dipendenza da settori produttivi meno avanzati e quindi più esposti alla concorrenza internazionale dei paesi emergenti
  - servizi per le imprese offerti dalla PA non all'altezza
  - basso tasso di occupazione con valori ampiamente sotto la media europea con riferimento ai giovani e alle donne
- **... e i margini di manovra mediante la leva fiscale sono limitati**
  - alto debito pubblico
  - elevata evasione/elusione fiscale

# Esplode la crisi dei debiti sovrani: perchè? (I)

- Gli interventi anticrisi portano ad una dilatazione significativa dei debiti sovrani

Fiscal projection: baseline scenario

% of GDP

	Gross debt				Primary surplus			
	2007	2010	2015	2020	2007	2010	2015	2020
emu	67	85	93	94	2.3	-3.8	0.4	2.0
deu	65	76	80	77	3.0	-2.2	0.4	1.5
fra	64	83	89	88	0.0	-5.8	0.3	1.0
ita	104	119	119	118	3.5	-0.8	2.3	3.5
esp	36	64	84	89	3.5	-7.5	-1.0	2.5
bel	84	99	107	110	3.5	-1.1	-1.4	2.5
grc	106	141	161	184	-2.0	-2.2	5.8	5.8
ire	25	97	135	155	1.1	-15.0	-0.7	4.0
prt	63	83	95	95	0.0	-4.4	2.0	4.0
usa	62	88	104	106	-0.9	-9.5	-2.7	1.3
jpn	167	197	225	256	-1.9	-8.2	-5.1	-4.6
gbr	47	77	86	83	-0.8	-7.6	0.5	1.5

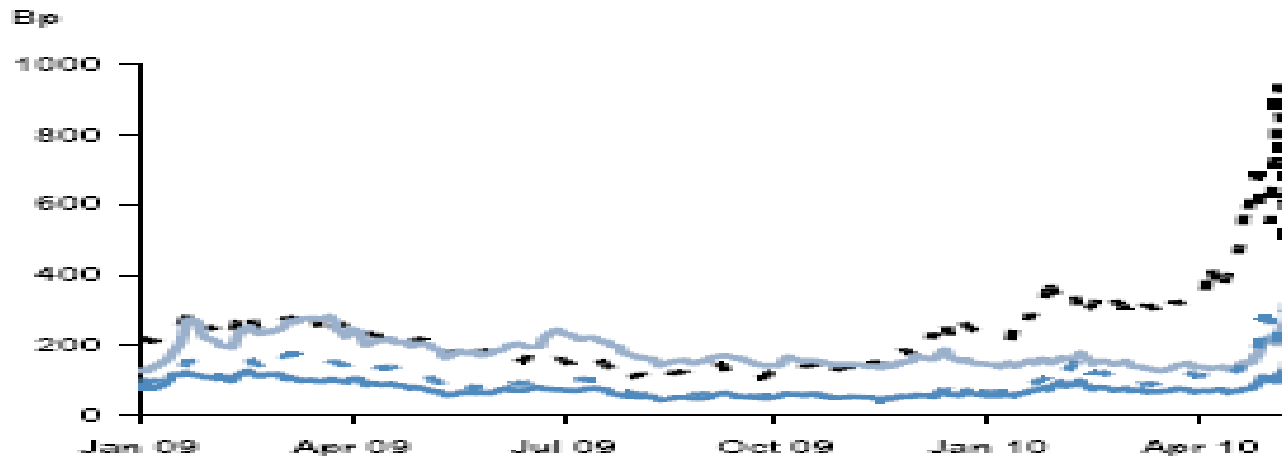
# Esplode la crisi dei debiti sovrani: perchè? (II)

- Gli investitori, più avversi al rischio e con meno risorse iniziano ad investire meno o a richiedere un maggiore rendimento a quei paesi la cui sostenibilità del debito appare in dubbio
- Tassi di interesse più alti, deficit primari elevati causati dalla recessione o crescita bassa danno luogo ad un profilo crescente (se non esplosivo) del rapporto debito/PIL dei paesi
- La situazione di difficoltà si autolimenta: più aumentano i dubbi più aumentano i tassi, più si fanno manovre correttive più la crescita rallenta in una spirale perversa
- Inoltre non tutti i sistemi bancari risultano risanati: ci sono dubbi sulla dimensione degli asset “tossici” di banche in molti paesi (Spagna e Irlanda in particolare)

# La crisi esplode: Grecia e .....

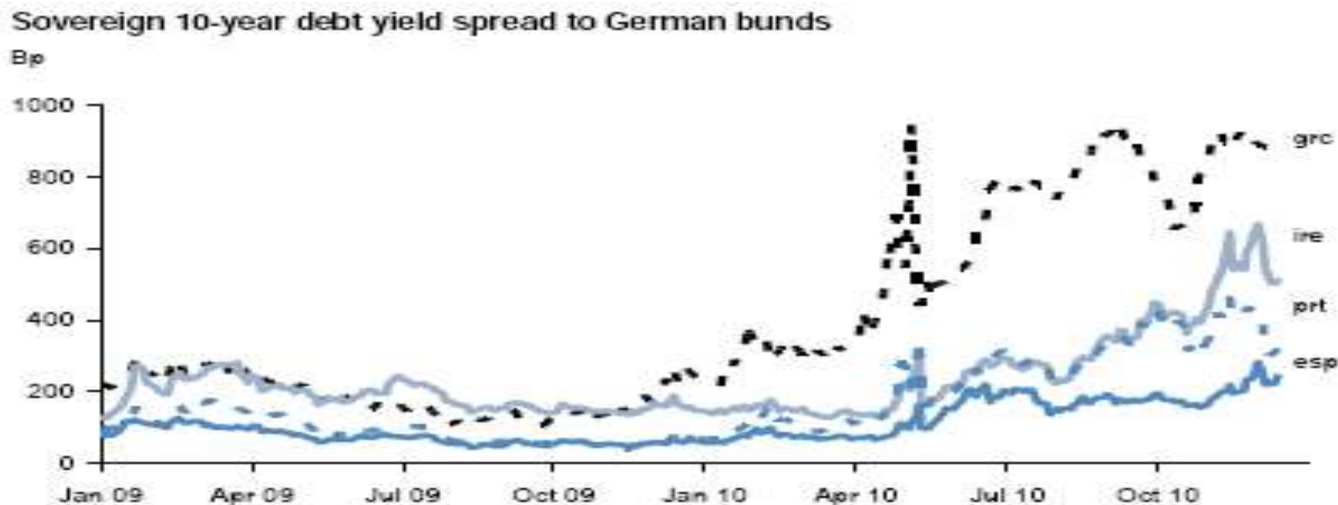
- Come forse prevedibile basta un evento scatenante e la crisi esplode: a fine marzo la Grecia ammette che i conti pubblici sul 2009 forniti a Eurostat non sono corretti
- I tassi del debito greco salgono a livelli inediti (circa 12 per cento) e a maggio su richiesta del governo greco FMI/EA/EU mettono a disposizione 110 miliardi di euro sotto forma di prestiti condizionati a tassi agevolati: la Grecia sostanzialmente esce dai mercati fino al 2013

Sovereign 10-year debt yield spread to German bunds



## ... Irlanda .....

- L'Irlanda, sebbene con un debito basso, dal 2009 inizia a registrare deficit elevatissimi ma la preoccupazione sale per via della situazione insostenibile delle sue maggiori banche
- Tutte le analisi indicano che in caso di interventi di salvataggio e ricapitalizzazione il governo irlandese si troverebbe con un debito quasi triplicato
- A fine novembre e' di nuovo panico ...l'Irlanda esce dai mercati



# Gli interventi dell'EA/EU/FMI e della BCE .....

- Per l'Irlanda entra in campo il Fondo Europeo (EFSF) che era stato istituito alcuni mesi prima (con vita fino al 2013) on le garanzie proquota di tutti gli Stati fino ad un importo massimo di 440 miliardi di euro (a cui se ne aggiungno 60 dell'UE e 250 del FMI)
- Da questi veicoli viene garantito all'Irlanda un prestito condizionato di 85 miliardi di euro da erogarsi in 3 anni
- A novembre viene annunciata anche la nascita di un meccanismo di stabilità europeo (ESM) che entrerà in vigore a metà 2013 con caratteristiche permanenti
- La BCE attiva un programma di acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario per attenuare le ondate speculative/panico
- Viene avviato un profondo processo di revisione del PDSC



# ...ma non sembrano adeguati

• Le soluzioni adottate non sembrano adeguate:

- **MOTIVI FINANZIARI:** la crisi finanziaria degli anni precedenti ha reso vulnerabili tutti i mercati, anche quelli dei titoli di Stato e questo esige uno sforzo di risanamento più rilevante che in passato
- **MOTIVI ECONOMICI:** i prestiti accordati sono effettuati a tassi che appaiono essere ancora proibitivi per consentire il rientro dalla spirale del debito e quindi dopo il 2013 questi paesi (e altri?) potrebbero avere ancora bisogno di sostegno
- **MOTIVI ECONOMICO/POLITICI:** il meccanismo in vigore dal 2013 in poi prevede aiuti anche condizionati ad una ristrutturazione del debito: questa è stata la condizione posta dalla Germania (il salvataggio dei paesi non è gratis ...); il mercato anticipa ad oggi questo rischio (vedi grafico) di vedersi ridotto il valore dei titoli per via contrattuale
- **MOTIVI POLITICI:** le soluzioni individuate denotano una scarsa coesione europea. Non vi è chiarezza sulla soluzione di sostegno finanziario di lungo periodo (ESM) né sulla riforma del PDSC

# Come si potrebbe uscire dalla crisi

- Se i mercati continuano a prezzare la mancata coesione europea l'esito può essere imprevedibile
- Ad oggi i margini di aggiustamento ci sono e passano per un miglioramento delle soluzioni di breve periodo (e-bond?) ed una revisione del PDSC che veda un allargamento del bilancio europeo (cessioni di sovranità fiscale nel medio/lungo periodo)
- A livello globale la finanza è oggetto di un processo di profonda riregolamentazione di cui andranno monitorati i primi effetti con eventuali aggiustamenti in corso d'opera
- I rapporti tra Stato e mercato non potranno essere più gli stessi: cambieranno i confini e le modalità di interazione
- Etica e finanza devono tornare a parlarsi: oggi è chiaro che l'economia senza etica può dare luogo ad squilibri che minano la sua stessa capacità di generare prosperità nel tempo