



# CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica



## L'ALTO COSTO DEI BASSI PREZZI. CAP. 2: NEVER FLITTING, STILL IS SITTING

*Analisi macroeconomica critica della crisi. Profili storici, prospettive di crisi  
europeisti.*

**Saverio Setti** (redattore Alessio Giaquinto)

COMMERCIALE - ECONOMIA

Articolo divulgativo - ISSN 2421-7123

## *And the Raven, never flitting, still is sitting*<sup>[1]</sup>

Conviene, a questo punto, tentare una seppur agile spiegazione della attuale crisi finanziaria, comparando e comprendere come effettivamente si possa sviluppare nella attuale realtà una teorizzazione di crisi. Il mio parere di chi scrive, più aderente a quanto sta succedendo è quello proposto da Minsky nel 1972<sup>[2]</sup>. In caso di un avvenimento esogeno al sistema economico, che dà luogo ad un *boom* economico finanziato dall'espansione. Le banche sono propense ad elargire finanziamenti, le imprese ad indebitarsi e gli operatori a far assumere un aumento degli investimenti e un boom borsistico, alimentato anche dalla speculazione sul prezzo dei titoli. *Overtrading*: considerati gli ottimi risultati raggiunti dalle posizioni si ingenera una esagerata operatività e non iniziano a capitalizzare, vendendo. A questo punto, timorosi di una caduta dei prezzi, tutti gli altri fanno il massimo risultato ottenibile. La corsa alle precipitose liquidazioni porta il panico che, a sua volta, spinge la crisi generalizzata. La crisi si manifesta con l'incapacità delle imprese di restituire i prestiti. Ciò genera il fallimento degli operatori, il fallimento delle stesse banche e il crollo degli indici di borsa. In linea generale questo modo di procedere è avvenuto negli Stati Uniti. Là, infatti, la concessione di prestiti, in particolar modo *subprime*, ha alimentato il boom borsistico prima dello scoppio della crisi<sup>[3]</sup>, cui si è aggiunta la speculazione. Le famiglie *subprime* non hanno potuto ripagare i loro debiti. L'insolvenza dei mutuatari ha causato gravi problemi di liquidità alle banche, spingendone i prezzi sui titoli e sugli indici di borsa. Certo, la crisi non ha portato alla caduta dell'intero sistema finanziario perché sia il settore pubblico che quello privato hanno fatto il loro dovere. Anche se questa mossa non ha evitato il *credit crunch*, poiché ovviamente le banche hanno preferito il debito pubblico con *rating* elevato e buone possibilità di realizzo, l'offerta di denaro è stata effettivamente sostenuta dalle banche, mentre i governi hanno potuto fare poco o nulla per evitare la stretta creditizia.

La realtà di questa crisi ha contraddetto Minsky solo nell'ipotesi per la quale avrebbero dovuto essere le banche a essere le più recessive. Nel nostro caso, invece, il ruolo centrale è stato condiviso tra l'insolvenza delle famiglie e la

A questo modello vanno affiancate tre ulteriori considerazioni, che, nella loro eterogeneità e sintesi, possono essere riassunte soprattutto in chiave europea.

**Primo**, il forte legame tra crisi di oggi e di ieri, posto che le bolle finanziarie fanno parte della fisiologia del sistema e tendono efficacemente essere contrastate dalla politica economica. Lo sviluppo è abbastanza lineare secondo il

- Si presenta sul mercato una nuova forma di investimento;
- Questo nuovo investimento suscita grande aspettativa di guadagno;
- Investitori e aziende fanno un massiccio uso del *leverage* al fine di massimizzare i profitti;
- La liquidità sistemica diminuisce, dunque:

1. Salgono i tassi;
2. Scendono le probabilità di onorare i debiti;

- Le vendite diventano l'unica via per riottenere liquidità;
- I prezzi scendono vertiginosamente;
- Tre sono le possibili vie d'uscita:

1. Intervento del prestatore di ultima istanza;
2. Collasso del mercato;
3. Discesa delle quotazioni sotto il *fair value*.

Anche in questo modello è possibile riscontrare, considerando i mutui *subprime* come la nuova forma di

**Secondo**, l'intervento pubblico in aiuto delle istituzioni finanziarie.

S'è appena detto che una delle possibili vie d'uscita è l'intervento del prestatore di ultima istanza. Nella

quel Paese, la BCE nel nostro caso[5], avente l'obiettivo di prevenire il tracollo di un sistema economico liquidità in un sistema in crisi. In quest'ultimo caso il vero problema è discernere se ci si trova innanzi a l'ultima «grande crisi» è senza dubbio di sistema, questo pone lo Stato[6] di fronte a due possibilità: lasciar chi ha male amministrato deve pagarne le conseguenze oppure salvare qualsiasi banca in difficoltà in prima risposta al problema del prestatore di ultima istanza giunse dal governatore della Banca d'Inghilterra fornire tutta la liquidità necessaria:

- A banche temporaneamente illiquide ma non insolventi;
- A tassi penalizzanti e sulla base di valide attività date in garanzia.

Ora, è ovvio che queste condizioni servano a limitare il *moral hazard*[8], ma è altrettanto storicamente quasi sempre disattesa, ma quest'ultima è questione d'opportunità politica. Ciò che in questa sede assurdo dall'insolvenza. Volendo attenersi al dato formale una banca può diventare **illiquida (si veda documento)**. Esemplificando, la banca inizialmente si trova in una posizione finanziariamente sana. Anche se alcuni azionario e sufficiente a proteggere i depositi. Per un dato motivo, quale una crisi finanziaria importante massa (*bank run*). Considerato il sistema di riserva frazionaria, in breve la banca termina la limitata quanto continuano, essa dovrà attingere alle riserve sul conto della BCN. L'effetto di questi continui prelievi di è quello di ridurre contemporaneamente le attività liquide della banca e le sue passività (sotto forma di banca venderà le obbligazioni e le azioni e altri strumenti finanziari per raccogliere denaro necessario a banca è ancora solvibile, benché illiquida. Se essa non riesce ad ottenere prestiti da altri istituti di credito presso la stessa Banca Centrale *overnight*, dovrà cedere le sue attività non liquide. È però chiaro che gli un soggetto illiquido, dunque l'unico modo che la banca in crisi avrà per recuperare contante sarà di offrire. A questo punto si è iniziato ad erodere il capitale reale della banca. Le perdite della banca sono ingenti, attività. A questo punto la banca è tecnicamente **insolvente**.

Ovviamente queste sono considerazioni dottrinali e molto semplificate, posto che nella realtà di un sistema tra banca insolvente e banca illiquida.

Non si può, quindi, stabilire una regola generale poiché il *risk assesment* non solo comporta una corretta asimmetria informativa), ma anche una stima della futura evoluzione. Una massiccia operatività allo scoperto essenziale al corretto funzionamento del mercato, perché ingenera cicli di liquidità o incanalarsi verso l'alto.

S'è detto che il contesto di globalizzazione finanziaria ha aumentato i rischi. Perché si consideri pure il chiaro che essa sarebbe troppo grande nel contesto della sua economia per essere lasciata fallire.

Quando è che è possibile definirla *too big to fail*? Una volta ricevuta quella "qualifica" cosa la trattiene e

Padoa Schioppa tenta di dare una soluzione: «la regola è questa: la struttura economica e finanziaria va industriale) vanno lasciate cadere»[10]. Non è, però, possibile fermarsi qui, perché ora il problema diviene generale. Anche in questo caso, comunque, le scelte vanno compiute di volta in volta, considerando il c

Per alcuni lasciar cadere la Lehman sarebbe stato un errore. Si crede che si sarebbe evitato il crollo del ed il deficit a 1.590 miliardi di dollari.

Il salvataggio della Lehman non avrebbe certo evitato la crisi. Ben presto la notizia del suo fallimento a credere che i mercati potessero supporre che i salvataggi non sarebbero durati in eterno. Anche perché il salvataggio di Bear Stearns. È ovvio che i continui e sempre più ingenti soccorsi non sarebbero potuti e avrebbe dovuto liberare 700 miliardi senza alcuna garanzia. E quand'anche l'avesse fatto

"[...] alla prossima crisi il governo non sarà più in grado d'intervenire. Le grandi banche sanno che il più integrate e più "sistemiche" che mai. Stanno realizzando profitti enormi col trading, profitti che un'intermediazione finanziaria e l'attività bancaria sono importanti per il sistema, non possono coniugar

*progetti di riforma del settore finanziario non accennano neppure a rompere questo matrimonio, accon*

La storia del «è tutta colpa della Lehman» genera un pericoloso compiacimento.[\[12\]](#)

Nel contesto europeo, inoltre, una banca con un elevato flottante, ma con grande frammentarietà nei depositi sarebbero tutelati fino a centomila euro[\[13\]](#) e la caduta del valore azionario rientrerebbe nel rischio insostenibile, avrebbe effetti molto pesanti sui valori delle altre banche e sul mercato azionario in generale, che però si fonda sulla convinzione di una sicura e stabile mano governativa e di certe e meritocratiche regole di mercato.

Ma la realtà europea ha scelto la prudenza e la clemenza, salvando tutto il salvabile[\[14\]](#).

**Terzo** tema fondamentale è la chiave di lettura europea della crisi, o meglio un modello teorico applicabile a premettere che importanti sono i limiti della politica monetaria, di per sé è asimmetrica, dato che è molto più restrittiva di quanto lo sia come freno ad una sua espansione. In sostanza una manovra monetaria restrittiva lungo termine senza comportare un rilevante sacrificio per la collettività[\[15\]](#), ma può capitare che una politica restrittiva a livello dei prezzi quando è espansiva. Tenuto conto di ciò, va anche considerato che la politica monetaria del singolo Paese, perché è essenzialmente unica a livello territoriale e settoriale. Certo, i criteri di convergenza per un'area valutaria ottimale, ma non è stato così. Perché, è recente storia, alcuni Paesi UE hanno tenuto criteri di convergenza eccessivamente liberi, di fatto derogando sia al parametro della stabilità dei prezzi[\[16\]](#) Già nel 2002 Sac

*"[...] il potenziale di analisi dell'informazione e d'investigazione economica a disposizione del mercato non è stato smascherato. La reazione del mercato di fronte a queste tardive scoperte è di solito brutale[\[17\]](#)".*

Difficile non riconoscere in questa considerazione il recente e travagliato percorso dell'economia greca

Chi scrive è dell'idea che questo mancato rispetto dei criteri di convergenza, unito alla crisi ingenerata dalla differenziazione nei sistemi economici interni ai vari Stati europei tale da ingenerare uno stato di *shock*

Mundell teorizzò che non è un'area valutaria ottimale quella in cui possa realizzarsi uno shock asimmetrico svantaggiato rispetto ad un altro. Si supponga che l'Italia sia specializzata nella produzione di un bene A e la Germania di un bene B. Se la domanda del bene B inizia a crescere e quella del bene A a decrescere, ad esempio per *dumping* o per un apprezzamento del marco tedesco potrebbero bastare a stabilizzare la domanda di entrambi i beni. Dunque, se questo tipo, perché entrambi i Paesi adottano l'euro e la politica monetaria è essenzialmente unica. Dunque, probabilmente accompagnato da inflazione, ed in Italia si verificherebbe una caduta dell'occupazione. La migrazione di forza lavoro dall'Italia verso la Germania e che un ingente flusso di capitale si muovesse e si realizzasse nella realtà.

L'Unione certamente ha l'impostazione teorica dell'area valutaria ottimale, perché i suoi Trattati garantiscono non solo il nostro Paese non è riuscito ad divenire collettore di investimenti esteri diretti, diversamente da quanto si è fatto in altri Paesi, ma c'è anche da sottolineare che la mobilità del lavoro è certamente più limitata.

Se, quindi, nella situazione susseguente una svalutazione avrebbe dato, almeno in teoria, un temporaneo stimolo all'economia con l'unione monetaria questa possibilità viene a mancare. Scrivono, dunque Cozzi e Zamagni che «la crisi ha fatto calare i salari reali»[\[20\]](#). Questa sia ulteriore conferma di come questa crisi abbia reso almeno parte della ricchezza.

Ovviamente chi scrive non è certo dell'opinione che l'euro vada abbandonato. Anzi, bene ha fatto Draghi a dire certo, traducendo Krugman:

Vorrei suggerire che l'euro potrebbe essere reso praticabile se i leader europei convenissero quanto segue:

1. Sostegno delle banche in tutta Europa. Ciò comporterebbe sia una sorta di assicurazione de

- “tipo TARP” a livello europeo – cioè, se, per esempio, una banca spagnola è in difficoltà in essere una iniezione di capitale in cambio di partecipazioni da parte di tutti i governi europei fornire l’apporto di capitale. Il punto è che il salvataggio delle banche deve essere separato
2. La BCE come un prestatore di ultima istanza agli Stati, come lo sono già le banche centrali dovranno essere affrontate in qualche modo. Ma ora è dolorosamente ovvio che eliminando la BCE centrale rende solo il sistema troppo vulnerabile al panico che si auto-avvera;
  3. Infine, un livello di inflazione più elevato. Perché? Come ho mostrato nella tabella 3, l’esplosione dei salari nominali è un grosso problema. Questo significa che la “svalutazione intertemporale” è probabilmente destinata a fallire politicamente, se non economicamente. Ma significa anche sostanzialmente minore se il complessivo tasso di inflazione della zona euro è superiore, in quanto ripristinare la competitività semplicemente in ritardo sull’inflazione nei paesi centrali. [22]

#### Note e riferimenti bibliografici

[1] Centotreesimo verso di *The Raven* di E. A. Poe, *New York Evening Mirror*, 29 gennaio 1845.

[2] Cfr. F. Saccomanni, *Tigri globali, domatori nazionali*, Bologna, il Mulino, 2002, pp. 128 – 130. Un saggio davvero interessante, working paper 09-2009, Università della Calabria, disponibile su <http://www.ecostat.unical.it/repec/workingpapers/wp09>.

[3] Fonte interessante, per quanto eterodossa, può essere il documentario *Capitalism: a love story* di M. Moore.

[4] G. Degasperis, *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger*, Tech report nr.5, Agosto 1999, <http://eprints.biblio.unitn.it/300/1/Degasperis99a.pdf>.

[5] Cfr. W. Riolfi, *La Bce è già restatore di ultima istanza*, ne *Il Sole 24 ore* del 30 novembre 2011, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-11-29/prestatore-ultima-istanza-221746.shtml?uuid=AaXpksPE>.

[6] Per quanto chi scrive si renda conto che, di fronte a questi problemi, il concetto stesso di Stato è ormai evanescente.

[7] In *Lombard street*, Londra, 1873; testo integrale disponibile su: <http://www.gutenberg.org/ebooks/4359>.

[8] L'azzardo morale è quell'atteggiamento che potrebbe assumere un operatore idoneo a ricevere assistenza di liquidità e comunque liquidità tenderà a esporsi maggiormente a rischi, facendo affidamento sull'intervento di emergenza.

[9] Cfr. F. Saccomanni, *op. cit.*, pp. 32 – 39.

[10] T. P. Schioppa, *op. cit.*, p. 25.

[11] Si ricordino il fallimento della Continental Illinois nel 1984, la crisi della S&L nell'88, il default del Long-term Capital Government Securities Trust. Il governo aveva rilevato Fannie Mae e Freddie Mac, il 16 settembre il governo ha salvato l'Aig, prestandole 85 miliardi di dollari, importante del Paese, veniva confiscata dalla Federal Deposit Insurance Corporation. Il 29 settembre, la Wachovia, la settima banca del Paese, fare la stessa fine.

[12] L. Zingales e J. H. Cochrane, *Stop alla retorica su Lehman*, ne *Il Sole 24 Ore* del 18 settembre 2009.

[13] Cfr. l'articolo di B. Romano *Ecofin: accordo sulle regole in caso di fallimento delle banche*, ne *Il Sole 24 Ore* del 27 settembre 2009. Tutela riconosce al singolo intestatario correntista fino ad un massimo di 103.291 euro (fonte: D.L. 4 dic. 1996, n. 659).

[14] Gli aiuti effettivamente erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali furono 1.240 miliardi di euro (garanzie (757 miliardi), la restante parte attraverso ricapitalizzazioni (303 miliardi), gestione di titoli (104 miliardi) e linee di credito). I beneficiari degli aiuti furono quelli di Germania, Francia e Gran Bretagna. In totale è stato calcolato che il costo dei salvataggi dei paesi del G7 (dove era compresa anche l'Italia) di 18.000 miliardi di dollari, fino a un livello di indebitamento mai toccato, 5.000 miliardi furono il prodotto dell'azione delle banche centrali del G7. Fonte: A. Cerretelli, *La Ue delle banche* su <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2011-10-22/banche-pigliatutto-081326.shtml?uuiid=Aatwj2EE&p=2>.

[15] Tanto che l'andamento normale in questi casi è descritto dalla c.d. *Curva a J*.

[16] Nel decennio 2001-2011 la Grecia ha presentato un'inflazione di -2,854% (fonte *Global Rates*: <http://it.global-rates.com/statistiche-economiche/inflazione/indice-dei-prezzi-al-consumo/cpi/grecia.aspx>). Il disavanzo in rapporto tra debito e Pil è stato del 127% (con limite di 60%). Situazioni simili hanno registrato Irlanda, 117%, Spagna, 87%, Grecia, 156%, Belgio, 100%, eccetera. Fonte: Eurostat cit. *Il Sole 24 Ore*, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-12-03/il-debito-pubblico-e-peccato-originale-italia-dati-dicono-cl>

[17] *Op. cit.*, p. 43.

[18] Concetto introdotto da Mundell nel 1961 con la teoria delle Aree Valutarie Ottimali. Con particolare riferimento alla *Revenge of the Optimum Currency Area*, ne The New York Times del 24 giugno 2012, disponibile su [http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area/?_r=0).

[19] Alla data odierna 12,7% in Italia (41,6% quella giovanile), con media europea al 12,1%: peggiori Grecia e Spagna al *Disoccupazione: la classifica in Europa*, in Panorama.it del 08 gennaio 2014, disponibile su <http://economia.panorama.it/>

[20] Op. cit., p. 433.

[21] R. Napolitano, *Draghi: siamo pronti a fare tutto il necessario per salvare l'Euro*, ne Il Sole 24 Ore del 26 luglio 2011 <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-07-26/draghi-messaggio-chiaro-pronti-121634.shtml?uuid=AbDU57DG>.

[22] Articolo citato, traduzione di chi scrive.