LUISS "Guido Carli"

Facoltà di Economia Cattedra di Finanza Aziendale

Tesi di laurea

"Debito e Deleveraging nella prima crisi globale degli anni 2000"

Relatore: Chiar.mo Prof. Ernesto Monti

Candidato: Claudio Di Loreto Matr. 141241

Sommario

Capitolo 1	4
1.1 Introduzione	4
1.2 Scopo e struttura del documento	6
1.3 Glossario dei termini	7
Capitolo 2	12
2.1 La bolla immobiliare e la crisi finanziaria	12
2.2 La crescita del debito	14
2.3 La crisi viene trasmessa al settore reale	18
2.4 Il Nuovo Mondo davanti ai nostri occhi	21
Capitolo 3	24
3.1 II leverage e le istituzioni finanziarie	24
3.2 Il modello "Originate To Distribute"	30
3.3 Come ha inciso la qualità del capitale: gli strumenti ibridi	32
3.4 Il settore bancario italiano e il <i>leverage</i>	35
3.5 Appendice al cap. 3	40
Capitolo 4	41
4.1 II leverage in una nuova ottica: la visione granulare	41
4.2 Il settore finanziario	43
4.3 Households	45
4.4 Le aziende	47
4.5 Gli stati	50
Capitolo 5	52
5.1 Introduzione al processo di <i>delevergging</i>	52

5.2 Previsioni di <i>deleveraging</i> : paesi emergenti e paesi in via di sviluppo a confronto	55
5.3 Previsioni settoriali di <i>deleveraging</i> : la <i>heat map</i>	60
5.4 Applicazioni concrete della <i>heat map</i>	65
5.5 Utilità del conoscere le dinamiche del leverage	66
5.6 La sostenibilità del debito	68
Capitolo 6	73
6.1 Deleveraging: casi di studio e analisi	73
6.2 Premessa ai casi di studio	76
6.3 Finlandia 1991-1998: il ruolo delle esportazioni nella uscita dalla crisi	77
6.4 Argentina 2002-2008: riduzione del debito tramite "massive default"	81
6.5 Difficoltà di un processo di <i>deleveraging</i> oggi	84
7. Conclusioni	86
8. Bibliografia	93

Capitolo 1

"Those who do not remember the past are condemned to relive it." ¹

1.1 Introduzione

Il 4 Dicembre del 1928 il presidente degli Stati Uniti d'America J. C. Coolidge, nel suo ultimo messaggio al Congresso sullo stato dell'Unione, descriveva un'economia americana in stato di grazia: "nessun Congresso degli Stati Uniti d'America, riunito per valutare le condizioni dell'Unione, ha mai avuto davanti a sé una più felice prospettiva di quella che è oggi davanti a noi. All'interno c'è tranquillità e appagamento e si sono registrati i più alti livelli di prosperità. In campo internazionale c'è pace, c'è la serenità che è presente quando c'è una vicendevole comprensione"².

Questo brano estratto dal discorso di Coolidge e riportato da Galbraith nel suo libro "The Great Crash 1929", ci dà un'idea di come il mondo di quegli anni non avesse per nulla percepito la gravità della situazione e, con grande ottimismo e serenità, stesse andando incontro ad una delle epoche più tragiche della storia dell'umanità.

Solo pochi mesi dopo, infatti, con il crollo di Wall Street, sarebbe iniziata la Grande Depressione, che in pochi anni avrebbe portato il genere umano, con la Seconda Guerra mondiale, ad un passo dalla sua distruzione.

¹ Santayana G. , "The life of reason", 1905, pag. 284.

² Galbraith J.K., "The Great Crash 1929", 1968, pag.30.

In realtà, un discorso simile a quello di Coolidge, il più famoso esempio di previsioni sbagliate, avrebbe potuto essere replicato, forse con minore enfasi sulla pace, da uno qualsiasi dei presidenti delle grandi nazioni occidentali nei primi mesi del 2007, a pochissima distanza da un'altra grande crisi finanziaria ed economica che ha sconvolto e continua a sconvolgere le economie di tutti i paesi.

Anche in questa occasione solo poche Cassandre raccomandavano maggior prudenza e meno ottimismo sui mercati, mentre la maggior parte degli operatori finanziari predicava grande fiducia nei mercati borsistici di tutto il mondo.

Fortunatamente, però, se le previsioni sono state nuovamente sbagliate, questa volta è stato possibile intervenire sulla crisi con grande forza e tempestività, sfruttando anche quelle esperienze e quegli strumenti che dalla crisi del '29 gli economisti hanno individuato e resi disponibili.

Questi interventi, effettuati dalle diverse nazioni per aiutare, in primo luogo, il settore finanziario e, in seguito, per sostenere "l'economia reale", hanno fatto crescere il debito pubblico di molti paesi e il già pesante indebitamento delle più importanti economie mondiali.

Per questo motivo oggi molti ritengono necessario un intervento di deleveraging che comporterà provvedimenti anche molto pesanti e durerà per diversi anni.

1.2 Scopo e struttura del documento

Lo scopo di questo documento è l'analisi delle dinamiche di crescita, negli anni che hanno preceduto la crisi del 2007, di due fattori quali il *leverage* o leva finanziaria e il debito, che si ritengono essere stati gli elementi più importanti per lo scatenamento della crisi, e di come un terzo strumento, il così detto *deleveraging*, potrà essere utilizzato per ridare all'economia mondiale un assetto più stabile e duraturo.

Più in dettaglio, lo studio tratta i seguenti argomenti ed ha la seguente struttura.

Nel prossimo paragrafo, con l'obiettivo di facilitare la lettura ed evitare possibili ambiguità di interpretazione, si illustrano i termini tecnici che saranno utilizzati nel seguito.

Nel secondo capitolo, poi, si fornisce una sintesi degli avvenimenti recenti, si analizza la crescita del debito tramite dati empirici e si forniscono alcune indicazioni delle sue tendenze future.

Nel terzo capitolo si analizzano il *leverage* e il debito nell'ottica delle istituzioni finanziarie, facendo riferimento all'uso improprio della leva finanziaria che è stato fatto nel recente passato.

Nel quarto capitolo si introduce un nuovo modo di analizzare il debito, che è la così detta visione "granulare". Si accennerà a metodi di studio innovativi proposti dal McKinsey Global Institute³ e si approfondiranno le dinamiche di crescita del *leverage* e

6

³ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit bubble and its economic consequences", Gennaio 2010.

del debito, anche analizzando i diversi settori economici (aziende, *households* ecc.) delle economie sviluppate e di quelle emergenti.

Il lavoro prosegue, poi, nel capitolo quinto e sesto, con l'introduzione al processo del cosiddetto *deleveraging* ovvero di quel procedimento di uscita dal debito che, secondo molti, si rende oggi necessario. Si analizzano, in questa sede, alcuni casi di paesi che hanno eseguito negli anni passati un *deleveraging*, guardando alle dinamiche concrete.

Nella conclusione si darà qualche indicazione sugli interventi che dovranno essere attuati sia per ottenere una significativa riduzione del debito accumulato, sia per evitare che l'eccessivo *leverage* possa innescare una nuova crisi finanziaria.

1.3 Glossario dei termini

Nel documento si utilizzeranno alcuni termini tecnici, dei quali si ritiene opportuno fornire in apertura il significato, con l'obiettivo di facilitare la lettura ed evitare possibili ambiguità di interpretazione.

Per leva finanziaria o *leverage* si intende, in prima battuta, il rapporto tra i debiti e i mezzi propri di un soggetto⁴. In realtà il concetto di leva finanziaria cambia molto a seconda dello specifico settore economico a cui ci si riferisce. Per le banche, per esempio, la leva finanziaria viene spesso considerata come il rapporto tra il totale degli *assets* e il capitale facente parte del Tier 1⁵. Oppure come il rapporto tra l'*equity*

⁴ Monti Ernesto, "Manuale di Finanza per l'impresa", Febbraio 2009, pag. 54.

⁵ Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, and capital adequacy measures: key issues in the financial crisis and specific features of Italian banks", Dicembre 2008, pag. 7.

e il totale degli *assets*. Nel caso degli *households*, invece, il *leverage* è il rapporto tra lo stock di debito e il reddito disponibile. Per le aziende, infine, l'indicatore di riferimento è il rapporto tra il debito e l'*equity*.

Insomma il concetto di leva finanziaria è in realtà molto più variegato di quanto si immagini; per questo si specificherà di volta in volta nel testo a quale tipo di *leverage* si sta facendo riferimento.

Con il termine debito, invece, s'intende la quantità complessiva di tutte quelle fonti finanziarie che non provengono direttamente dall'interno (si escludono, quindi, il capitale proprio e l'autofinanziamento), ma sono state ottenute all'esterno nei più svariati modi, sia ricorrendo direttamente al mercato sia tramite intermediari.

Il debito di settore acquisisce significato se rapportato al PIL della nazione di riferimento (grandezza di scala). Per esempio, si usa generalmente parlare di debito di uno stato come rapporto tra lo stock di debito pubblico e il suo PIL. Ma questo concetto è usato anche per i settori economici, per esempio nel caso del settore finanziario si parla di crescita dell'indebitamento (quindi non del *leverage* che abbiamo visto essere un'altra cosa), quando si ha una crescita del rapporto debito di settore su PIL (confronto temporale).

I valori della leva finanziaria e del debito, alle volte, possono dare delle indicazioni molto contrastanti: un settore economico, per esempio, può accumulare molto debito, pur avendo una leva finanziaria bassa o in decrescita⁶.

8

⁶ Vedi paragrafo 4.2 di questo documento: e' il caso dei settori finanziari di molte nazioni in cui, pur essendoci un indebitamento in crescita, si e' registrata una bassa leva finanziaria, in molti casi addirittura in diminuzione.

Il significato del termine debito varia, poi, a seconda del soggetto in esame: il concetto di debito per un'impresa, infatti, com' è noto, è ben diverso rispetto a quello relativo ad una banca, sia per tipologia che per quantità e provenienza.

Per ciò che riguarda la provenienza e la tipologia, per esempio, una banca del tipo *retail bank*, è generalmente caratterizzata da un'alta raccolta di depositi (che costituiscono quindi le sue principali fonti di finanziamento) e si pone spesso come finanziatrice delle attività di un'impresa, sia direttamente che indirettamente, ovvero intermediando il collegamento tra essa e i mercati finanziari (si pensi ad un'IPO di un'impresa condotta per conto di essa da una grande banca). Al contrario, l'impresa si finanzia principalmente ricorrendo alle banche o, in casi meno frequenti, direttamente tramite il mercato (per esempio con l'emissione di obbligazioni).

Quindi, c'è uno stretto collegamento tra questi due tipi di soggetti e spesso una "complementarietà" nelle attività e nelle passività che vengono detenute nei bilanci: la banca si indebita, raccogliendo liquidità dai depositanti o sui mercati finanziari, per finanziare un'impresa, acquisendo, quindi, crediti da quest'ultima.

L'impresa a sua volta ottiene dei fondi (delle passività) per finanziare le proprie attività. È chiara la funzione di intermediazione della banca e la complementarietà che si instaura tra i due soggetti: semplificando, le attività nello stato patrimoniale di una banca sono spesso le passività dello stato patrimoniale di un'impresa.

Questi concetti risulteranno particolarmente interessanti in seguito, quando si analizzerà la crescita del debito nell'economia statunitense.

Quando si parla di istituzioni finanziarie, ci si riferisce a tutto quell'insieme di soggetti, pubblici e privati, che si occupano di intermediazione, secondo la definizione più tradizionale: coloro che si pongono da tramite tra chi necessita di fondi e chi ne

dispone e ha la necessità di investirli⁷. Tra questi ovviamente spiccano per importanza e per dimensione le banche sia pubbliche che private e, per esempio, grandi concessori pubblici di mutui quali, negli USA, Freddie Mac e Fannie Mae.

Nei capitoli che seguono parleremo spesso di "sacche" di *leverage* (o di debito). Con questo termine intendiamo quegli ambiti, all'interno dei diversi settori economici, in cui il *leverage* (o il debito) è particolarmente alto rispetto alla media del settore.

Per esempio, se si guarda al settore degli *households* americano, la maggior parte del *leverage* è concentrato nella fascia di soggetti che percepiscono redditi medi. Questo significa che la media di settore può talvolta nascondere altissimi livelli di leva finanziaria che si verificano solo in talune "sacche" all'interno di esso.

Il deleveraging può essere inteso in due modi: sia come una contrazione, da parte di una nazione, del rapporto debito su PIL di almeno il 10% per almeno 3 anni consecutivi, sia come la diminuzione di leva finanziaria di un singolo settore economico di un paese.

Quando si parla di nazioni si considera generalmente il *deleveraging* di tutti i settori economici e non soltanto di quello dello Stato, cioè la riduzione dell'indice dato dal rapporto debito pubblico su PIL.

Nel secondo caso, invece, se prendiamo ad esempio il settore degli *households*, *deleveraging* significa una diminuzione sufficientemente elevata del rapporto debito su reddito disponibile in questo settore.

Se invece parliamo di *deleveraging* a livello di nazioni, per le economie che decidessero di affrontare questo cammino, generalmente ci si attende "un processo di durata tra i 6 e i 7 anni, durante i quali il rapporto debito complessivo su PIL scende di

⁷ Buckle Mike & John Thompson, "The UK Financial system: theory and practice", 2004, cap. 2.

circa il 25%. Il procedimento inizia circa due anni dopo la crisi finanziaria che da' vita al deleveraging e il PIL ricomincia a crescere solo dopo due o tre anni da questa"⁸.

È spesso particolarmente interessante, specie per valutare la sostenibilità di un certo volume di debito, la "debt servicing capacity" che è la capacità di un soggetto di ripagare il debito e i suoi interessi alle dovute scadenze e si misura come percentuale di interessi pagati e capitali restituiti relativi al debito contratto rispetto alle entrate complessive (di particolare importanza quella delle nazioni, in cui le entrate sono costituite dal gettito fiscale).

⁸ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit., pag. 40.

Capitolo 2.

2.1 La bolla immobiliare e la crisi finanziaria

Dal 2000 in molte nazioni si é verificata una forte crescita dello stock di debito complessivo rispetto al PIL, fenomeno che già si era manifestato negli anni precedenti, ma in misura molto più contenuta. Questo fenomeno é stato agevolato dalla globalizzazione bancaria, dai bassi tassi d'interesse e dai bassi "risk spreads"⁹.

Il debito raccolto, che qui è inteso come lo stock detenuto da singoli soggetti, è stato utilizzato nei più svariati modi dai consumatori (per l'acquisto di immobili, ma anche di automobili, prodotti tecnologici, spese sanitarie, istruzione per i figli ecc). Questo alto livello di consumo, alimentato dai prestiti bancari, se da un lato ha agito da propellente per la crescita delle imprese e dell'economia in generale, dall'altro ha considerevolmente aumentato i rischi che i debitori, da un certo momento in poi, non potessero più far fronte ai loro impegni.

Un settore in cui questo aumento della domanda si è registrato in modo particolarmente forte è stato quello immobiliare, specialmente negli Stati Uniti: si pensi che dal 1997 al 2006 si è registrato un aumento del prezzo degli immobili del 124%¹⁰, dovuto alla forte domanda sottostante.

Al crescere del prezzo degli immobili, le famiglie, inoltre, hanno potuto aumentare il loro indebitamento, dando a garanzia del debito il valore delle loro

¹⁰ Il Sole 24 Ore, *"La Grande Crisi"*, Ottobre 2008, pag. 11. Molte delle informazioni utilizzate in questo paragrafo provengono da questa pubblicazione.

⁹ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit., pag. 10.

abitazioni in continua ascesa. Comprare una casa per rivenderla nel giro di qualche mese era diventato un mezzo per realizzare ottimi profitti in modo facile e, apparentemente, senza grandi rischi¹¹.

Tutto questo ha fatto sì che nell'economia si raggiungessero livelli di indebitamento altissimi, con l'addensarsi di gravi rischi per le banche e per le società di assicurazione.

La corsa dei prezzi delle abitazioni, però, non poteva durare e, soprattutto, non poteva restare senza conseguenze.

Già nel 2005 il mercato immobiliare aveva dato dei segnali di rallentamento e negli anni successivi c'era stato addirittura un ribasso dei prezzi del 9,7% nel 2007 e del 15,3% nel 2008¹², dovuto anche alla politica di rialzo dei tassi di interesse (la Federal Reserve dal 2004 al 2006 alza i tassi di interesse dall'1% a ben il 5,25%¹³).

Il loro aumento mette in difficoltà i sottoscrittori dei cosiddetti "mutui *subprime*", quelli concessi ai soggetti con minori garanzie, che cominciano a non pagare. Iniziano così i pignoramenti, che in poco tempo si estendono a macchia d'olio. Le banche tardano a capire la gravità della situazione perché i mutui *subprime* son stati quasi tutti "cartolarizzati", cioè sono stati "impacchettati" in obbligazioni (gli "Asset backed Securities", ABS) e venduti agli investitori di tutto il mondo.

Queste misure, adottate per ridurre i rischi, si rivelano fatali: il panico, aumentato dalla circostanza che nessuno è più in grado di sapere se e in quale misura è proprietario di questi prodotti, si sparge in tutti i mercati finanziari del mondo. I

¹¹ Un fenomeno molto simile a quello della Florida degli anni '20. Galbraith J.K., *op.cit.*, pagg. 32-35.

¹² Il Sole 24 Ore, op.cit. pag. 11.

¹³ Il Sole 24 Ore, ivi, pag. 12.

prezzi di questi prodotti crollano, i loro possessori registrano perdite colossali, ma, quel che è peggio, tutti i prodotti diventano sospetti: il panico spinge tutti a vendere tutto, provocando così il crollo dell'intero mercato finanziario.

Di fronte a questa catastrofe mondiale, dopo un primo momento di incertezza, i governi, per evitare che l'intero sistema bancario sia travolto e, con esso, l'intera economia, decidono di intervenire o nazionalizzando le banche in maggiore difficoltà (è quello che succede negli USA e in GB) oppure mettendo a disposizione cifre importanti che le banche in difficoltà possono utilizzare (è la soluzione scelta dal governo italiano). Questo intervento ha fortunatamente avuto l'effetto di ridurre il panico, ma naturalmente ha fatto schizzare alle stelle il debito pubblico dei maggiori paesi industrializzati, in particolare degli USA.

2.2 La crescita del debito

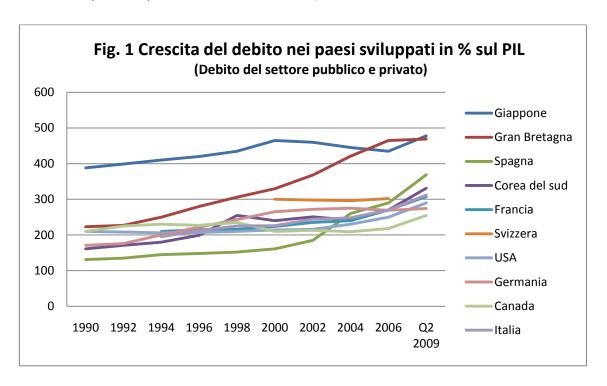
Per dare una dimensione al fenomeno della crescita del debito (sia quello pubblico sia quello degli altri settori economici) avvenuta negli ultimi anni, è interessante guardare a quello che si è verificato, dal 1995 al 2008 nelle 10 economie più sviluppate del mondo: Regno Unito, Usa, Giappone, Italia, Germania, Francia, Svizzera, Spagna, Corea del Sud e Canada. ¹⁴ E questo anche se i processi che hanno provocato e accompagnato questo fenomeno sono stati diversi da nazione a nazione.

Il Regno Unito é il paese in cui il debito complessivo (cioè quello di tutta l'economia e quindi non solo il debito pubblico) é cresciuto maggiormente dal 2000 al 2008, raggiungendo la soglia del 469% del PIL anglosassone. Anche altri paesi, come

¹⁴ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit. Da questo documento sono stati tratti anche i dati con cui e' stato costruito il grafico della Fig. 1.

Spagna, Corea del Sud e Francia hanno sperimentato tassi di crescita del rapporto debito complessivo su PIL molto alti, sempre tra il 2000 e il 2008, mentre é curioso che proprio negli Stati Uniti questo rapporto sia cresciuto più moderatamente rispetto alle nazioni appena citate.

Il Giappone ha il rapporto debito complessivo su PIL più alto del mondo, raggiungendo un picco nel secondo trimestre del 2009 vicino al 480%. É da osservare, però, che dal 1990 ad oggi l'indice nipponico é cresciuto molto meno di quanto non sia aumentato in tutte le altre economie considerate (già nel 1990 il Giappone aveva un debito complessivo pari a circa il 395% del PIL).



Fonte: McKinsey Global Institute

L'Italia, in questo scenario, presenta una crescita moderata del rapporto debito complessivo su PIL. Questo è dovuto a diversi fattori, ma di certo ha contribuito il minore impegno richiesto dalla nostra situazione corrente rispetto a quanto é stato

necessario in altre nazioni (si pensi agli interventi operati negli Stati Uniti per salvare il sistema bancario).

La crescita del debito é stata bassa anche in Germania, Svizzera e nei quattro paesi emergenti più importanti, i così detti Bric: Brasile, Cina, Russia e India. In questi ultimi il debito, alla fine del 2008, è stato in media il 137% del loro PIL (in aggregato). Questo loro basso livello di debito ha garantito un certo "margine di manovra" che queste nazioni potrebbero sfruttare per sostenere la caduta del consumo, principalmente tramite aiuti pubblici a sostegno dell'economia.

In generale si riscontra un rapporto debito su PIL molto più elevato per i paesi sviluppati rispetto a quelli emergenti e allo stesso tempo delle prospettive di crescita di tale rapporto più elevate nei paesi sviluppati¹⁵.

Un discorso a parte merita la situazione del debito USA, sia per il suo peso nell'economia mondiale sia per l'accelerazione che ad esso hanno dato gli eventi appena ricordati.

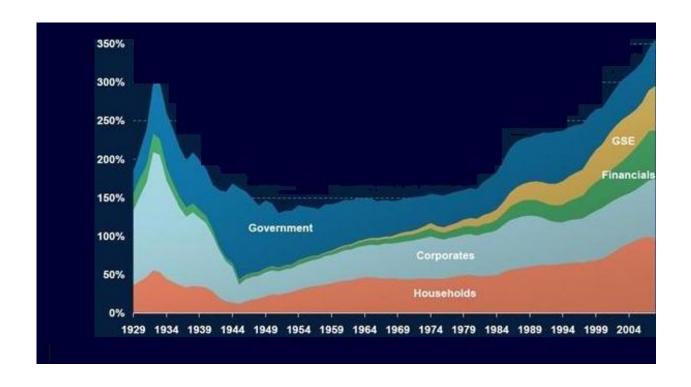
Il grafico della Morgan Stanley di Figura 2 descrive i livelli di indebitamento (debito di settore su PIL) dell'economia degli Stati Uniti, con una visione settoriale che è molto importante: come vedremo in seguito la "settorialità" è uno dei fattori chiave per analizzare il *leverage* e il debito.

Nel grafico si nota la fortissima crescita dei debiti dei diversi settori economici (rapportati al PIL statunitense) che si è verificata dal 1944 e che culmina nel 2007, raggiungendo un livello mai visto dopo la crisi del 1929.

Inoltre, si può notare come il fenomeno si sia protratto in un tempo molto lungo e non possa essere riferito semplicemente ai pochi anni antecedenti la recente

¹⁵ Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010, pag. 1.

Fig.2- Andamento del rapporto debito su PIL nei diversi settori economici: Governo (compresi i GSE¹⁶), settore finanziario, aziende e *households*. Fonte: Morgan Stanley.



^(*) G.S.E. (Government Sponsored Enterprise) sono delle istituzioni finanziarie di diritto privato, create dal Congresso degli Stati Uniti, con lo scopo di rendere meno costoso il finanziamento per particolari settori dell'economia. Fonte Investopedia.

crisi finanziaria. Infine, è importante evidenziare come il processo non ha coinvolto il solo settore finanziario, ma ha investito quasi tutti gli ambiti dell'economa.

E questo non può stupire, ma è la conferma dello stretto collegamento esistente tra i diversi settori economici, in una dinamica di forte influenza reciproca: banalizzando un po' le dinamiche del fenomeno, si vede come l'indebitamento di un settore economico, per esempio quello delle imprese, è generalmente sostenuto da quello di un altro, in questo caso per esempio da quello delle banche. Infatti, queste ultime, per poter concedere prestiti alle imprese, si sono indebitate a loro volta, sia verso clienti (tramite la raccolta di depositi) sia verso il mercato finanziario.

Quindi, i due volumi di debito delle imprese e delle banche non sarebbero altro che "due facce della stessa medaglia": il credito del settore finanziario, nel caso sopra considerato, non è altro che il debito delle imprese, il debito del settore finanziario non è altro che il credito dei loro clienti piccoli e grandi. Ovviamente si è semplificato un procedimento che è molto più complesso e articolato, e i cui effetti sono parziali, ma che comunque bisogna tenere in considerazione quando si osservano rappresentazioni come quella di figura 2.

2.3 La crisi viene trasmessa al settore reale

I fatti descritti precedentemente provocano una pesante crisi di fiducia tra le banche, che iniziano a non fidarsi più l'una dell'altra. Questo soprattutto a causa delle poca trasparenza che regna tra gli istituti di credito rispetto agli *assets* detenuti "in portafoglio": non c'è una chiara informazione su chi detiene titoli "tossici" e, dopo il crollo inaspettato del "colosso" *Leahman Brothers*, tutte le banche temono che questo possa accadere anche ad altre istituzioni, magari ad un istituto a cui hanno dato

credito. Così i tassi d'interesse interbancari aumentano notevolmente, ma, soprattutto, le risorse non circolano e si crea una forte crisi di liquidità.

La crisi, quindi, provoca immediatamente una riduzione della facilità di accesso al credito, il ridimensionamento dei finanziamenti e un aumento, anche sensibile, del loro costo.

Così, la situazione di crescente difficoltà del settore finanziario si trasmette subito all'economia reale principalmente attraverso due canali: da un lato, la difficoltà, da parte delle aziende, ad approvvigionarsi sul mercato dei capitale, che a sua volta provoca un drammatico calo degli investimenti e, dall'altro, sul versante delle famiglie, attraverso il crollo dei consumi.

Il *credit crunch* è pericoloso principalmente per le imprese: queste hanno la necessità di accedere alle risorse finanziarie sia per effettuare gli investimenti che per rinnovare il debito in scadenza.

Si manifesta così una crescente difficoltà nella gestione ordinaria delle aziende, molte delle quali sono costrette a ridurre la loro produzione o addirittura a chiudere, con effetti negativi sull'occupazione e con conseguente aumento delle spese statali per assistere tutti coloro che perdono il posto di lavoro o che subiscono una riduzione delle ore retribuite.

In questo modo la crisi colpisce pesantemente anche i redditi delle famiglie, che vedono ridotto il loro potere di acquisto, oltre che dalle minori entrate per salari e stipendi, anche dall'aumento dei tassi di interesse sui mutui a tasso variabile.

Infatti questi sono agganciati ai tassi interbancari che nei giorni più neri della crisi hanno raggiunto livelli altissimi. In Italia essi sono tornati ad attestarsi addirittura ai livelli degli anni '90, quando il livello di inflazione era molto elevato.

Naturalmente tutti questi fattori hanno un forte impatto sui consumi delle famiglie, che si vedono costrette o a rinunciare ad alcuni dei loro acquisti o, almeno, a posticiparli.

Un interessante studio della McKinsey¹⁷, nel Maggio del 2009, ha messo in luce le principali modalità con le quali i consumatori stavano cambiando i loro comportamenti durante la recessione, provocando una contrazione notevole dei consumi. Queste "tattiche" cambiano da mercato a mercato ma possono riassumersi in cinque categorie.

La prima e la più ovvia è quella di controllare la spesa, ponendo dei precisi limiti.

Una seconda è quella di ritardare l'acquisto di nuovi prodotti. La McKinsey, nello studio, consiglia alle imprese, in risposta alla condotta dei consumatori, di ridurre le "porzioni" di prodotto offerte, così come per esempio sta facendo la Coca Cola con bottiglie di dimensioni ridotte a prezzi ridotti.

Una terza modalità con cui i consumatori hanno cercato di ridurre le uscite è stata quella del cosiddetto DIY (*Do It Yourself*), ovvero il farsi da soli le cose piuttosto che provvedere all'acquisto.

Per le aziende c'è quindi la necessità di fare prodotti a costi più bassi o di far risaltare, tramite strategie di marketing, il maggior valore del proprio prodotto rispetto al DIY.

¹⁷ McKinsey Global Institute, "How to keep European customers buying", BusinessWeek, 29 Maggio 2009.

Infine, il metodo più tradizionale, che è quello di fare shopping in periodi di saldi piuttosto che a prezzo pieno.

Il calo dei consumi delle famiglie provoca, ovviamente, una caduta degli ordinativi alle aziende e, quindi, un'ulteriore diminuzione della produzione, in una spirale micidiale che rischia di coinvolgere migliaia di aziende, spingendone molte alla chiusura, e centinaia di migliaia di lavoratori dipendenti.

2.4 Il Nuovo Mondo davanti ai nostri occhi

La crisi finanziaria ha avuto, tra i suoi numerosi effetti, quello di far crescere il debito pubblico di molti paesi (basti pensare alla manovra da 800 miliardi di dollari del TARP, il piano americano per sostenere l'economia e in particolare per ricapitalizzare le banche), provocando un notevole cambiamento dello scenario dell'economia mondiale.

Tale scenario è stato descritto nello studio già citato della Deutsche Bank ¹⁸.

In esso si evidenzia la differente condizione in cui si trovano i mercati sviluppati rispetto a quelli emergenti: paradossalmente sono i primi quelli in condizioni peggiori dal punto di vista del debito pubblico, considerati anche i minori tassi di crescita delle loro economie.

Nei paesi sviluppati (qui si prendono in considerazione le 17 economie più forti del pianeta), infatti, le attese di crescita del debito pubblico nel 2020 raggiungono il 133% del PIL in media, da un 102% nel 2010.

¹⁸ Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability etc. op.cit.

Parlando nello specifico, gli Stati Uniti, il Giappone, la Grecia, il Portogallo, l'Italia, il Regno Unito, l'Irlanda e la Francia arriveranno molto probabilmente ad un debito pubblico sopra il 100% del PIL nel 2020.

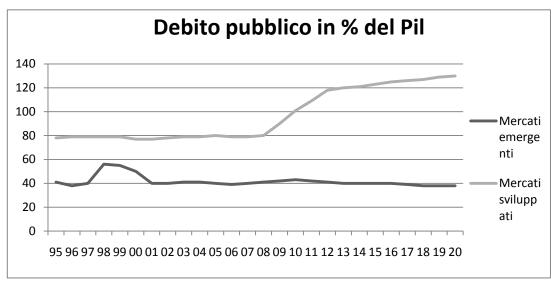


Fig. 3 - Attese di crescita del debito pubblico fino al 2020

Fonte: Deutsche Bank Research

C'è da notare che, tra i Paesi ad economia sviluppata, l'Italia è l'unico paese il cui debito pubblico è previsto non aumentare di molto rispetto a quanto è oggi.

Nei paesi in via di sviluppo, invece, il debito pubblico sembra assestarsi, se non diminuire, anche senza drastiche politiche fiscali, passando da un 46% del PIL attuale di media, ad un 35% del PIL nel 2020. "Questo significa che i paesi emergenti non saranno forzati ad un taglio della spesa interna né ad un aumento delle tasse, fattori che invece potrebbero rallentare la crescita economica dei paesi sviluppati" 19.

¹⁹ Deutsche Bank, *ibidem*.

Tutto questo rivoluzionerà la mappa del debito mondiale. Esso, inteso qui principalmente come debito pubblico rapportato al PIL, non sarà più un problema solo dei paesi emergenti, ma al contrario diventerà il problema dei paesi sviluppati e anche di importanti nazioni quali Regno Unito, Stati Uniti e Giappone.

Capitolo 3.

3.1 Il leverage e le istituzioni finanziarie

Le istituzioni finanziarie sono state accusate frequentemente di aver contribuito in maniera determinante alla predisposizione dei fattori che hanno portato alla crisi.

Tra i vari comportamenti da queste tenuti, il più criticato è stato sicuramente l'aumento del *leverage*²⁰, che queste istituzioni hanno fortemente perseguito negli ultimi anni.

Esse hanno, infatti, utilizzato una altissima leva finanziaria, "confidando sempre meno nel finanziamento tramite depositi e sempre più nella raccolta di liquidità tramite i mercati finanziari"²¹, specialmente utilizzando strumenti a breve termine quali i *commercial papers*.

Quando il mercato del credito si è contratto, a causa della crisi finanziaria americana, le banche non hanno più avuto la possibilità di rinnovare il debito, specialmente quello a breve, e, quindi, hanno incontrato serie difficoltà finanziarie, trasmettendo poi queste difficoltà ad altri ambiti economici.

²⁰ Parlando di istituzioni finanziarie, per *leverage* si intende il rapporto tra il totale degli *assets* e il capitale facente parte del Tier 1, cioè quello considerato più sicuro e in grado di assorbire perdite. In alcuni casi si potranno utilizzare altri indicatori, che però saranno adeguatamente specificati.

²¹ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit.

Come si osserva nel report del dipartimento di ricerca di Intesa San Paolo²², se si comparano i livelli di *leverage* con i quali le banche internazionali hanno operato negli ultimi anni con i loro livelli storici, ci si rende conto di come quella leva finanziaria fosse eccessiva.

Le banche non erano sostanzialmente pronte per affrontare una spirale di perdite sulle attività finanziarie come quella che è avvenuta durante la crisi finanziaria e ciò a causa principalmente dei bassi livelli di capitale di rischio detenuti²³.

E, infatti, il rafforzamento delle riserve di capitale per le istituzioni finanziarie è tra gli argomenti di discussione attuali, relativamente anche alle prospettive di un'eventuale Basilea III²⁴.

In realtà è tutt'altro che facile definire livelli ottimali di sicurezza della quantità di capitale²⁵.

Se si guarda, per esempio, a come hanno funzionato prima della crisi i requisiti di capitale minimi imposti da Basilea I e II, emergono delle forti contraddizioni. Guardiamo al caso di due grandi banche come UBS e Deutsche Bank:

²² Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, etc. op.cit.

²³ Ci si riferisce qui principalmente al capitale facente parte del Tier 1, costituito da tutti quegli strumenti considerati in grado di assorbire le perdite: Committee of European Banking Supervisor, "Proposal for a common EU definition of Tier 1 hybrids", 26 Marzo 2008.

²⁴ Panara Marco, "La cura da cavallo di Basilea III", la Repubblica - Affari e Finanza, 29 Marzo 2010.

²⁵ International Monetary Fund, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis", 6 Marzo 2009.

25

queste presentavano i livelli di *leverage*²⁶ più alti tra le grandi banche europee e contemporaneamente i requisiti di capitale più forti²⁷.

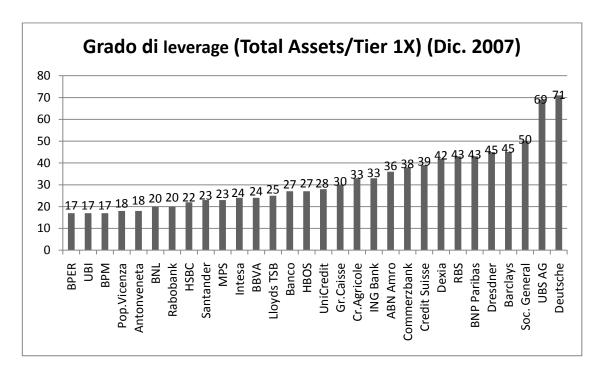


Fig. 4 – Grado di leverage nelle maggiori istituzioni finanziarie europee

Fonte: Intesa San Paolo Research Department

Infatti, attenendoci ai dati del dipartimento di ricerca di Intesa San Paolo, UBS, alla fine del 2007, aveva un *leverage* di 69x, ovvero i suoi *assets* complessivi

²⁶ Per grado di leverage si intende il complesso delle attività rapportate al capitale facente parte del Tier 1.

²⁷ I requisiti di capitale vengono generalmente valutati con l'ausilio dell'indice di capitale Tier 1 formato sui regolamenti di Basilea: esso e' il rapporto tra il valore complessivo del capitale Tier 1 di una banca e il totale dei suoi *assets* ponderati per il rischio. La ponderazione, e quindi il valore dell'indicatore, variano a seconda che si utilizzi la regolamentazione di Basilea I o di Basilea II.

Questo indicatore ci fornisce delle importanti informazioni sulla quantità di capitale capace di assorbire perdite che una banca presenta, rispetto alla quantità e rischiosità dei suoi assets.

erano 69 volte la quantità di capitale del Tier 1, e un indice di capitale *Tier* 1 dell'8,8%, calcolati secondo i parametri di Basilea I, che diventarono il 55x e l'11,6% nel Giugno del 2008, ricalcolati con i nuovi parametri di Basilea II²⁸. Allo stesso modo *Deutsche Bank* aveva alla fine del 2007 il 71x di *leverage* e l'indice di capitale Tier 1 all'8,6%, calcolati con Basilea I, cambiando in 9,3% e 70x a Giugno 2008, secondo i parametri di Basilea II.

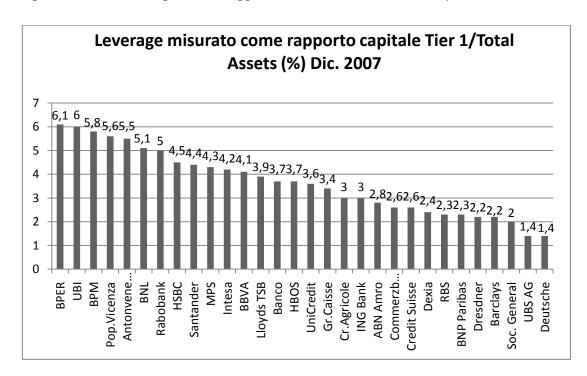


Fig. 5. Grado di leverage nelle maggiori istituzioni finanziarie europee

Fonte: Intesa San Paolo Research Department

Il grafico della Fig. 5 mostra l'elevato *leverage* tenuto da UBS e Deutsche Bank rispetto alle altre banche europee in un'altra ottica, ovvero tramite il rapporto

²⁸ Le diversità degli indici a seconda che si usino i parametri di Basilea I o di Basilea II dipendono principalmente dai differenti metodi con i quali si calcola la rischiosità degli *assets* detenuti dalle banche.

capitale di Tier 1 su *assets* totali, espresso in percentuale²⁹. Anche questi valori vanno visti rispetto ai requisiti di capitale imposti dai due accordi di Basilea: queste due banche, avevano altissimi livelli di leverage e allo stesso tempo i loro indici di capitale Tier 1 davano segnali di ottima salute: si comprende, quindi, come i parametri di valutazione utilizzati per definire il grado di affidabilità' delle banche fossero sostanzialmente inadeguati³⁰.

Per ciò che riguarda le banche italiane, possiamo vedere da entrambi i grafici come la loro condizione fosse sostanzialmente buona: le sei banche con i minori livelli di leva finanziaria³¹ erano tutte italiane. Solo Unicredit e Banca Intesa si trovavano in una condizione meno buona, ma comunque in una posizione di mezzo nella lunga lista delle maggiori banche e lontane dall'eccessivo leverage di Deutsche Bank e Ubs.

Il fenomeno dell'alta leva finanziaria delle banche, però, come già detto, non deve farci dimenticare un analogo fenomeno che si é diffuso, prima della crisi, un po' in tutti i settori dell'economia.

La maggior parte degli studiosi, infatti, si sono giustamente focalizzati sul ruolo giocato dal mercato dei mutui sub-prime americani e dal forte leverage del settore finanziario, in quanto questo è stato sicuramente il fattore scatenante della crisi.

Questa impostazione, però, è parziale, in quanto non tiene conto del fatto che il fenomeno dell'alto leverage delle istituzioni finanziarie è la conseguenza dello

²⁹ Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, etc., op.cit. pag. 7.

³⁰ Intesa San Paolo Research Department, ivi, pag. 8.

 $^{^{31}}$ Qui intesa come rapporto tra capitale Tier 1 e assets totali, oppure come rapporto tra capitale Tier 1 e assets totali.

stesso fenomeno che si è verificato un po' in tutti i settori dell'economia (households, governo, aziende ecc.). Come abbiamo già detto, infatti, ci troviamo di fronte alle due facce della medesima medaglia: da una parte, senza le richieste di capitale provenienti dai diversi settori economici, le banche non avrebbero avuto ragione di far crescere il loro leverage, dall'altra, senza le banche disponibili a far crescere il loro leverage, gli altri settori non avrebbero trovato i capitali che richiedevano.

Tenendo momentaneamente da parte i dati relativi alla crescita della leva finanziaria e parlando in termini assoluti, dal 2000 al 2008, secondo lo studio del McKinsey Global Institute³², il debito totale delle economie sviluppate é aumentato di 40.000 miliardi di dollari. Di questi, solo 11.000 sono relativi al settore finanziario, il resto (29.000 miliardi) é diviso più o meno equamente tra gli *households*, il governo e le aziende.

Per ciò che riguarda il ruolo delle istituzioni finanziarie nella crescita del debito nell'economia, c'é da sottolineare che nel Regno Unito la principale attività delle banche era quella della concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni (l'81% delle loro attività era costituito da mutui residenziali). Lo stesso si é verificato negli Stati Uniti, dove il 73% delle attività delle banche era costituito dalla concessione di mutui. Si comprende, quindi, come il debito del settore finanziario in quei Paesi si sia quasi tutto originato dai prestiti concessi al settore degli households.

Questi dati segnalano indubbiamente una maggiore facilità per i privati ad indebitarsi per comprare immobili, dando quindi vita ad una conseguente bolla immobiliare e ad un pericoloso effetto a spirale: più famiglie hanno potuto accedere ad un mutuo per comprare un'abitazione, facendo aumentare i prezzi delle

³² McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit. pag. 21.

abitazioni a causa di una domanda maggiore; i prezzi, salendo, obbligavano i nuovi compratori a prendere a prestito cifre sempre maggiori che allo stesso tempo davano un'ulteriore spinta inflattiva agli immobili.

Inoltre, chi possedeva già un'abitazione, anche se gravata ancora da un mutuo consistente, poteva indebitarsi ulteriormente grazie alla "garanzia" rappresentata dall'aumento continuo del valore del suo immobile.

Tutto questo é stato di certo un processo che ha influito sulla crescita del debito e che non é stato compreso fino in fondo.

3.2 Il modello "Originate To Distribute"

Per descrivere il modello "Originate To Distribute" (letteralmente "originare il debito per distribuirlo") e gli effetti che ha avuto sulla crescita del leverage è opportuno ripercorrere l'evoluzione tecnica che c'è stata in questo campo negli ultimi anni.

In passato, il modello di base adottato dalle banche è sempre stato quello del così detto "Buy and Hold", in cui l'intermediario concede un prestito ad un soggetto e lo detiene in bilancio fino alla scadenza contrattuale.

A questo nel tempo "si va a sostituire un modello più aggressivo e dinamico in cui gli intermediari erogano prestiti che poi assemblano in *pool* di *assets* da cartolarizzare e quindi cedere sul mercato"³³.

³³ Monti Ernesto, op. cit., pag. 436.

Generalmente i destinatari di queste operazioni sono altre banche, investitori istituzionali, *hedge funds*, che divengono quindi i nuovi creditori delle famiglie e delle imprese a cui quei prestiti erano stati erogati³⁴. Questo è appunto il cosiddetto modello *Originate and Distribute*, alla cui base c'è il procedimento della cartolarizzazione.

Questa nuova modalità di gestione del credito presenta numerosi vantaggi.

Innanzitutto rende negoziabili titoli che, in precedenza, erano illiquidi, operando così la trasformazione di prestiti detenuti nel bilancio di qualche intermediario in titoli che godono ora di un buon rating, grazie anche al processo di credit enhancement (titoli di questo tipo sono gli ABS e i MBS).

Poi si trasferiscono i rischi della buona riuscita del prestito agli investitori e inoltre si smobilizza l'attivo delle banche e quindi si migliorano i *ratios* patrimoniali.

Infine, *last, but not least*, c'è anche la possibilità di incassare delle buone commissioni³⁵.

Le cartolarizzazioni hanno trovato nel tempo un mercato amplissimo e in continua espansione ed evoluzione.

Gli intermediari iniziano a svolgere queste operazioni non solo per sopperire a delle esigenze interne, ma anche perché si rendono conto di poter realizzare degli alti profitti con minimi rischi³⁶. È in questa fase che si passa dal modello *Originate* and *Distribute* a quello *Originate to Distribute* in cui prevale la domanda del mercato rispetto alle esigenza dell'intermediario.

³⁵ ECB, "The incentive structure of the Originate and Distribute model", Dicembre 2008.

³⁴ Mike Buckle & John Thompson, op. cit.

³⁶ Monti Ernesto, op.cit., pag 437.

Ora le banche tendono ad aumentare notevolmente il numero di prestiti concessi e, secondo molti commentatori e studiosi, per star dietro alle richieste del mercato, ad abbassare anche gli standard di qualità. D'altronde, il meccanismo della cartolarizzazione da' loro la possibilità di trasferirne i rischi agli investitori.

Questo procedimento è stato seguito da tutte le grandi banche d'affari che, secondo alcuni analisti, avrebbero ricevuto anche un sostanzioso sostegno dalle società di rating che hanno giudicato con eccessiva "benevolenza" prodotti che non la meritavano.

In definitiva, si può quindi sostenere che il modello "Originate to Distribute", nell'ambito del processo di cartolarizzazione, ha permesso una notevole crescita del leverage nelle economie di molti paesi e, cosa ancor più grave, una diminuzione degli standard di qualità del debito stesso³⁷.

3.3 Come ha inciso la qualità del capitale: gli strumenti ibridi

E proprio alla diminuita qualità dei prodotti messi in circolazione fanno riferimento il McKinsey Global Institute³⁸ e il dipartimento di ricerca Intesa San Paolo³⁹ quando sostengono come una delle condizioni che ha aumentato l'impatto dell'alto *leverage* nel settore finanziario sia stata la vasta diffusione, tra le maggiori banche di tutto il mondo, degli strumenti di capitale ibridi. Con questo termine si

³⁷ Purnanandam Amiyatosh, "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis", 14 Settembre 2009.

³⁸ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit.

³⁹ Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, etc. op. cit.

indicano particolari strumenti finanziari per la raccolta di fondi, che presentano caratteristiche peculiari, in parte tipiche del debito, in parte tipiche dell'*equity*.

Si è registrato un forte aumento nell'utilizzo di questi prodotti specialmente dopo il 27 Ottobre 1998, come testimonia il *Committee of European Banking Supervisor*⁴⁰, quando il comitato di Basilea (riunito a Sydney) ha dichiarato che gli strumenti ibridi possedevano i requisiti di qualità e affidabilità per essere inclusi nel Tier 1 (il livello di capitale più affidabile e sicuro) delle istituzioni finanziarie.

Contemporaneamente si ponevano anche dei limiti sia alle quantità massime detenibili, sia si ponevano degli obblighi di trasparenza e informazione al pubblico da parte dell'istituzione emittente.

Per essere considerati affidabili, ed essere collocati nel cuore del capitale bancario, questi strumenti devono presentare alcuni requisiti di fondo (che sono poi quelli caratteristici del capitale Tier 1 e in particolare delle azioni).

Per prima cosa, deve essere riconosciuta, dalle autorità di regolamentazione, la loro funzione di assorbire perdite dell'emittente in un contesto di "on goinconcern", cioè di continuità delle operazioni dell'istituzione, non solo in caso di liquidazione o insolvenza.

Oltre questo primo requisito, a questi strumenti deve essere riconosciuto carattere di "permanenza", cioè non devono presentare una *maturity* e quindi una scadenza per la restituzione delle somme in conto capitale.

Inoltre deve esserci una particolare flessibilità nei pagamenti, cioè l'emittente può rinunciare, quando lo ritenga opportuno, al pagamento dei flussi di cassa agli investitori connessi con il possesso di questi strumenti.

⁴⁰ Committee of European Banking Supervisor, "Proposal for a common EU definition of Tier 1 hybrids", 26 Marzo 2008.

Tutto questo accomuna questi strumenti all'equity e serve per garantire che una banca, laddove abbia delle difficoltà finanziarie, possa confidare nell'elasticità degli strumenti ibridi che detiene.

Inoltre un vantaggio dell'emissione di strumenti ibridi è quello di non "diluire" il capitale delle banche tra un numero maggiore di azionisti, dando infatti agli investitori diritti che sono molto più vicini al debito che all'*equity*⁴¹.

In concreto, quindi, questi strumenti sono entrati a far parte in maniera consistente del capitale delle maggiori banche, con la sicurezza di fondo di poter essere utilizzati per assorbire perdite al pari delle azioni, ma con un costo ben inferiore. In realtà, durante la crisi finanziaria, non hanno funzionato come previsto, non riuscendo ad evitare perdite ingenti⁴².

Quindi, questi strumenti hanno deteriorato la qualità del capitale delle istituzioni finanziarie proprio per la loro minore affidabilità nei momenti di congiuntura negativa⁴³.

Ora, se si guarda per esempio alla dimensione del *leverage*⁴⁴ delle principali banche americane ed inglesi nel 2007, cioè poco prima della crisi finanziaria, e si depurano i bilanci di queste banche dalla presenza degli strumenti ibridi, nel senso di non considerarli più all'altezza dell'*equity* (secondo l'ipotesi che non siano stati in grado di assorbire perdite come avrebbero dovuto), si può notare come il livello di

⁴² Intesa San Paolo Research Department, "*Deleveraging, capital instruments, etc.*, op.cit. pp. 9-13.

⁴⁴ In questo caso la leva finanziaria delle banche è calcolata come rapporto tra *assets* tangibili ed *equity* tangibile.

⁴¹ Committee of European Banking Supervisor, *ibidem*

 $^{^{}m 43}$ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit.

leva finanziaria fosse molto più alto. Infatti, secondo i dati forniti dal McKinsey Global Institute⁴⁵, si passa da una leva del 31x ad una del 38x per le grandi banche di investimento (Bear Sterns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merril Lynch e Morgan Stanley) e per il settore finanziario inglese si passa da una leva del 21x ad una del 36x⁴⁶. Si comprende, quindi, come il peso del capitale ibrido non fosse marginale.

Da tutto ciò risulta chiaro come il problema degli strumenti ibridi avrebbe dovuto essere accuratamente analizzato e come "la qualità del capitale sia probabilmente più importante di semplicistiche e grezze valutazioni sul livello del *leverage* complessivo di un settore o di una economia"⁴⁷.

3.4 Il settore bancario italiano e il leverage

Il settore bancario italiano entra nella crisi finanziaria con una struttura solida: le banche presentano ancora dei modelli di business abbastanza conservativi, con una leva finanziaria bassa⁴⁸ e senza quella forte esposizione in attività rischiose che, invece, presentano le banche di altri paesi. Per questi motivi, almeno per il primo periodo, il nostro sistema non risente affatto della congiuntura

⁴⁵ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit., pp. 29-30.

35

⁴⁶ Usando un indicatore dato dal rapporto *assets* su *equity*, se esso e' di 38x significa che gli assets sono 38 volte la quantità di equity. Nello specifico caso si adotta questo indicatore prima considerando facenti parte dell'equity anche gli strumenti ibridi e poi senza di essi: si può notare una netta differenza nel grado di *leverage*.

⁴⁷ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op.cit. pag. 30.

⁴⁸ Come illustrato al paragrafo 3.1 "Il leverage e le istituzioni finanziarie".

economica negativa che sta incominciando ad inghiottire le principali economie mondiali⁴⁹.

Anche se sono crescenti le difficoltà di finanziamento nei mercati esteri, a causa principalmente della perdita di fiducia da parte degli investitori e al forte *credit crunch* verificatosi nel mercato interbancario, in Italia nel Settembre 2008 i prestiti concessi continuano a crescere ad un tasso del 7,9% rispetto all'anno precedente⁵⁰. Se si considerano anche i mutui inseriti nei processi di cartolarizzazione, nel Settembre del 2008 i prestiti concessi alle aziende italiane dalle banche sono aumentati del 13% rispetto all'anno precedente⁵¹.

Uno dei punti di forza è la presenza di un ampio mercato domestico di *retail* banking, con stretti legami con la clientela, un caso davvero unico e senza paragoni rispetto ad altri paesi europei e specialmente agli Stati Uniti, in cui invece il ramo del *retail banking* è molto più ridotto.

Ciò ha consentito alle banche italiane di essere meno colpite dalla caduta del mercato interbancario, proprio perché potevano contare su un flusso finanziario costante dalle famiglie e dai piccoli risparmiatori in generale⁵².

I primi cinque gruppi bancari italiani, rispetto alle più grandi banche europee, si caratterizzano per un valore più alto dell'attivo sia degli impieghi che dei depositi verso la clientela ordinaria non bancaria. "A giungo 2008, infatti, gli

Fonte Intesa San Paolo, calcolato con metodo year-over-year, cioè comparando la crescita rispetto all'anno prima e quella dell'anno prima a quello prima ancora e così via.

36

⁴⁹ Banca d'Italia, "La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane", op.cit.

⁵¹Draghi Mario, "Intervento alla giornata mondiale del risparmio", 31 Ottobre 2008.

⁵² Banca d'Italia, *"Banche, imprese e mercati: il ruolo della finanza per lo sviluppo economico"*, Marzo 2009.

impieghi verso questi rappresentavano mediamente il 65% dell'attivo, a fronte di una media europea del 43%; i depositi erano pari al 36% delle attività, a fronte di una media europea del 33%"⁵³.

Di seguito analizzeremo due aspetti molto importanti relativi alle nostre banche: da un lato il grado di *leverage*⁵⁴, dall'altro gli indici di capitalizzazione⁵⁵, sia a livello di grandi gruppi bancari, che di settore in aggregato.

Per ciò che riguarda il settore in aggregato, nei 10 anni precedenti la crisi gli indici di capitalizzazione sono sempre stati in media al di sopra dei requisiti minimi imposti da Basilea I, ma al di sotto delle medie europee (vedi figura 8 in appendice a questo capitolo). Nel periodo dal 2005 al 2007, in particolare, la capitalizzazione è scesa a causa di alcune importanti operazioni di fusione tra i principali gruppi bancari italiani (vedi figura 7 in appendice).

A favore del nostro sistema bancario hanno giocato due importanti fattori.

Da un lato, le nostre più grandi istituzioni finanziarie avevano un livello di *leverage* ben inferiore rispetto a quello medio europeo: alla fine di Giugno 2008 il grado di *leverage* delle prime 5 banche italiane era in media di 30x, paragonato a quello di 40x in media delle 13 principali banche europee⁵⁶. Quindi, la leva

53 Banca d'Italia, "La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane", op.cit.

⁵⁴ Qui si intende per *leverage* il rapporto tra il totale degli *assets* e il capitale facente parte del Tier 1.

⁵⁵ Gli indici di capitalizzazione che vengono presi in considerazione sono tre, calcolati qui secondo la regolamentazione di Basilea I: il Total Capital Ratio, il Tier 1 Ratio e il Core Tier 1 Ratio. Il primo è formato dal rapporto tra i capitali facenti parti del Tier 1 e del Tier 2 e gli assets totali; il secondo è formato dal rapporto tra i capitali facenti parti del Tier 1 e gli assets totali; infine l'ultimo e' formato solo dagli strumenti più sicuri del Tier 1 rapportati agli assets totali.

⁵⁶ Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, etc.", pp. 15-16.

37

finanziaria, a livello di *top banks*, era utilizzata più dalle grandi banche europee che italiane. Questo era già stato evidenziato nel commento ai grafici delle figure 4 e 5.

Dall'altro, le nostre banche hanno sempre mantenuto i rischi in bilancio, al contrario delle molte operazioni (le c.d. operazioni *off balance-sheets*) che invece hanno caratterizzato le attività di molte banche estere. Le banche del Bel Paese hanno mantenuto una strategia più tradizionale come la *Buy & Hold*⁵⁷ invece di trasferire gli *assets* all'esterno e questo ha dato anche una maggiore tracciabilità dei rischi sostenuti.

Un'altra caratteristica da non sottovalutare è sicuramente la miglior composizione del capitale⁵⁸ delle banche italiane, che era di una qualità più elevata della media europea e tutto ciò dovuto a regole più strette imposte dalla Banca d'Italia⁵⁹. Questo si è tradotto anche in una minor tendenza, rispetto agli altri paesi, verso l'uso di nuovi strumenti finanziari come quelli ibridi che, come dimostrato precedentemente, hanno ridotto la qualità complessiva del capitale di molte istituzioni finanziarie. Infatti, alla fine del 2007, mentre in Italia questi strumenti costituivano in media l'11% del capitale delle banche, in Europa si raggiungeva già una media del 18% tra le 8 maggiori economie. In Olanda e Inghilterra si raggiungevano quote ben più elevate rispettivamente del 28% e del 25%⁶⁰.

⁵⁷ Monti Ernesto, op.cit. pag. 436.

⁵⁸ Ci si riferisce qui principalmente al capitale facente parte del Tier 1.

⁵⁹ Banca d'Italia, "Banche, imprese e mercati: etc.. op.cit.

⁶⁰ Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, etc", op.cit. pp. 9-13.

In definitiva tutte le caratteristiche qui menzionate hanno sicuramente concesso alle banche italiane uno spazio di manovra ben più ampio rispetto ai loro *competitors* internazionali.

3.5 Appendice al cap. 3

Si riportano qui di seguito tre tabelle con i dati (medi) relativi alle capitalizzazioni: di tutte le banche italiane (figura 6), dei principali gruppi bancari italiani (figura 7) e infine si comparano gli indici dei grandi gruppi italiani a quelli dei grandi gruppi europei (figura 8).

Gli indici qui utilizzati sono tre:

- il Total Capital Ratio che è dato dal rapporto tra i capitali facenti parti del Tier 1 e del Tier 2 e gli assets totali.
- il Tier 1 Ratio che è dato dal rapporto tra i capitali facenti parti del Tier 1 e gli assets totali;
- il Core Tier 1 Ratio è ottenuto utilizzando solo dagli strumenti più sicuri del Tier 1 rapportati agli assets totali.

Fig. 6 - Indici medi settore bancario italiano				Fig. 7 – Indici medi dei maggiori gruppi bancari italiani					Fig. 8 - Confronto tra i maggiori gruppi bancari italiani ed europei						
200 200 200 200 Giu.			200	200	200	200	200	Giu	Anno 2007	Itali	Europ				
	4	5	6	7	'08		4	5	6	7	7	'08	Anno 2007 a		а
Total capital ratio	11,6	10,6	10,7	10,7	10,4	Total capital ratio	11,3	9,9	9,9	9,5	9,9	9,9	Total capital ratio	9,5	10,9
Tier 1 ratio	8,6	7,9	7,8	7,6	-	Tier 1 ratio	7,9	7	6,8	6,5	-	-	Tier 1 ratio	6,5	7,8
Core Tier 1 ratio	n.a	n.a	7,3	7,1	-	Core Tier 1 ratio	n.a	n.a	6	5,7	-	-			
Fonte: Banca d'Italia				Fonte: Banca d'Italia				Fonte: Banca d'Italia							

Capitolo 4

"If I can't picture it, I can't understand it." Albert Einstein

4.1 Il leverage in una nuova ottica: la visione granulare

In questo capitolo ci si propone di illustrare i metodi più innovativi che sono stati sviluppati per comprendere le dinamiche del *leverage* e del debito⁶¹, specialmente da un punto di vista settoriale.

L'analisi parte dallo studio già citato del McKinsey Global Institute⁶² dove si sottolinea come il valore del rapporto debito sul PIL sia un metodo ormai "grezzo" per valutare a pieno la dimensione dell'indebitamento di un'economia. Esistono altri strumenti molto tecnici e questi vanno utilizzati in maniera specifica nei diversi settori economici: infatti metodi poco sofisticati possono ignorare le cosiddette "sacche" di debito o di *leverage* che vengono nascoste dal valore delle medie di settore.

⁶¹ Qui per *leverage* si intende principalmente la sua definizione classica di rapporto tra capitale di credito e capitale proprio, mentre per debito si intende generalmente lo stock complessivo, spesso anche settoriale, rapportato al PIL del paese in questione.

⁶² McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op.cit.

⁶³ Vedi Glossario.

Quindi, c'é la necessità di raggiungere una visione "granulare", e a questo scopo si divide l'economia in diversi settori economici: gli households, le aziende, le istituzioni finanziarie e il governo.

Nello studio i ricercatori della McKinsey costruiscono una mappa (la così detta heat map) utilizzando queste categorie. In essa si prendono in considerazione i diversi settori economici delle nazioni oggetto di studio e si definisce la loro probabilità di deleveraging. I fattori che incidono sono molteplici, ma sono soprattutto storici.

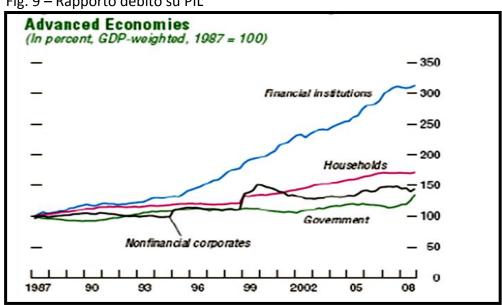


Fig. 9 – Rapporto debito su PIL

Fonte: Bank of Japan – Bureau of Economic Analisys

Il grafico dà una sintesi chiara ed efficace di come l'indebitamento, rapportato al PIL, sia cresciuto nelle economie dei paesi avanzati dal 1987 ai giorni nostri, per i quattro settori economici sopra citati. Si può notare come le dinamiche di crescita siano state diverse per ciascuno di essi.

4.2 Il settore finanziario

Per ciò che riguarda il settore finanziario, si premette che in questo paragrafo si intenderanno due tipi di indicatori: uno misura il *leverage*, tramite il rapporto tra gli *assets* totali, escludendo quelli intangibili come l'avviamento, e l'equity, anche qui escludendo la parte intangibile; l'altro misura il debito, inteso come tutte le risorse che vengono prese a prestito dal settore finanziario (depositi, certificati di deposito, obbligazioni, etc.) e l'indicatore di riferimento è dato dal rapporto tra il debito di settore e il PIL della nazione oggetto di studio.

Guardiamo, prima, all'indebitamento del settore finanziario dato dal rapporto tra il debito del settore e il PIL della nazione di riferimento. Questo indicatore ci segnala una crescita velocissima del debito del settore finanziario sul PIL nelle 10 economie più sviluppate, tranne che in Giappone, dove dal 2002 si registra una sua diminuzione. Questo fenomeno è dovuto in parte alla maggiore importanza acquisita dai mercati finanziari delle economie più sviluppate del mondo a partire dagli anni novanta fino ad oggi.

Il Regno Unito e la Spagna registrano la crescita più rapida. Il primo, ad esempio, ha il settore finanziario in assoluto più indebitato: il suo rapporto debito su PIL supera, nel secondo semestre del 2009, il 200% e questo vuol dire che il passivo preso a prestito dal solo settore finanziario è pari a ben due volte la ricchezza prodotta dal Paese in un anno.

Quando invece si guarda alla crescita del *leverage* nei settori finanziari, intesa appunto come crescita del rapporto tra gli *assets* totali, escludendo quelli intangibili come l'avviamento, e l'*equity*, anche qui escludendo la parte intangibile, delle principali economie mondiali, "ci si rende conto di come il *leverage* sia

cresciuto modestamente o addirittura diminuito⁶⁴ negli anni subito prima della crisi finanziaria e comunque in nessun paese ha raggiunto livelli più alti rispetto a quelli registrati dal 1990"⁶⁵.

Questo é un risultato sorprendente e può essere spiegato tenendo presenti due importanti fattori.

Il primo riguarda la crescita della cartolarizzazione, che ha permesso alle banche di portare i mutui concessi fuori dei loro bilanci, così diminuendo il numeratore del rapporto con il quale si misura il *leverage*: *assets* totali su *equity*.

In secondo luogo c'é da considerare che i profitti altissimi effettuati negli anni prima della crisi sono stati molto spesso trattenuti nella base di capitale proprio della banca stessa, aumentando il denominatore del rapporto attività in bilancio su *equity*.

A questo basso livello medio di *leverage* fanno eccezione i cosiddetti *broker-dealers* americani⁶⁶, le società governative come Fannie Mae e Freddie Mac, le banche del Regno Unito e le banche svizzere. Il *leverage* di queste istituzioni é cresciuto in media del 25% dal 2002 al 2007.

Essi rappresentano una vera e propria "sacca" di *leverage* nascosta: se si considera la crescita del *leverage* del settore finanziario in aggregato essa risulterebbe non preoccupante, poiché, come visto in precedenza questa è stata addirittura in diminuzione negli anni precedenti la crisi. Ma se ci si focalizza su

⁶⁴ E' il caso del Giappone in cui il leverage del sistema finanziario e' diminuito dal 2002 ad oggi, oppure il caso della Svizzera in cui si registra una lieve diminuzione dal 2002 al 2004.

⁶⁵ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op.cit. pp. 27-30.

⁶⁶ Bear Sterns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merril Lynch e Morgan Stanley.

⁶⁷ Vedi Glossario.

particolari soggetti all'interno del settore, come quelli poc'anzi presi in considerazione, allora si scopre come questi abbiano utilizzato un'eccessiva leva finanziaria, che si scosta considerevolmente dalla media.

In definitiva quindi, la media di settore avrebbe raffigurato una situazione che non comprende la pericolosità della condotta, per esempio, dei *broker-dealers* americani, trascurando quindi i relativi rischi, che si trovavano nascosti in settori definiti.

4.3 Households

Anche nel caso degli *households* consideriamo sempre i due diversi oggetti di studio: da un lato il volume del debito e dall'altro il livello di leva finanziaria. Il primo lo si calcola tramite l'indicatore tradizionale dato dal rapporto tra il debito di settore e il PIL.

Quando invece si vuole analizzare il livello di *leverage* utilizzato, un classico rapporto debito su attività detenute (che poi nel nostro caso sono principalmente immobili) non permette di far trasparire un valore affidabile, a causa della bolla immobiliare che ha fatto aumentare i prezzi delle attività (le abitazioni).

Infatti se si considera un aumento costante dei prezzi dovuto ad una bolla immobiliare, si osserva come un indice debito su *assets* risulti falsato: il valore degli *assets* infatti aumenta costantemente, non per un miglioramento dei fondamentali, ma semplicemente per effetto della bolla che fa aumentare i prezzi degli immobili, realizzando una diminuzione dell'indice che non è però seguita da una reale diminuzione del debito, che resta invece invariato⁶⁸.

⁶⁸ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op.cit., pp. 23-25.

Tutto questo, migliorando l'indice di riferimento, potrebbe nascondere un'eccessiva leva finanziaria, che invece non viene celata da un indice formato con il rapporto debito su reddito disponibile.

In altre parole, il debito degli households é salito molto non rispetto al valore degli immobili (che é cresciuto anch'esso a causa della bolla immobiliare), ma rispetto al reddito che i proprietari degli immobili percepiscono. Ecco perché é fondamentale usare lenti multiple quando si guarda a questo tipo di fenomeni, proprio per poterli osservare da diverse angolazioni. Questa crescita del rapporto tra debito dei proprietari e loro reddito (quindi della leva finanziaria) avrebbe dovuto allarmare.

Per fornire alcuni dati del fenomeno, relativi solo alla crescita del debito sul PIL e quindi non del *leverage*, possiamo ricordare che gli *households* americani hanno raggiunto un debito pari al 96% del PIL⁶⁹. Nel Regno Unito e in Svizzera, gli stessi hanno raggiunto rispettivamente un debito del 102% e del 121% del PIL⁷⁰.

Naturalmente c'è anche la necessità di approfondire gli aspetti più specifici dei fenomeni. Per esempio per ciò che riguarda la situazione della Svizzera, quest'indice é così alto a causa di una politica di incentivi fiscali per coloro che prendono mutui e, per questo, il debito ha una buona sostenibilità.

Dal versante opposto ci sono le eccezioni del Giappone e della Germania, in cui addirittura il rapporto debito su PIL degli *households* é diminuito durante il periodo 2000-2008.

⁶⁹ Questo valore si ottiene mettendo a rapporto il debito degli *households*, calcolato con il rapporto debito su reddito disponibile, e il PIL della nazione.

⁷⁰ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op.cit., pag. 23.

Il settore degli *households* presenta più di altri le cosiddette "sacche" di *leverage* e quindi andrebbe sempre esaminato con particolare attenzione nelle sue specificità.

Per esempio, tra gli households degli Stati Uniti, sono specialmente quelli che percepiscono redditi medi che si sono fortemente indebitati, costituendo una "sacca" di debito che probabilmente rimarrebbe nascosta se si utilizzassero esclusivamente medie di settore. Infatti è principalmente a questi clienti che le banche americane hanno dato mutui dietro scarse garanzie o anche laddove c'era una quasi inesistente storia creditizia.

E siccome è proprio a questo fenomeno che molti collegano una delle radici della crisi finanziaria americana risulta evidente l'importanza di realizzare queste analisi di maggior dettaglio.

Lo stesso metodo di analisi, d'altronde, avrebbe evidenziato che tra gli households spagnoli sono quelli a più basso reddito ad aver avuto i maggiori problemi.

4.4 Le aziende

Nel settore delle aziende, un affidabile strumento per misurare il *leverage* è il rapporto debito su *equity* che, negli anni che hanno preceduto la crisi é rimasto stabile, se non addirittura diminuito, in quasi tutte le economie.

Questa stabilità é da collegare principalmente agli alti profitti e all'ottima congiuntura riscontrata su tutti i principali mercati, che hanno aumentato il valore dell'equity, riducendo il rapporto debito su equity, ovvero il leverage.

Dietro questo trend generale però ci sono due eccezioni: il settore delle "commercial real estate" e quello delle aziende acquistate tramite leveraged buyout, che rappresentano due vere e proprio "sacche" di leverage, specialmente nell'economia statunitense e non è difficile capire il perché.

Infatti, il primo utilizza per sua natura una leva finanziaria elevata a causa della presenza di molte immobilizzazioni nei bilanci delle società che ne fanno parte. Questo *leverage* poi é cresciuto ancora di più grazie ai meno stringenti requisiti per la concessione di prestiti da parte delle banche e grazie alla crescita del prezzo degli immobili (che ha quindi accresciuto il patrimonio di queste società, fatto principalmente di immobili, permettendogli di aumentare ulteriormente il loro *leverage*).

Un problema che si porrà nei prossimi anni è quello di "rifinanziare" il debito di queste società: negli Stati Uniti si stima si avrà una mole di debiti per un valore vicino ai 1.300 miliardi di dollari in scadenza tra il 2010 e il 2014⁷¹, il cui rifinanziamento sarà una sfida ancora più dura se i mercati finanziari resteranno deboli.

Il metodo settoriale che stiamo esaminando è particolarmente importante proprio nel settore immobiliare.

In uno studio condotto da Rogoff e Reinhart⁷², si rileva che la rapida crescita dei prezzi degli immobili è spesso stata al centro di importanti crisi finanziarie. Gli

-

⁷¹ McKinsey Global Institute, *ibidem*, pag. 25.

⁷² Reinhart Carmen & Kenneth Rogoff, "This time is different: eight centuries of financial folly", Princeton University Press, 2009.

autori trovano, infatti, un'alta correlazione tra le crisi bancarie e i periodi di crescita esponenziale dei prezzi degli immobili.

Questa correlazione è dovuta ad una serie di motivi che principalmente risiedono nelle peculiarità che caratterizzano le imprese di *real estate* e i loro rapporti con le banche.

In primo luogo, c'é una correlazione positiva tra il valore degli assets e la disponibilità di credito (per esempio tramite strumenti quali il loan-to-value ratio), per cui più crescono i valori degli immobili, più queste società dispongono di forti garanzie verso gli intermediari finanziari e possono quindi prendere a prestito cifre più alte. Questo meccanismo è quello che spesso accompagna la formazione di bolle immobiliari e che mette in difficoltà le banche quando la quantità di debito raggiunge livelli eccessivi.

Poi c'è il *moral hazard* delle società di "real estate" che hanno grandi profitti se l'investimento va bene e perdite a carico di investitori e banche se va male (derivanti dal fatto che agiscono tramite alto *leverage* per le operazioni che solitamente svolgono).

Inoltre, c'é una diffusa mancanza di trasparenza dovuta al fatto che la maggior parte di queste società sono private e quindi non rendono note informazioni sul loro conto, non permettendo un agevole studio interno del settore.

Infine, a causa dei tempi lunghi necessari a questo business (si pensi al tempo che si impiega per terminare un progetto di costruzione di abitazioni o altri tipi di immobili) possono verificarsi grandi variazioni di prezzo se c'é un cambiamento repentino della domanda, mettendo in difficoltà in primis queste aziende e di conseguenza anche le banche che hanno fornito loro credito.

Tutti questi fattori incidono notevolmente sulla salute del sistema bancario e finanziario di una nazione.

Per ciò che riguarda, invece, le aziende acquistate tramite *leveraged buyout*, guardando ai dati empirici, ci si rende conto di come il *leverage* mediamente utilizzato dagli operatori del settore sia aumentato notevolmente, man mano che anche il numero e la dimensione di queste operazioni aumentavano.

Negli Stati Uniti, le società acquistate tramite *leverage buyout* nel 2005 utilizzavano una leva finanziaria, definita come rapporto tra debito ed *equity*, che era in media 4 volte superiore a quella che veniva utilizzata dalle principali imprese americane nel 2002.

Come per il settore immobiliare, anche qui tra il 2009 e il 2014 ci sarà un ammontare di debiti da rifinanziare a livello mondiale vicino ai 1.000 miliardi di dollari e a livello americano di 434 miliardi⁷³.

4.5 Gli stati

Il rapporto debito pubblico su PIL è l'indice che si utilizza per calcolare l'indebitamento degli stati. Questi sono entrati nella crisi con un livello abbastanza stabile di debito. Infatti, non si sono riscontrate variazioni apprezzabili dal 2000 al 2008 se non in poche nazioni, grazie anche alla crescita sostenuta del PIL di molte economie. Per esempio negli Stati Uniti si é vista una diminuzione dell'indice di circa il 2% all'anno, dovuta ad una forte crescita economica, nonostante il debito accumulato per la guerra in Iraq e Afghanistan.

⁷³ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op.cit. pp. 25-27.

Anche in Italia, Spagna e Svizzera il rapporto debito pubblico su PIL é diminuito tra il 2000 e il 2008. Nel nostro paese, il debito pubblico era il 107% del PIL nel 2000 ed ha raggiunto il 105.8% nel 2008. C'è però da considerare che nel primo semestre del 2010 ha raggiunto il 115,6%⁷⁴, a causa soprattutto della caduta del PIL. In Svizzera il debito pubblico è passato dal 45%L nel 2000 al 37% nel 2007. In Spagna era il 63% del PIL nel 2000 ed è diventato il 56% nel 2008.

Il debito pubblico rispetto al PIL è invece aumentato nel Regno Unito, in Francia e in Germania. Nel Regno Unito si è passati da un 42% nel 2000 ad un 59 % nel 2009. In Francia si è verificato un aumento maggiore, essendo passato da un 59% nel 2000 ad un 80 % nel 2009. Infine in Germania il debito pubblico era il 59% del PIL nel 2000 ed è diventato il 73% nel 2009.

Per ciò che riguarda invece le prospettive di crescita nei prossimi anni, in un'ottica di lungo termine che arriva al 2020, si rimanda al paragrafo precedente "Il nuovo mondo davanti ai nostri occhi", in cui si prevede una situazione molto meno rosea di quella appena descritta, principalmente a causa dei grandi piani di sostegno all'economia stanziati dai singoli governi durante la crisi finanziaria. Per molte nazioni occidentali è prevista una crescita sostenuta del rapporto debito pubblico su PIL tale da superare in molti casi il valore del 100%.

⁷⁴ la Repubblica - Affari e Finanza, 26 Aprile 2010.

Capitolo 5

5.1 Introduzione al processo di deleveraging

Prima di iniziare a trattare di *deleveraging*, è essenziale comprendere due aspetti del fenomeno che andremo a trattare.

Quando si parla di *deleveraging* non si intende sempre la diminuzione del rapporto debito complessivo su PIL di una nazione.

In realtà ci sono molti ambiti all'interno dell'economia di un paese in cui il deleveraging può avere luogo: per esempio esso si può verificare solo all'interno degli households e magari in controtendenza rispetto ad un aumento del livello complessivo di debito dell'economia.

Il secondo aspetto da tenere in considerazione è l'importanza dello strumento di riferimento con cui si misura il grado di leverage di una economia, in relazione alla quantificazione del *deleveraging*.

Esso infatti non è univoco, ma cambia a seconda del contesto in cui ci si trova. Se, per esempio, stiamo trattando il *deleveraging* di una intera economia nazionale, che ricomprende, quindi, tutti i settori economici, un indicatore adeguato sarà quello del rapporto tra debito complessivo e PIL. Ma se, invece, stiamo trattando il *deleveraging* del solo settore degli *households*, allora lo strumento di riferimento per quantificare la leva finanziaria (e quindi anche il *deleveraging*) sarà quello del rapporto tra lo stock di debito e il reddito disponibile nello specifico settore.

Infatti, come già spiegato precedentemente, un indice formato con il rapporto tra debito e *assets* detenuti, che si sarebbe tentati di usare in questo contesto, potrebbe risultare falsato dal rigonfiamento conseguente ad una bolla immobiliare: essa farebbe crescere il valore degli *assets* (gli immobili), rendendo sistematicamente inferiore l'indicatore che dovrebbe segnalare un'eccessiva leva finanziaria, dato dal rapporto tra debito e *assets*.

Nel contesto sopracitato delle dieci economie sviluppate e dei quattro paesi emergenti, presi in considerazione dallo studio del McKinsey Global Institute⁷⁵, solo gli Usa, il Regno Unito e la Corea del Sud hanno incominciato a ridurre il loro rapporto debito complessivo su PIL⁷⁶. Questo ritardo da parte delle altre nazioni é dovuto anche ad un debito pubblico in crescita (per il sostegno dato all'economia) che é andato a bilanciare il *deleveraging* effettuato dagli *households*, lasciando il debito complessivo nei casi migliori invariato, in altri addirittura aumentato.

Il *deleveraging*, qui inteso come quello dei singoli soggetti operanti in un sistema economico, come per esempio singole aziende⁷⁷, può avvenire in diversi modi.

Una prima modalità è quella di aumentare il capitale tramite l'emissione di azioni (o comunque strumenti di partecipazione diretta), che è stato ampiamente utilizzato prima dell'avvento della crisi, durante la quale, invece, è diventato un metodo di difficile attuazione a causa della caduta della fiducia degli investitori.

⁷⁵ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc. op.cit.

⁷⁶ Come già detto nel Cap. 1, quando si parla di nazioni si considera generalmente il *deleveraging* di tutti i settori economici e non soltanto quello degli Stati (rapporto debito pubblico su PIL).

⁷⁷ In questo caso sappiamo che il *leverage* si misura come rapporto debito su *equity* e quindi per *deleveraging* si intende una diminuzione di questo rapporto, dovuta o ad una diminuzione del debito o ad un aumento della base di *equity*.

Una seconda modalità, che risulta essere molto funzionale quando si è vicini ad una crisi, è quella di trattenere i dividendi e non distribuirli, in modo tale da aumentare il capitale proprio. Anche questo metodo può, però, perdere di efficacia nel caso di una crisi così forte da ridurre il flusso di ricavi, dovuto a fenomeni quali una contrazione del credito, un aumento del costo del finanziamento o delle gravi perdite nel trading.

Inoltre, ed è la terza via, il capitale potrebbe essere rafforzato anche tramite l'emissione di strumenti ibridi, sempre nei limiti disposti dalla regolamentazione.

Ancora, il *deleveraging* può avvenire anche tramite la vendita di attività in bilancio di importanza non strategica, con un'operazione che andrebbe a dotare la società di nuova liquidità, con la quale si potrebbe ripianare parte del debito.

Questa modalità può però essere molto rischiosa a livello sistemico, nei casi critici in cui il mercato sia composto da molti soggetti in questa condizione di difficoltà e, quindi, tutti pronti a liberarsi di attività in bilancio.

Com'è facile prevedere, questo porterebbe ad un mercato con tanti venditori e pochi compratori, facendo crollare irrimediabilmente anche il prezzo delle attività detenute da coloro che non stanno vendendo.

Infine, il *deleveraging* può avvenire anche tramite una diminuzione del prestito ai clienti, che generalmente è caratteristico delle banche e che è particolarmente rischioso dal punto di vista di un possibile *credit crunch*⁷⁸.

È da sottolineare che, generalmente, non si persegue una sola delle modalità appena descritte, ma si sceglie un mix adeguato alle proprio esigenze.

-

⁷⁸ Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, and capital adequacy measures: key issues in the financial crisis and specific features of Italian banks", Dicembre 2008, pag. 8.

Nel caso, invece, della riduzione del debito complessivo di una nazione⁷⁹, ovvero quello in aggregato di tutti i settori economici, compreso quello pubblico, per *deleveraging* si intende, in un'ottica quantitativa, una diminuzione del rapporto debito su PIL di almeno il 10% per almeno 3 anni consecutivi⁸⁰.

Il McKinsey Global Institute stima che, per le economie che decidessero di affrontare questo cammino, ci si dovrebbe attendere "un processo di durata tra i 6 e i 7 anni, duranti i quali il rapporto debito su PIL scenderebbe di circa il 25% complessivamente. Il procedimento inizierebbe 2 anni dopo la crisi finanziaria e il PIL ricomincerebbe a crescere solo dopo 2 o 3 anni da questa"⁸¹.

5.2 Previsioni di *deleveraging*: paesi emergenti e paesi in via di sviluppo a confronto

Uno degli aspetti più interessanti di questa analisi del debito scaturisce dalla possibilità di utilizzare i dati raccolti per comprendere in concreto dove si realizzerà il *deleveraging* e in quali dimensioni: fare cioè delle previsioni probabilistiche rispetto alle informazioni che abbiamo oggi.

⁷⁹ Per misura del debito complessivo di una nazione si considera generalmente l'indicatore dato dal rapporto debito complessivo su PIL.

⁸⁰ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc. op.cit., pag. 13.

⁸¹ ibidem, pag. 40.

Uno studio che cerca di assolvere a questa funzione è quello effettuato dalla Deutsche Bank⁸², in cui si forniscono delle prospettive interessanti sui probabili deleveraging sia di paesi sviluppati che di paesi emergenti.

La premessa di base di questo studio è che l'uscita dalla crisi e la fine di questa politica fiscale e monetaria espansiva sarà lenta e impegnativa: "si prevede un aumento del debito complessivo tra il 2010 e il 2015 per molti paesi ma, contemporaneamente, grazie ad una crescita del PIL reale, sia gli interessi reali che il bilancio annuale dei paesi torneranno nella norma, permettendo una diminuzione del debito pubblico in molti paesi emergenti ed alcuni dei paesi sviluppati" 83.

L'analisi condotta nel documento sopra citato stabilisce tre livelli di debito pubblico (alto, medio e basso) e tre diversi tipi di tendenze future (verso la diminuzione del debito, verso la stabilità o verso la sua crescita) di lungo termine. Queste tendenze sono tutte relative ad un periodo successivo al 2020.

Per ciò che riguarda i livelli di debito, si considera un paese con un basso livello di debito uno che abbia un rapporto debito su PIL al di sotto del 73,7%. Un medio livello è tra il 73,7% e il 131,4%, mentre un alto livello è al di sopra del 131,4%⁸⁴. I valori della tabella di Fig. 10 sono tutti relativi al debito pubblico futuro dei paesi e non a quello attuale: i valori sono cioè le previsioni, fatte oggi, sulla dimensione dei debiti pubblici nel 2020. Per esempio, è previsto che l'Italia

33 -1. - . 1

⁸² Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010.

⁸³ ibidem, pag. 11.

⁸⁴ Nota bene: i valori sono stati calcolati rispetto alle previsioni della Deutsche Bank sui livelli di debito su PIL nel 2020 e quindi non sono valori attuali. Inoltre essi vanno intesi come valori "relativi", cioè che hanno senso solo se relazionati agli altri paesi. Per esempio una nazione che avrà un debito pubblico su PIL pari al 129% può essere considerata nella fascia media solo in termini relativi, cioè rispetto agli altri paesi, ma non c'è dubbio che in termini assoluti questo livello di debito sia altissimo per una nazione.

raggiunga un debito pubblico al di sopra del 131,4% del PIL, quando invece oggi si trova al 115% circa⁸⁵. Quello che potrà succedere dopo il 2020 ci è dato invece dalle tendenze future.

I paesi in cui si prevede un alto livello di debito pubblico sono, quindi, Grecia, Giappone, Portogallo, Stati Uniti e Italia.

Fig. 10 - Mercati sviluppati: livello attuale del debito e tendenze future							
Debito/Pil 2020 Tendenze	Basso (rapporto debito/PIL <73,7)	Medio (73,7 < rapporto debito/PIL <131,4)	Alto (rapporto debito/PIL > 131,4)				
In diminuzione	Austria, Danimarca, Svezia, Svizzera	Belgio, Canada	Italia				
Stabile		Germania, Irlanda, Spagna					
In crescita		Francia, Slovacchia, Gran Bretagna	Grecia, Giappone, Portogallo, USA				

Fonte: Deutsche Bank

Tra questi, l'Italia è l'unica nazione in cui si prevede una diminuzione del debito dopo il 2020. Invece Francia, Slovacchia e Gran Bretagna sono collocate tra i paesi con un debito medio e in crescita, ma bisogna comunque tenere conto del fatto che nel 2020 le previsioni indicano per loro un debito pubblico ben al di sopra del 90% in media.

Sicuramente sono in una ottima posizione le più virtuose Australia, Danimarca, Svezia e Svizzera.

Passando invece ai mercati emergenti, la situazione appare molto più tranquilla. Qui si è considerato, a causa di differenze strutturali forti, come basso un

⁸⁵ Affari e Finanza, 26 Aprile 2010, pag. 3.

rapporto debito pubblico su PIL inferiore al 20%, medio uno tra il 20% e il 52,2% e alto al di sopra del 52,2% ⁸⁶.

Si può notare come Repubblica Ceca, Ungheria, Romania e Turchia sono previste avere alti debiti pubblici nel 2020 e con una tendenza alla crescita. È da segnalare che l'India è prevista avere un debito pubblico relativamente alto (attorno al 55%) ma in decrescita rispetto alla situazione odierna. Qui le nazioni virtuose sono Cile, Indonesia, Messico, Perù e Russia, tutte con bassi debiti pubblici e previsti in decrescita.

Fig. 11 - Mercati emergenti: livello attuale del debito e tendenze future						
Livello attuale Tendenze	Basso (rapporto debito/PIL <20)	Medio (20 < rapporto debito/PIL <52,2)	Alto (rapporto debito/PIL > 52,2)			
In diminuzione	Cile, Indonesia, Messico, Peru, Russia	Argentina, Brasile, Cina, Colombia, Filippine, Sud Africa, Corea del Sud, Taiwan, Tailandia, Venezuela	India			
Stabile			Polonia			
In crescita			Cecoslovacchia, Ungheria, Romania, Turchia			

Fonte: Deutsche Bank

Questa analisi è sicuramente importante perché dà una visione di quello che potrebbe essere il mondo attorno a noi nei prossimi 10 anni, e questo anche se

-

⁸⁶ Anche questi sono tutti dati relativi a previsioni in ottica di lungo termine (anno 2020) e vanno prese più in termini relativi che assoluti come detto nella nota precedente.

considera solo due elementi: il livello di debito pubblico su PIL atteso e il trend (crescita, stabilizzazione, decrescita).

Certamente, però, mancano alcuni parametri non meno importanti: per esempio, la scadenza dei debiti e lo schema del pagamento degli interessi, la quantità di debito interno ed esterno, la politica monetaria.

Questi fattori non sono secondari: per esempio, è noto che una nazione che abbia una politica monetaria indipendente e la possibilità di emettere debito nella propria moneta e a lungo termine (come gli Stati Uniti o il Giappone), sia sicuramente in una posizione migliore nell'affrontare congiunture negative rispetto ad un paese senza una politica monetaria autonoma e fortemente dipendente dall'acquisto di propri titoli di debito da parte dell'estero (come Grecia e Portogallo)⁸⁷.

Questi sono sicuramente fattori essenziali che nello studio sopra analizzato non vengono presi in considerazione e che, quindi, potrebbero inficiare alcune previsioni.

Un altro fattore di rilievo è il tasso di risparmio nazionale, specie per quei paesi che gestiscono grandi quantità di debito. Se riescono a sopperire alle loro necessità finanziarie all'interno, sono di certo in una posizione privilegiata.

In quest'ottica, sia il Giappone che l'Italia hanno una buona capacità di finanziare il loro debito internamente, grazie soprattutto ad alti tassi di risparmio.

Al contrario Grecia e Portogallo non hanno questa fortuna e, in particolare, la Grecia ha difficoltà nel ridurre la sua forte dipendenza dal finanziamento estero.

⁸⁷ Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010, pag. 13.

Il finanziamento del debito pubblico dall'interno ha un altro rilevante vantaggio e cioè quello di poter contare su maturity più elevate.

Questo è un altro fattore che, per esempio, la Grecia sconta, avendo la maggior parte del suo debito pubblico a breve o medio termine e in più originato principalmente dall'aumento del consumo interno. Questo fa sì che da esso non ci si potranno attendere entrate nei prossimi anni, al contrario di quanto accadrebbe nel caso di un debito originato da investimenti che hanno un ritorno finanziario negli anni successivi. Questi sono tra i motivi che classificano la Grecia come una nazione con un debito in crescita.

A differenza di Grecia e Portogallo, molti paesi emergenti che hanno alti rapporti debiti pubblici su PIL e bassi tassi di risparmio sono invece caratterizzati da una continua accumulazione di capitale grazie ai flussi di investimenti diretti esteri che attirano (è il caso di paesi come Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Ungheria e Turchia). Questo fenomeno può porre le fondamenta per una bilancia dei pagamenti in positivo nel futuro, capace di ripagare il debito esterno e aumentare il risparmio interno.

5.3 Previsioni settoriali di deleveraging: la heat map

Il McKinsey Global Institute, nello studio sul *deleveraging* già più volte citato⁸⁸, ha costruito una "*heat map*" in cui si evidenziano i settori "caldi" delle nazioni, ovvero quelli con alte probabilità di *deleveraging*.

⁸⁸ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc. op. cit.

Qui la prospettiva è molto focalizzata sui diversi settori di ogni paese e tende ad essere più approfondita che nello studio della Deutsche Bank: infatti, come vedremo, per definire le effettive probabilità di ciascun settore, c'è bisogno di uno studio molto dettagliato.

Come già accennato in precedenza, quello che si riscontra è che non basta

		Azier	nde		Istituzioni Finanziarie
	Households	Aziende di edilizia	Tutti gli altri tipi di aziende	Stato	
Spagna	ALTA	ALTA	Misto A/B	BASSA	Misto B/M
UK	ALTA	ALTA	BASSA	BASSA	MEDIA
USA	ALTA	ALTA	BASSA	BASSA	MEDIA
Sud Corea	ALTA	MEDIA	BASSA	BASSA	MEDIA
Canada	ALTA	MEDIA	BASSA	BASSA	MEDIA
Italia	BASSA	MEDIA	MEDIA	MEDIA	MEDIA
Giappone	BASSA	MEDIA	BASSA	MEDIA	MEDIA
Svizzera	MEDIA	BASSA	BASSA	BASSA	MEDIA
Germania	BASSA	BASSA	MEDIA	BASSA	MEDIA
Francia	BASSA	MEDIA	BASSA	BASSA	MEDIA
India	BASSA	BASSA	BASSA	MEDIA	MEDIA
Cina	BASSA	BASSA	BASSA	BASSA	MEDIA
Brasile	BASSA	BASSA	BASSA	BASSA	MEDIA
Russia	BASSA	BASSA	BASSA	BASSA	MEDIA

Note:

1. Misto significa che il *deleveraging* riguarderà solo alcune porzioni del settore.

2.Con il termine "aziende di edilizia" si intendono sia le aziende pubbliche che quelle private.

Fonte: McKinsey Global Institute

semplicemente valutare la consistenza del debito. In passato, infatti, ci sono stati casi di economie con alti debiti⁸⁹ che hanno retto senza problemi per molti anni e

⁸⁹ In questo caso si fa riferimento all'indebitamento in maniera ampia, sia come rapporto debito pubblico su PIL nazionale, sia come rapporto debito complessivo dell'economia su PIL nazionale.

61

altre che invece, pur avendo un basso indebitamento, hanno affrontato "dolorosi" processi di *deleveraging*.

Fatta questa premessa, da questo studio risulta (vedi Fig. 12) che hanno alte probabilità di *deleveraging* gli *households* di cinque nazioni: Regno Unito, Stati Uniti, Spagna, Canada e Corea del Sud. Oggi il debito in questi settori è ai massimi storici ed è cresciuto drammaticamente dal 2000: per esempio è cresciuto dell'88% in Spagna e del 73% nella Corea del Sud.

È, inoltre, importante rilevare come in Spagna, Corea del Sud e Regno Unito più del 90% del debito degli *households* è a tasso variabile, esponendo quindi i debitori al rischio di ulteriori variazioni dei tassi.

Queste condizioni fanno quindi pensare alla necessità, per queste nazioni, di ridurre il debito degli *households* in misura consistente. In parte il processo è già iniziato in alcuni paesi: per esempio, la Corea del Sud ha introdotto ultimamente dei controlli regolamentari per rallentare la crescita dei mutui concessi.

Anche i settori immobiliari di altre tre nazioni hanno alte probabilità di deleveraging: Regno Unito, Stati Uniti e Spagna.

Il debito in questo settore è aumentato notevolmente grazie all'aumento dei prezzi degli immobili e alla grande diffusione dei *mortgage-backed Securities*, che hanno permesso un'espansione dell'offerta di credito. Con la crisi, però, la debolezza di questa situazione è apparsa con evidenza: i mutui che sono entrati in sofferenza sono raddoppiati rispetto ai valori prima della crisi⁹⁰.

In aggiunta, nei prossimi due anni andranno a scadenza molti mutui di durata quinquennale stipulati tra il 2005 e il 2007 in cui si prevedeva la restituzione

⁹⁰ International Monetary Fund, "Sustaining the recovery", World economic outlook, Ottobre 2009.

della somma totale data a prestito solo alla conclusione dei 5 anni e il pagamento periodico degli interessi. I soggetti che hanno stipulato questi mutui avranno gravi difficoltà nel rifinanziarli e si può, pertanto, facilmente prevedere un consistente delevaraging dovuto a numerosi defaults.

Un paese che è particolarmente interessante da osservare è la Spagna: essa infatti presenta complessivamente alte probabilità di *deleveraging*.

Per analizzare con chiarezza il caso di questo paese bisogna partire dalla creazione dell'euro nel 1999, che ha stabilizzato a livelli significativamente bassi i tassi di interesse spagnoli. Questo ha incoraggiato una crescita fortissima della domanda di credito e buona parte proprio nel settore immobiliare. Uno degli effetti di base è stato il rigonfiamento di una bolla immobiliare per la quale questo paese sta oggi pagando un prezzo altissimo.

Per comprendere meglio le dimensioni del fenomeno, basti pensare che nel 2008 il 60% del debito stipulato in Spagna era collegato all'acquisto di immobili. Inoltre l'11% del PIL spagnolo, poco prima della crisi, era prodotto da società di costruzioni.

Per questo oggi la Spagna presenta un settore immobiliare, come detto prima, che ha alte probabilità di *deleveraging* e con questo anche il settore delle aziende e parte del settore finanziario, ma di quest'ultimo solo quella parte composta dalle piccole banche.

L'Italia, in questo schema, presenta moderate probabilità di *deleveraging*, tranne che per il settore degli *households* che hanno invece basse probabilità. Infatti, il nostro Paese presenta un basso debito privato, a differenza di altre nazioni come Usa e Regno Unito, condizione che dovrebbe garantire prospettive migliori rispetto a quelle che l'ammontare del nostro indebitamento statale farebbe presagire.

Passando alla questione dell'alto debito pubblico che caratterizza il nostro paese, se non ci si sofferma sul dato di superficie, si può vedere come l'Italia presenti una "debt servicing capacity" (vedi Glossario) che non supera di molto quella di altri paesi.

Infatti, il debito italiano "consuma" ogni anno l'11% delle entrate fiscali, che è un valore mediano tra quelli dei paesi sviluppati, dove gli USA sono attestati al 9% e il Giappone presenta un valore addirittura del 22%⁹¹. Questo indica una buona capacità dell'Italia di far fronte agli impegni imposti dal proprio debito.

Ad ogni modo sia l'Italia che il Giappone hanno moderate probabilità di deleveraging del loro debito pubblico, comparate con le scarse probabilità dei governi degli altri paesi. Per questi ultimi si prevede comunque una crescita del leverage nei prossimi due o tre anni, dovuta all'impegno costante che si è dovuto mantenere per sostenere le economie nazionali⁹².

Infine, a proposito delle economie emergenti quali Brasile, Cina, Russia e India, ci sono scarse probabilità di *deleveraging*. Qui c'è stato un basso utilizzo del *leverage* in tutti i settori economici, anche se la forte crescita del credito erogato nel primo semestre del 2009 in India e Cina potrebbe far pensare ad una futura diminuzione della qualità del debito e, quindi, all'insorgenza di problemi nel futuro.

⁹¹ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit etc. op.cit. pag. 36.

⁹² International Monetary Fund, "Sustaining the recovery", World economic outlook, Ottobre 2009.

5.4 Applicazioni concrete della heat map

La *heat map* avrebbe potuto essere molto utile per esaminare la situazione dei diversi settori prima della crisi e, forse, fare delle previsioni sugli effetti devastanti della recente crisi.

È quello che è stato fatto, purtroppo solo a posteriori, dai ricercatori del McKinsey Global Institute.

Essi, infatti, hanno applicato alla situazione del 2006 l'analisi svolta sulla condizione delle diverse nazioni nel 2009 (Fig. 13), cercando di comprendere come lo strumento avrebbe funzionato nel rilevare le "sacche" di debito dei diversi settori

Fig. 13 Probabilità di deliveraging per settore (su dati quarto trim. 2006)							
	Households	Aziende	Stato	Istituzioni Finanziarie			
Spagna	ALTA	Misto A/B	BASSA	MEDIA			
UK	ALTA	BASSA	BASSA	ALTA			
USA	ALTA	BASSA	BASSA	ALTA			
Sud Corea	ALTA	BASSA	BASSA	MEDIA			
Canada	MEDIA	BASSA	BASSA	BASSA			
Italia	BASSA	BASSA	MEDIA	BASSA			
Giappone	BASSA	BASSA	MEDIA	BASSA			
Svizzera	MEDIA	BASSA	BASSA	ALTA			
Germania	BASSA	MEDIA	BASSA	MEDIA			
Francia	BASSA	BASSA	BASSA	MEDIA			
Notes							

Note:

Misto significa che il processo riguarderà solo alcune porzioni del settore

Aziende esclude il settore dell'edilizia commerciale

Fonte: McKinsey Global Institute

in quel periodo.

Un risultato molto interessante è stata la constatazione che già nel 2006, gli *households* di Spagna, Corea del Sud, Regno Unito e Stati Uniti, avevano degli insostenibili⁹³ livelli di *leverage*.

Inoltre anche i settori finanziari degli Stati Uniti, del Regno Unito e della Svizzera erano pericolosamente indebitati. Nel secondo trimestre del 2009 questi settori finanziari hanno affrontato un *deleveraging*, che li ha portati su livelli di leva finanziaria più bassa.

5.5 Utilità del conoscere le dinamiche del leverage

Avere informazioni dettagliate sulla quantità di *leverage* presente nei diversi settori di un'economia e su come questo si è andato a formare è senza dubbio importante.

Purtroppo, normalmente non sono disponibili livelli di informazione adeguati perché manca una raccolta "granulare" dei dati.

Questa è essenziale specialmente quando si vuole andare in profondità nei diversi settori economici, magari distinguendo, in quello delle istituzioni finanziare, tra le banche e tutti gli altri tipi di soggetti o, nel campo delle aziende, distinguendo tra i diversi tipi di business.

⁹³ Per un approfondimento del concetto di insostenibilità, vedi paragrafo 5.6 "La sostenibilità del debito".

Per rendere possibile questo tipo di analisi sarebbe importante che fossero creati, nei prossimi anni, dei database del *leverage*, che potrebbero risultare molto utili anche in altre numerose circostanze.

Un esempio di applicazione pratica potrebbe essere, per le banche, l'inclusione, nei loro modelli interni di rischio, dei dati sul *leverage*, proprio per tenere sotto controllo il livello di leva finanziaria nei diversi settori dell'economia (che é ovviamente rischioso, specialmente se non si é coscienti della sua dimensione), e per identificare le così dette "sacche" di debito⁹⁴.

La disponibilità di questi dati, inoltre, sarebbe utile anche per gli organismi che si occupano di politica monetaria e per le banche centrali, che potrebbero, con queste informazioni, indirizzare meglio le loro politiche. Semplici medie del debito nei settori economici, infatti, non sono sufficienti, proprio perché, come già detto, trascurano quei gruppi sottosettoriali che presentano un debito molto più alto della media settoriale.

Per questo é necessaria un'approfondita analisi, molto specifica, che sarà, poi, di supporto anche per meglio indirizzare il procedimento di *deleveraging*.

Per esempio, il settore degli households americano presenta una eccessiva leva finanziaria nella sua fascia di medio reddito, al contrario di quello spagnolo che ha un elevato leverage principalmente nella sua fascia di basso reddito. In questi due casi l'approccio deve essere diverso: nel primo, infatti, a seguito del deleveraging, si avrà una caduta dei consumi, a causa di un maggiore risparmio per diminuire il debito; nel secondo caso, invece, la diminuzione del debito si verificherà più spesso tramite defaults.

⁹⁴ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc. op.cit.

Così nel primo caso, la caduta dei consumi, renderà più lenta la crescita economica, nel secondo, invece, i *defaults* smaltiranno la quantità di debito accumulata, lasciando invariati i consumi, ma causando gravi problemi alle banche e agli investitori.

5.6 La sostenibilità del debito

La sostenibilità del debito di un'economia o anche solo di un settore è un concetto molto delicato da analizzare.

La quantità complessiva di *leverage*, infatti, non si è dimostrata un indicatore sempre adeguato: ci sono state nazioni capaci di mantenere un alto livello di *leverage* senza problemi per parecchi anni e altre che invece, pur utilizzando una bassa leva finanziaria, hanno riscontrato una scarsa sostenibilità e hanno quindi dovuto affrontare un processo di *deleveraging* con forti cadute del PIL⁹⁵.

Perciò c'è la necessità di usare "lenti multiple", approfondendo la condizione di ogni singolo settore di una nazione con diversi tipi di indicatori tecnici.

Essi devono essere, naturalmente, diversi a seconda del settore economico preso in considerazione, ma possiamo individuare cinque finalità conoscitive comuni a tutti⁹⁶.

In primo luogo, è importante comprendere la dimensione complessiva del leverage nel settore oggetto di studio, meglio se paragonato a quello di altre

⁹⁵ Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010.

⁹⁶ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc. op. cit.

nazioni. Per fare qualche esempio di indicatore utilizzato, nel caso degli *households*, puo' essere il rapporto debito su reddito disponibile, nel caso delle aziende, il rapporto tra debito ed *equity*.

La crescita del *leverage*, confrontata con trend storici o con quella di altre economie, può fornire importanti informazioni.

Infatti un veloce aumento della leva finanziaria in un settore economico può indicare i maggiori rischi relativi ad *assets* di minore qualità in entrata nei bilanci delle banche, che sono le prime che forniscono le fonti di finanziamento con le quali un settore economico si indebita: se c'è un'alta crescita dei prestiti da parte delle banche, c'è spesso una relativa diminuzione della qualità degli standard creditizi e quindi più rischi.

Nel caso degli *households* un'indicazione utile può essere fornita dal tasso di crescita reale annuale del rapporto debito su reddito disponibile.

Per le aziende, invece, un indice interessante può essere il tasso di crescita reale annuale del rapporto debito su *equity*.

Indicazioni importanti possono, poi, venire dalla capacità di far fronte al debito (la cosiddetta "debt servicing capacity"), che è la capacità di un soggetto di sostenere il debito e i suoi interessi alle dovute scadenze e si misura come percentuale di interessi e pagamenti principali rispetto alle entrate complessive.

È un indice che ci fornisce un'idea sulla capacità di affrontare pagamenti, per il debito accumulato, alle scadenze previste.

Nel caso degli stati essa si misura come rapporto tra gli interessi sul debito pubblico pagati e il gettito fiscale.

Per le aziende tale capacità viene calcolata come rapporto tra l'*EBITA* e gli interessi sul debito.

Un altro indicatore può essere quello che cerca di comprendere la maggiore o minore vulnerabilità del singolo soggetto (anche una nazione) rispetto alle variazioni del flusso di entrate. È chiaro che gli agenti che presentano maggiore volatilità degli incassi dovrebbero mantenere minori livelli di indebitamento. Ad ogni modo si possono bilanciare questi rischi mantenendo riserve, depositi di liquidità e attività liquide tali da coprire eventuali difficoltà finanziarie e, quindi, giustificare più alti livelli di *leverage*.

Nel caso delle nazioni, la vulnerabilità alla volatilità delle entrate si calcola con il rapporto tra il debito netto e il PIL.

Nel caso delle aziende si calcola come la liquidità in eccesso rispetto al totale degli impieghi, in cui all'aumentare della liquidità migliora la capacità di far fronte ad una diminuzione inattesa delle entrate.

Infine, abbiamo l'indicatore che valuta la vulnerabilità dei soggetti alla maturity delle attività detenute e alla variabilità dei tassi di interesse di queste ultime. È logico pensare che un'istituzione che ha attività a breve termine e a tassi di interesse variabili presenti criticità maggiori di un'altra istituzione che abbia attività a tassi fissi e con una maturity di lungo termine. La prima avrà una migliore capacità di sostenere più alti livelli di leverage⁹⁷.

Nel caso degli *households* questa incidenza si misura come percentuale dei mutui a tasso variabile rispetto ai mutui complessivi.

⁹⁷ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc. op.cit. pag.32.

Nel caso delle aziende essa va misurata come percentuale del debito a breve termine rispetto al totale degli impieghi.

Per gli Stati generalmente si fissa un limite di sicurezza del rapporto debito pubblico su PIL che non va oltre il 60% per i paesi sviluppati e uno del 40% per i paesi emergenti⁹⁸.

In realtà, la sostenibilità del debito è una condizione molto difficile da valutare: come già detto, ci sono state economie capaci di reggere una quantità di debito alta e altre che hanno avuto fortissime crisi pur con un modesto indebitamento pubblico.

È evidente che avere un debito rappresenta, per gli Stati, un fattore di rischio tanto più grande quanto maggiore è il prestito contratto. Essi, infatti, periodicamente dovranno presentarsi sul mercato dei capitali e convincerlo della loro futura solvibilità, pena il default.

Questo in alcuni casi può ridurre anche sensibilmente l'autonomia dei governi e costringerli a comportamenti tesi a guadagnare un giudizio positivo da parte delle società di rating.

I pericoli naturalmente aumentano in situazioni come l'attuale, in cui, a causa dell'aumentata richiesta di prestiti conseguente alla crisi, è logico attendersi una crescita dei tassi d'interesse, con il rischio che, per alcuni paesi, possano crearsi situazioni d'insostenibilità oppure si inneschi il così detto "crowding-out effect", cioè la "fuga" degli investitori dall'acquisto dei titoli di debito di quel paese, con conseguente default.

⁹⁸ Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010, pag. 16.

In queste condizioni sarà fondamentale il buon funzionamento di patti sovranazionali, che possano tener lontana la speculazione: così una revisione del Patto di Stabilità e Crescita dell'UE, messo a dura prova in questi mesi, appare davvero indispensabile.

E proprio in questi giorni (giugno 2010), infatti, i paesi europei hanno cominciato a riunirsi per definire un quadro di riferimento, all'interno del quale affrontare la situazione del tutto nuova ed imprevista fino a qualche mese fa che la crisi ha determinato.

E' subito emersa, tra le altre cose, la necessità di verificare se non sia arrivato il momento di modificare la definizione di sostenibilità del debito, per far sì che tenga conto, oltre che di quello pubblico (criterio previsto nel Trattato di Maastricht), anche di altri fattori come debito e risparmio privati, debito estero e interno, debiti impliciti come la sostenibilità o meno dei sistemi pensione o del settore finanziario. Anche questi elementi, d'altronde, contribuiscono in modo decisivo all'equilibrio macroeconomico di un Paese.

Una revisione del trattato si impone, d'altra parte, non solo per tener conto delle lezioni che si possono ricavare dagli avvenimenti recenti, ma anche per adeguarne le regole alle attuali condizioni dei Paesi membri. Solo in questo modo si eviterà che requisiti ormai impossibili da sostenere vengano di fatto impunemente da tutti violati, come già successo in passato, indebolendo così in modo irreparabile l'immagine della Comunità.

La situazione di crisi economica generale e lo sforzo straordinario fatto dalle pubbliche amministrazioni per farvi fronte non possono avere come conseguenza solo un programma di tagli più o meno duri alla spesa pubblica per riportare le diverse economie europee nei vincoli del Trattato di Maastricht.

Capitolo 6

6.1 Deleveraging: casi di studio e analisi

In questo capitolo ci proponiamo di analizzare come è stato svolto il deleveraging in passato. Per far questo prenderemo come base lo studio del McKinsey Global Institute⁹⁹, in cui sono stati presi in considerazione 45 episodi di deleveraging verificatisi a partire dalla Grande Depressione.

Il primo fatto che emerge è che in ben 32 di questi casi il *deleveraging* ha avuto luogo dopo una crisi finanziaria. Inoltre, in alcuni dei casi descritti la diminuzione del debito si é avuta solo nel settore pubblico, in altri solo in quello privato, in altri ancora in entrambi.

Altro dato importante è che ogni grande crisi finanziaria è stata inevitabilmente seguita da un procedimento di *deleveraging*: questa constatazione ci fa ritenere altamente probabile che avvenga lo stesso anche dopo questa crisi.

Uno dei casi più importanti (ed anche tra i piu' curiosi) in cui si è verificato il deleveraging senza che ci fosse stata una crisi è stato quello dell'Egitto tra il 1975 e il 1979, in cui il PIL del paese crebbe notevolmente dopo la guerra con Israele, circostanza che, aumentando il denominatore, causò una diminuzione del rapporto debito su PIL.

Un altro caso è stato quello della Nigeria tra il 1968 e il 1971, in cui, grazie ad un boom petrolifero, il PIL aumentò notevolmente.

⁹⁹ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc. op.cit.

Per l'Italia si può ricordare l'alta inflazione che, tra il 1975 e il 1981, provocò una crescita sostenuta del PIL nominale, con conseguente riduzione del rapporto tra il debito e il PIL stesso.

Passando a trattare i casi di *deleveraging* avvenuti dopo le crisi, iniziamo con il dire che tutti gli episodi storici verificati possono essere fatti rientrare in quattro tipologie (archetipi): il "belt-tightening", l'alta inflazione, i "massive defaults" e il "growing out of debt".

Il belt-tightening (letteralmente stringere la cinghia), chiamato anche "periodo di austerità", è sicuramente la tipologia più comune e si verifica quando un aumento del tasso di crescita del PIL nominale fa si che quest'ultimo sia maggiore del tasso di crescita del debito, creando così una tendenza alla diminuzione del rapporto debito complessivo su PIL, che però non significa anche un arresto della crescita complessiva del debito. Infatti, solo in rari casi si è constatata una diminuzione dello stock complessivo di debito, mentre è più frequente un semplice rallentamento della sua crescita, contemporaneo all'aumento del PIL.

L'alta inflazione permette un *deleveraging* tramite un aumento dei prezzi che aumenta il PIL nominale e fa quindi diminuire il rapporto tra debito complessivo e PIL. Questo è il caso della Spagna dal 1976 al 1980 oppure quello dell'Italia dal 1975 al 1987¹⁰⁰. Questa modalità è spesso conseguenza anche della presenza di una banca centrale debole e non indipendente che quindi è facilmente influenzabile dal governo per ciò che riguarda la politica monetaria.

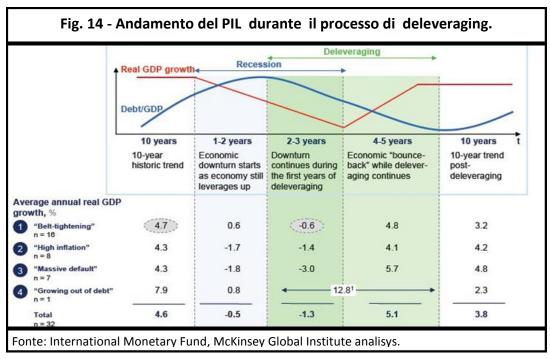
Quello dei *massive defaults* è il caso in cui l'ammontare di debito si riduce a causa di numerose insolvenze da parte del settore privato e/o pubblico. Esempi sono stati quello della Grande Crisi tra il 1929 e il 1933 e quello dell'Argentina tra il

¹⁰⁰ Il caso dell'Italia è singolare proprio perché non si verificò nessuna crisi finanziaria e il deleveraging iniziò spontaneamente, trainato dall'aumento dei prezzi.

2002 e il 2008. Le insolvenze fanno diminuire lo *stock* di debito complessivo e portano quindi ad una diminuzione del rapporto debito complessivo su PIL.

Infine, il così detto *growing out of debt* (la crescita reale dell'economia riduce il rapporto debito su PIL) è l'archetipo in cui si verifica una forte e rapida crescita del PIL reale di una economia e questo porta il rapporto debito su PIL a decrescere. In genere queste crescite sono dovute a guerre o boom petroliferi, come nel caso americano tra il 1938 e il 1943 (cioè durante e subito dopo la Seconda Guerra Mondiale), oppure il caso della Nigeria tra il 2001 e il 2005, o quello dell'Egitto tra il 1975 e il 1979.

Ad ogni modo, il modello che si è verificato sicuramente più spesso nella storia è quello del *belt-tightening*.



Le condizioni economiche attuali fanno pensare che sarà proprio questa la modalità con la quale la maggior parte dei paesi usciranno dal grande carico di debito che stanno accumulando.

La Fig. 14 descrive l'andamento del rapporto debito su PIL e la crescita di quest'ultimo nel tempo (in percentuale). La rappresentazione grafica è basata sui dati percentuali medi di crescita annua del PIL nei 32 casi di deleveraging presi in considerazione nello studio della McKinsey. Da questi dati si può vedere come, se le economie mondiali dovessero affrontare il cammino del *deleveraging*, ci si dovrebbe attendere un iter di durata tra i 6 e i 7 anni, durante i quali il rapporto debito complessivo su PIL scenderebbe di circa il 25%. Il procedimento inizierebbe 2 anni dopo la crisi finanziaria e il PIL ricomincerebbe a crescere solo dopo 2 o 3 anni da questa.

6.2 Premessa ai casi di studio

Adesso analizzeremo due importanti casi di *deleveraging* avvenuti recentemente: quello della Finlandia dal 1991 al 1998 e quello dell'Argentina dal 2002 al 2008.

Quando si parla di *deleveraging* bisogna ben distinguere i procedimenti iniziati in seguito ad una crisi finanziaria da quelli prodotti da una spontanea, ma spesso non meno obbligata, decisione delle autorità nazionali.

In questo testo si è scelto di analizzare due casi in cui il *deleveraging* è stato effettuato a seguito di una crisi finanziaria poiché rappresentano situazioni più simili all'attuale.

Inoltre si rileva come dopo la maggior parte delle crisi finanziarie si sia avuto l'avvio, con le tempistiche sopra indicate, di un procedimento di *deleveraging* più o meno forte.

¹⁰¹ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit etc. op.cit. pag. 40

6.3 Finlandia 1991-1998: il ruolo delle esportazioni nella uscita dalla crisi

Il caso della Finlandia è contraddistinto da un *deleveraging* del tipo "belt-tightening", che si verifica al culmine dello scoppio di una bolla creditizia iniziata a crescere intorno al 1980.

Prima di iniziare a trattare questo caso, bisogna notare come la situazione finlandese non era gravata da un grande debito, specie se comparato con molte economie di oggi: il rapporto debito complessivo su PIL, infatti, aveva raggiunto al culmine un picco del 108%¹⁰². Questo avvalora la tesi secondo cui la sostenibilità del debito dipende molto dalla struttura economica di una nazione: cosi, nonostante il basso livello di leva finanziaria, la Finlandia ha scontato una delle recessioni più forti degli ultimi cinquant'anni.

Tutto comincia all'inizio degli anni '80, quando una stretta regolamentazione bancaria, che ha imposto fino a quel momento forti restrizioni all'entrata di nuovi capitali dall'estero (un regime di scarsissimi rischi con un mercato finanziario quasi inesistente¹⁰³), viene radicalmente cambiata.

Il Governo decide, infatti, di iniziare una stagione di liberalizzazioni all'interno del sistema finanziario. La *deregulation* che segue porta un allentamento del controllo sui tassi di interesse, l' emissione di prestiti a tasso variabile con una contemporanea diminuzione del livello di garanzie necessarie per accedervi e, quel che è più importante, l'apertura ai capitali esteri.

77

¹⁰² Jonung Lars, Kiander Jaakko, Pentii Vartia, "The great financial crisis in Finland and Sweden", Dicembre 2008.

¹⁰³ Kiander Jaakko, "The great depression of Finland 1990-1993: causes and consequences".

Il risultato è che dal 1986 al 1989 si registra un'alta crescita del credito, quantificabile in media in un 15% dal 1986 al 1991^{104} , che fa lievitare il rapporto debito su PIL da un 75% ad un 108% nel 1991^{105} .

Questa grande affluenza di capitali ha comportato una crescita degli investimenti e, in particolare, ha dato il via al rigonfiamento di una bolla speculativa di grandi dimensioni, sia nel settore finanziario che in quello immobiliare.

Per avere un' idea dell'importanza del fenomeno, si pensi che in quegli anni si ha una crescita del valore degli immobili finlandesi dell'80% mentre in borsa si registra un apprezzamento medio dei titoli del 300%.

Fino alla fine degli anni '80, insomma, la Finlandia sembra un ottimo paese in cui investire: essa, infatti, sta avendo un rapido sviluppo, legato anche alla crescita dell'Unione Europea che consente un rapido aumento delle esportazioni dirette in questa direzione e può avvantaggiarsi di un notevole flusso di investimenti e capitali in entrata, che consentono ottimi livelli di occupazione¹⁰⁶.

Questa situazione dura fino alla fine degli anni '80. In questo periodo diversi fattori interagiscono accelerando l'inizio della recessione finlandese.

Innanzitutto, c'è una contrazione della crescita economica internazionale e in particolare europea, seguita da un aumento dei tassi di interesse a livello mondiale.

¹⁰⁴ Caldentey Esteban Perez, Daniel Titelman, Ramon Pineda, "The current global financial crisis: what was really a "purely prime"?", Aprile 2009.

¹⁰⁵ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit etc. op.cit. pp. 76-77.

¹⁰⁶ Kiander Jaakko, "The great depression of Finland 1990-1993 etc. op.cit.

Poi, l'aumento dell'inflazione in Finlandia erode la competitività del paese e la dissoluzione di un grande importatore di prodotti finlandesi, quale l'Unione Sovietica, provoca un peggioramento della bilancia dei pagamenti, deteriorando la situazione economica.

Tutti questi avvenimenti portano la banca centrale finlandese a diminuire con decisione l'offerta monetaria nel 1990: i tassi di interesse a breve termine salgono da un 2% ad un 12% in due anni¹⁰⁷. Questo ha ripercussioni su tutti coloro che avevano preso mutui a tasso variabile, facendo aumentare i pagamenti in scadenza mentre in contemporanea si registra un crollo nel prezzo degli immobili sottostanti al mutuo, causato dallo scoppio della bolla immobiliare. Si verifica così una caduta del 50% del prezzo delle abitazioni mentre l'indice della borsa di Helsinki precipita di 70 punti percentuali.

Insomma, il benessere finlandese in pochi anni sembra essere scomparso e l'intero sistema economico cade in una profonda recessione. Le banche iniziano a registrare perdite causate da numerosi *defaults* sui prestiti concessi e il PIL cade di 13,3 punti percentuali accompagnato da un aumento della disoccupazione dal 5 al 18%¹⁰⁸.

Se paragoniamo questa crisi con quella recente americana ci rendiamo conto della sua gravità: negli Stati Uniti il PIL è diminuito del 3,7% e il tasso di disoccupazione è salito al $10\%^{109}$, dati entrambi molto inferiori rispetto alla situazione finlandese.

¹⁰⁷ Jonung Lars, Kiander Jaakko, Pentii Vartia, "The great financial crisis etc. op.cit.

¹⁰⁸ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc op.cit, pag. 77.

¹⁰⁹ International Monetary Fund, "Sustaining the recovery", World economic outlook, Ottobre 2009.

Nel 1991 inizia il *deleveraging* in Finlandia: dura per 7 anni, fino al 1998, e porta ad una caduta del rapporto debito su PIL del 73%.

Il procedimento può essere diviso in due fasi: la prima dura dal 1991 al 1994 ed è caratterizzata da una diminuzione del debito solo nel settore privato, la seconda fase inizia nel 1994 ed è caratterizzata da una notevole crescita economica.

Nella prima fase (1991-1994), gli *households* finlandesi, per far fronte al debito contratto, aumentano significativamente il risparmio, così come fanno anche le aziende, che riducono gli investimenti.

Queste due manovre portano ad un crollo del debito privato rispetto al PIL dal 103% al 57%¹¹⁰. Il debito pubblico, invece, aumenta notevolmente durante questi anni, passando da un 5% del PIL ad un 13%[®], poiché il governo vara una manovra aggressiva per stabilizzare il mercato finanziario e l'economia.

In sintesi, la prima fase di *deleveraging* ha portato una diminuzione del rapporto debito su PIL del 16%.

Un elemento importante da rimarcare è la forte svalutazione che la moneta finlandese, il *markka*, ha subito durante questi anni: essa è diminuita di valore del 27%, facendo aumentare la competitività internazionale del paese e favorendo il netto miglioramento della bilancia dei pagamenti.

L'azione di sostegno del governo e il deprezzamento del *markka* hanno contribuito notevolmente ad una forte crescita economica che è iniziata nel 1994 e che ci porta alla seconda fase del *deleveraging*.

.

¹¹⁰ Jonung Lars, Kiander Jaakko, Pentii Vartia, "The great financial crisis etc. op.cit.

Essa inizia alla metà degli anni '90 ed è caratterizzata da una crescita economica molto forte, accompagnata da una crescita del credito meno intensa, circostanza che ha causato una caduta del rapporto debito complessivo su PIL.

Elemento caratteristico della ripresa dell'economia finlandese, come già detto, è stato l'aumento del flusso di esportazioni, che ha compensato la bassa domanda interna, sostenendo e rafforzando l'economia finlandese, mentre era in atto il processo di *deleveraging*.

In complesso, durante la fase di *deleveraging*, il rapporto debito complessivo su PIL è caduto del $19\%^{111}$.

Ciò che ci insegna il caso finlandese è l'importanza della crescita delle esportazioni nette in funzione di supporto della crescita del PIL, mentre il consumo privato e gli investimenti crollano a causa dello sforzo di diminuzione del debito.

6.4 Argentina 2002-2008: riduzione del debito tramite "massive default"

Il deleveraging in Argentina è iniziato dopo una crisi finanziaria che ha colpito duramente il paese e le cui origini non risultano essere del tutto chiare: "quella argentina non è stata una crisi che ha colto di sorpresa le persone, ma è stata una faccenda protratta nel tempo, che ha interessato le migliori menti di Washington, Wall Street e Buenos Aires per mesi"¹¹².

¹¹¹ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit etc. pp. 76-77.

¹¹² Hausmann Ricardo, Andres Velasco, "Hard money soft underbelly: understanding the argentine crisis", Luglio 2002, pag. 2.

Le basi di una successiva instabilità vengono poste nel 1991, quando il governo argentino decide di combattere l'iperinflazione fissando permanentemente il rapporto di cambio del peso a quello del dollaro¹¹³: la banca centrale era tenuta a garantire un rapporto di uno ad uno tra le due monete e questa garanzia doveva essere mantenuta nel tempo. "I cittadini iniziarono ad utilizzare le due valute come se fossero la stessa, prendendo per esempio a prestito in dollari anche se gli stipendi erano pagati in peso"¹¹⁴.

I primi effetti furono positivi e, tra il 1991 e il 1997, si è registrata una crescita del 6,7% del PIL per anno (in media), una performance seconda solo a quella del Cile nell'America Latina¹¹⁵.

Contemporaneamente anche l'inflazione si mantenne a livelli bassi e gli argentini iniziarono ad assaporare questo nuovo regime di stabilità ed alta crescita. Il rapporto debito su PIL argentino nello stesso periodo raddoppiò per sostenere questa espansione, raggiungendo un livello del 100% nel 1999.

L'altro lato della medaglia, però, non tardò a rivelarsi e fu provocato dall'apprezzamento del dollaro che portò anche il peso a salire: il suo apprezzamento danneggiò le esportazioni e l'industria argentine.

A questa situazione già critica andarono ad aggiungersi alcuni avvenimenti a livello internazionale: la crisi asiatica nel 1998 che rese insolvente una parte del debito pubblico russo e causò una fuga generale degli investitori dai paesi emergenti compresa l'Argentina e la scelta del Brasile di svalutare la sua moneta

¹¹³ Hornbeck J.F., "The Argentine financial crisis: a chronology of events", 31 Gennaio 2002.

¹¹⁴ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit etc. op.cit. pag. 83.

¹¹⁵ Hausmann Ricardo, Andres Velasco, "Hard money soft underbelly etc.op.cit.

per attrarre investitori e migliorare le esportazioni, danneggiando contemporaneamente quelle dell'Argentina.

Nel 1999, quindi, l'Argentina cadde in recessione e il governo iniziò ad indebitarsi notevolmente, causando una diminuzione della fiducia degli investitori sulla capacità dello stato di assolvere al proprio debito: questo aggravò ulteriormente la situazione e provocò un aumento dei tassi di interesse.

In questo scenario, molti argentini decisero di trasferire i loro risparmi in conti bancari esteri, portando ad un vero e proprio *bank run* nel 2001. Il governo rispose ponendo dei limiti al ritiro di fondi dai conti correnti, provocando seri problemi di liquidità per l'economia argentina, che incominciava a sentire la stretta di un *credit crunch*¹¹⁶.

Dopo il rifiuto da parte del Fondo Monetario Internazionale di dare finanziamenti al governo, "il 30 Dicembre del 2001 il governo argentino annunciò che avrebbe sospeso i pagamenti del suo debito estero, iniziando una delle più grandi insolvenze di debito reale mai registrate"¹¹⁷.

Quattro giorni dopo iniziava la forte svalutazione, che segnò l'abbandono, da parte del governo, del rapporto di cambio fisso con il dollaro.

Nel 2002 il debito complessivo dell'Argentina ha raggiunto il 181% del PIL del paese¹¹⁸ e da quel momento è iniziato il *deleveraging* tramite la modalità del "massive default".

¹¹⁷ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit etc. op.cit. pag. 83.

¹¹⁶ Hornbeck J.F., "The Argentine financial crisis etc. op.cit. pag. 2.

¹¹⁸ Hornbeck J.F., "The Argentine financial crisis etc. op.cit.

Il debito pubblico è sceso dal 142% del 2002 al 45% del 2008, colpendo anche il settore privato: il rapporto debito privato su PIL è passato nello stesso periodo dal 39% al 19%, tramite insolvenze e restrizioni bancarie del credito.

Il processo è stato molto doloroso da un punto di vista sociale (nella fase più pesante si sono raggiunte percentuali del 20% sia per l'inflazione che per la disoccupazione), ma ha permesso all'Argentina di raggiungere una crescita dell'8% annuo dal 2002 in poi, aiutata anche dalla svalutazione del peso che ha facilitato le esportazioni e il turismo.

L'Argentina rimane l'esempio più importante di *deleveraging* tramite massive default.

6.5 Difficoltà di un processo di deleveraging oggi

Il particolare contesto economico, politico e sociale odierno potrebbe notevolmente rallentare il processo di *deleveraging*. Infatti saranno molti i paesi che saranno costretti ad intraprendere tale processo nello stesso periodo e, in più, questo dovrà avvenire in un'economia globalizzata. Questo comporta che alcuni strumenti molto utilizzati in passato saranno meno efficaci nella situazione attuale. Per esempio, in passato, si è utilizzato con profitto l'aumento delle esportazioni nette proprio per bilanciare la diminuzione di PIL che inevitabilmente si verificava durante il *deleveraging*¹¹⁹. In un'economia globalizzata, come quella odierna, questa possibilita' si presenta molto complicata.

¹¹⁹ Proprio come descritto nel paragrafo *"Finlandia 1991-1998: il ruolo delle esportazioni nella uscita dalla crisi"*.

Infatti, uno dei modi più utilizzati durante le fasi di *deleveraging* per compensare la caduta dei consumi è sempre stato quello di aumentare le esportazioni. Questo meccanismo funzionava in passato perché il processo riguardava un solo Paese che, quindi, applicando dosi più o meno massicce di svalutazione della moneta, riusciva a rendere le sue esportazioni più competitive. Quest'arma, però, in un momento in cui quasi tutti i paesi tentassero la stessa strada, si renderebbe inutile.

Quindi, se lo strumento delle esportazioni non può essere utilizzato, un deleveraging produrrebbe oggi una diminuzione più marcata del PIL di una nazione: questo la obbligherebbe o a diminuire l'intensità' della riduzione del debito e quindi a rallentare il processo, oppure a scontare degli effetti molto più dannosi sull'economia.

A questo primo aspetto si aggiunge il forte debito statale di molte grandi nazioni (Usa, Regno Unito e Spagna) che, previsto in ulteriore crescita, potrebbe bilanciare il *deleveraging* degli *households* e del settore immobiliare, lasciando l'ammontare di debito complessivo invariato.

Il fardello del debito minerebbe, quindi, una sostenuta crescita nei prossimi 5 o 10 anni per le nazioni più grandi¹²⁰.

D'altro lato, c'é un sostanziale rischio di ridurre o togliere del tutto il supporto all'economia prematuramente, facendola così ricadere entro breve tempo in un nuovo vortice recessivo (magari deflazionario).

Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010.

7. Conclusioni

Non è facile trarre delle conclusioni su un fenomeno quale quello che ha sconvolto le economie del pianeta e che, secondo alcuni, non ha ancora prodotto interamente i suoi frutti avvelenati.

Ciò che si può fare è fornire qualche indicazione sui possibili percorsi che sono davanti ai vari stati per garantire un recupero di stabilità dell'economia mondiale.

"Proprio sul versante del *deleveraging* ci soccorrono almeno due lezioni che possiamo trarre dalla crisi del '29.

Primo, i governi devono guardarsi dal ridurre le misure monetarie e fiscali di stimolo troppo presto, se vogliono evitare di uccidere sul nascere un'eventuale ripresa, come accadde nel 1938.

Secondo, i governi devono evitare che si mantengano pubbliche aspettative di una possibile deflazione, in modo da evitare che tutta l'economia rinvii spese ed investimenti e vada incontro così ad un disastroso blocco che, tra le altre conseguenze, farebbe anche impennare il rapporto debito su PIL.

Furono proprio questi errori di politica economica che causarono una deflazione all'inizio degli anni '30 ed una recessione nel 1938, che prolungarono la Depressione e resero il processo di *deleveraging* molto più doloroso." ¹²¹

Questa strategia di non deprimere l'economia deve, però, fare i conti con una situazione, abbastanza generalizzata specialmente nei paesi sviluppati, di forte debito pubblico. Per questo, il futuro economico di ogni paese dipenderà dalla

¹²¹ McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global etc., op. cit. ,, pag. 74

capacità dei governi di combinare interventi rivolti a riportare il debito a livelli di sostenibilità con azioni idonee a rilanciare l'"economia reale".

In questo scenario, ciascun paese sceglierà cosa fare in base al livello di debito raggiunto e alle possibilità minori o maggiori di spingere sulla leva fiscale, con tre obiettivi alternativi: stabilizzare il debito attuale oppure ridurlo ai valori di prima della crisi oppure ancora portarlo ad un livello che possa essere considerato di sicurezza (circa 60% del PIL per i paesi sviluppati e circa il 40% per quelli emergenti), in un arco temporale di 10 anni.

Per stabilizzare il debito al livello del 2010,¹²² i paesi emergenti, *nell'insieme*, potranno accettare un deficit primario (deficit di bilancio, al netto degli interessi sul debito) dell'1,2% del PIL ogni anno, impresa non impossibile, visto che, negli ultimi 5 anni, questi paesi hanno avuto un avanzo primario (surplus di bilancio, al netto degli interessi sul debito) dello 0,8% del PIL.

Per ciò che riguarda i paesi sviluppati, *nell'insieme* essi avranno bisogno, per raggiungere lo stesso obiettivo, di un avanzo primario annuo dello 0,5% del PIL, che è chiaramente un obiettivo piuttosto ambizioso se si considera che questi paesi negli ultimi dieci anni hanno avuto un deficit primario annuale medio dell'1,2%.

Se invece ci si pone un obiettivo più ambizioso, ovvero quello di riportare, in 5 o 10 anni, i livelli di debito pubblico alla situazione preesistente alla crisi (ci si riferisce all'anno 2007), il surplus da ottenere ogni anno per i paesi sviluppati è molto più alto: si va da un minimo di avanzo primario annuale dell'1% del PIL ad un massimo del 12% del PIL, se il *deleveraging* deve essere portata a termine nei prossimi 5 anni e da un minimo dell'1% ad un massimo del 6% del PIL se il termine temporale è di 10 anni.

Tutti i dati e alcune considerazioni relativi alle tendenze del debito sono tratti da Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010, pagg. 14-15.

I paesi emergenti, invece, potranno raggiungere i livelli di debito pubblico di prima della crisi con un processo molto meno "doloroso".

Purtroppo c'è da aggiungere che i livelli di prima della crisi non sono sempre obiettivi di sicurezza, soprattutto per quei paesi che già allora avevano un debito elevato.

Infine, l'obiettivo più impegnativo è di certo quello di portare il debito pubblico ai livelli considerati di sicurezza: 60% per i paesi sviluppati e 40% per quelli emergenti.

Per raggiungere questo livello Italia, Germania, Regno Unito, Stati Uniti, Francia, Portogallo, Belgio e Grecia dovrebbero raggiungere un surplus annuale dal 2,5% all'8% del PIL nei prossimi 10 anni traguardo che appare impossibile per la maggior parte di questi paesi, per lo meno se ci si attiene alla loro storia passata.

Naturalmente questi obiettivi sono fortemente condizionati dalle situazioni politiche dei singoli paesi e dalle scelte che i governanti potranno e vorranno fare.

Gli Stati Uniti, per esempio, che è il paese da cui tutto è cominciato, dovranno impegnarsi a modificare sostanzialmente il loro modello di vita, riducendo i consumi.

Provvedimenti in tal senso, però, è improbabile che possano essere approvati nel breve periodo.

Infatti appare difficile che Obama possa imporre scelte radicali a due anni dalle elezioni, in cui chiederà la sua riconferma e, soprattutto, in un momento in cui molti americani, già sotto shock per la crisi, si sono visti imporre un'epocale riforma sanitaria che li spaventa perché la vedono foriera di nuove tasse.

Quindi, è molto più ragionevole pensare che nel breve periodo non saranno prese misure molto stringenti per ridurre il debito.

È verosimile, invece, che Obama rivolgerà le sue attenzioni ad aiutare alcuni settori (la "green economy", ad esempio) che possono garantire una crescita veloce e significativa dell'economia e, quindi, una riduzione della disoccupazione. Qualche dispiacere, invece, potrebbe darlo al mondo finanziario, cui ha promesso provvedimenti tesi ad imporre condotte più prudenti e qualche sacrificio, facilitato in questo sia dall'appoggio della pubblica opinione, scandalizzata dalla condotta pre-crisi degli istituti finanziari (si pensi alle polemiche sulle retribuzioni dei banchieri) sia dal fatto che, a seguito degli interventi operati durante la crisi nel settore finanziario, lo stato è ormai uno dei protagonisti in quel settore.

Una riduzione dei consumi negli USA, probabilmente modesta nel breve periodo, ma che aumenterà nel medio, non può lasciare indifferenti noi europei e, in particolare, noi italiani, visto che molte delle nostre aziende esportano grandi quantità di beni verso il continente americano.

Sarà necessario che i paesi del vecchio continente trovino altri sbocchi (per esempio nei paesi emergenti), se vogliono cominciare ad abbassare il debito e, al tempo stesso, mantenere il loro tenore di vita.

L'Europa dell'euro rappresenta, nel momento in cui forse l'economia riacquista un minimo di stabilità, la grande incognita.

Infatti, se si esclude la BCE, che però ha in mano solo la politica monetaria, non esiste ancora un'autorità sovrastatale che possa coordinare e rendere coerenti le scelte che i singoli Stati dovranno fare per riportare il debito a livelli di sicurezza.

E le ultime vicende hanno dimostrato, se pure ce n'era bisogno, che una buona difesa dell'euro non è condizione sufficiente a garantire stabilità alle economie dei paesi aderenti, almeno fino a quando grandi sono le differenze tra esse (e in questi anni troppo poco è stato fatto per renderle compatibili).

Lo ha ricordato Romano Prodi in un'intervista del 28 Aprile 2010 a Radio Capital: "Quando abbiamo costruito l'Euro, la Commissione da me presieduta ha non solo proposto, ma ha insistito, ha lavorato per mesi perché accanto alle autorità di politica monetaria come la BCE venissero create delle autorità capaci di coordinare la politica economica...... c'era la volontà politica per la moneta, ma non c'era la volontà politica per andare più avanti. lo contavo e speravo che questa sarebbe venuta successivamente, invece successivamente non è venuta. Allora abbiamo degli strumenti parziali, la crisi dovrebbe insegnarci a mettere in atto degli strumenti generali."

Ora, però, la vicenda degli aiuti alla Grecia ha dimostrato che, senza un'autorità con ampia delega politica (non necessariamente il "sogno" degli Stati Uniti d'Europa), anche l'esistenza dell'euro è a rischio, giacché la Germania, cui tutti guardavano con grande fiducia perché si facesse ancora una volta carico più degli altri della sua difesa, non sembra più intenzionata a svolgere il difficile ruolo di guardiano.

E c'è da sperare che almeno la paura che ha percorso l'Europa nei giorni della crisi greca faccia cadere tutte le remore e gli egoismi che finora non hanno consentito il trasferimento all'esterno della parte più consistente della sovranità sulle questioni economiche: probabilmente tutti, dopo questa crisi, dovranno mettersi a lavoro per garantire al più presto quegli "strumenti generali" cui fa riferimento Prodi nella sua intervista. Perché, se c'è una cosa che questa crisi ci ha insegnato, è che l'attuale organizzazione potrebbe non essere in grado di resistere ad attacchi particolarmente gravi. E allora ci sono due scelte: o si va avanti, con la creazione di un'autorità politica centrale, oppure si torna indietro. Infatti, è

senz'altro meglio una ritirata ordinata, eseguita per propria scelta, che una fuga precipitosa sotto la mitraglia dei mercati finanziari.

Ma gli attuali governanti saranno davvero capaci di rinunciare ai propri egoismi e di imboccare questa via? E quanti anni ci vorranno perché si arrivi ad una soluzione efficace? I precedenti, purtroppo, non inducono all'ottimismo.

In ultimo l'Italia, che apparentemente ha assorbito abbastanza bene il colpo infertogli dalla crisi, anche se non è ancora completamente chiaro quanta parte dell'economia e delle aziende di prima della crisi saranno di nuovo in corsa quando la situazione migliorerà.

Il debito è sì aumentato, ma, come abbiamo più volte detto, non di molto, anche se resta preoccupante il suo livello, visto lo stock preesistente, accumulato negli ultimi trent'anni.

Inoltre, com'è stato da più parti rilevato, l'Italia può avvalersi di una situazione favorevole in alcuni settori macroeconomici cruciali come la presenza di elevate quantità di risparmio privato, la buona sostenibilità del sistema pensionistico, più volte riformato negli ultimi anni e dotato di parametri che ne consentiranno un adeguamento continuo alle nuove prospettive demografiche, un settore finanziario più prudente che ha dimostrato di avere capacità sufficienti per uscire dalla crisi senza sostegno pubblico.

La preoccupazione più grande, però, sono le previsioni di una crescita che oscilla attorno all'1%.

Infatti, senza una crescita consistente, molte aziende non potranno riprendere la produzione ante-crisi e molte saranno costrette a ridurre il personale o addirittura a chiudere.

Inoltre, con quel livello di crescita, sarà impossibile pagare i debiti senza ridurre in maniera consistente il livello di vita delle famiglie. "Da qui bisogna cominciare. Chiedendosi che cosa si deve fare per far ripartire la crescita. La risposta è semplice: non andare in pensione a 60 anni, non proteggere le rendite di qualche corporazione potente che opprime i cittadini, aprire i mercati alla concorrenza per creare più occasioni di crescita alle imprese. Chissà che lo spavento greco e il rischio che prima o poi gli investitori perdano fiducia anche nei nostri titoli non ci aiuti a uscire dal torpore." 123

Da questi brevi cenni è facile comprendere come le soluzioni dei problemi che la crisi ha generato non sono per nulla scontate né saranno, probabilmente, indolori, anche perché, già prima che essa scoppiasse, molte economie erano in affanno, disorientate dal profondo cambio di prospettiva prodotto dalla globalizzazione del commercio.

A rendere più difficile ogni soluzione c'è, poi, la rara condizione che ci troviamo di fronte ad una crisi che ha fatto sì che molti Stati, in passato "virtuosi", si ritrovino oggi con un gran debito pubblico da gestire e, poi, da smaltire. Che cosa succederà quando tutti questi paesi si presenteranno sul mercato per cercare di garantirsi il rinnovo dei debiti?

¹²³ Giavazzi, "Il re e' nudo", Corriere della sera, 29.4.2010

8. Bibliografia

- Banca d'Italia, "Banche, imprese e mercati: il ruolo della finanza per lo sviluppo economico", Marzo 2009.
- Banca d'Italia, "La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane",
 Marzo 2009.
- Buckle Mike & John Thompson, "The UK Financial system: theory and practice", 2004.
- Caldentey Esteban Perez, Daniel Titelman, Ramon Pineda, "The current global financial crisis: what was really a "purely prime"?", Aprile 2009.
- Committee of European Banking Supervisor, "Proposal for a common EU definition of Tier 1 hybrids", 26 Marzo 2008.
- Corriere della sera
- Deutsche Bank, "Public debt in 2020: a sustainability analysis for DM and EM economies", 24 Marzo 2010.
- Draghi Mario, "Intervento alla giornata mondiale del risparmio", 31 Ottobre 2008.
- ECB, "The incentive structure of the Originate and Distribute model",
 Dicembre 2008.
- Farrel Diana & Susan Lund, "Why debt hasn't killed us", Newsweek International, 19 Gennaio 2008.
- Galbraith J.K., "The Great Crash 1929", Penguin Books, 1968.
- Global Financial Stability Report, "Financial stress and deleveraging: macrofinancial implications and policy", Ottobre 2008.
- Greenlaw David, Jan Hatzius, Anil K Kashyap, Hyun Song Shin, "Leveraged losses: lessons from the mortgage market meltdown", U.S. monetary policy forum 2008.

- Hausmann Ricardo, Andres Velasco, "Hard money soft underbelly: understanding the argentine crisis", Luglio 2002.
- Hornbeck J.F., "The Argentine financial crisis: a chronology of events", 31
 Gennaio 2002.
- Il Sole 24 Ore, "La Grande Crisi", Ottobre 2008.
- International Monetary Fund, "Sustaining the recovery", World economic outlook, Ottobre 2009.
- International Monetary Fund, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis", 6 Marzo 2009.
- Intesa San Paolo Research Department, "Deleveraging, capital instruments, and capital adequacy measures: key issues in the financial crisis and specific features of Italian banks", Dicembre 2008.
- Jonung Lars, Kiander Jaakko, Pentii Vartia, "The great financial crisis in Finland and Sweden", Novembre 2008. Edward Elgas Publishing Lt.
- Kiander Jaakko, "The great depression of Finland 1990-1993: causes and consequences". 2009. Labour Institute for Economic Research. Helsinki
- La Repubblica
- McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: the global credit bubble and its economic consequences", Gennaio 2010.
- McKinsey Global Institute, "How to keep European customers buying",
 BusinessWeek, 29 Maggio 2009.
- Monti Ernesto, "Manuale di Finanza per l'impresa", Febbraio 2009.
- Panara Marco, "La cura da cavallo di Basilea III", Affari e Finanza, 29 Marzo
 2010.
- Purnanandam Amiyatosh, "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis", 14 Settembre 2009.
- Radio Capital.

- Reinhart Carmen & Kenneth Rogoff, "This time is different: eight centuries of financial folly", Princeton University Press, 2009.
- Santayana George, "The life of reason", C. Scribner's Sons, 1905
- Schamis E. Hector, "Argentina: crisis and democratic consolidation", April 2002.
- Spaventa Luigi, "Avoiding disorderly deleveraging", 8 Maggio 2008.
- Spaventa Luigi, "Ecco le nuove politiche che servono per uscire dallo tsunami della crisi", Affari e Finanza, 26 Aprile 2010.
- Wolf Martin, "Why cautious reform is the risky option", The Financial Times,
 27 Aprile 2010.