

# Macroeconomia della crisi

di Francesco Daveri

## 1 Una crisi in due tempi

La crisi che ha colpito l'Italia e buona parte del mondo dopo il 2007 è una crisi in due tempi. Il primo tempo si è svolto nel 2008-2009 ed è spesso definito come Grande recessione, ossia il crollo simultaneo di PIL, produzione industriale e fatturati successivo al fallimento della banca d'investimento statunitense Lehman Brothers e all'aumento del prezzo del petrolio dell'estate 2008. Dopo il primo tempo della crisi c'è stata una ripresa di durata e intensità variabile a seconda dei paesi, ma collocabile tra la seconda metà del 2009 e la prima metà del 2011. Poi, però, è arrivato il secondo tempo della crisi. Questo ha avuto inizio nell'estate 2011, quando la crisi dei debiti sovrani cominciata nel 2010 in Grecia, Irlanda e Portogallo si è estesa, con l'allargamento dello spread esistente tra i debiti pubblici di Spagna e Italia e il debito pubblico della Germania. Quando scriviamo, nell'estate del 2013, la crisi è ancora in corso. Questo capitolo descrive lo svolgimento del primo e del secondo tempo della crisi con l'aiuto dei grafici di domanda e offerta aggregata.

La tabella 1 riassume i numeri più importanti della crisi del 2007-2013 facendo riferimento alle principali variabili macroeconomiche, il PIL e l'inflazione. I dati si riferiscono all'economia mondiale nel suo complesso e provengono dal World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale dell'aprile 2013.

Oltre ai dati del periodo 2007-2013, la tabella include anche i dati medi su PIL e inflazione relativi al periodo pre-crisi, gli anni 2000-2006. Il riferimento ai dati del 2000-2006 serve a sottolineare che il 2007 è stato un anno di surriscaldamento economico per

**TABELLA 1** PIL e inflazione nell'economia mondiale prima e durante la crisi

Anno	Tassi di crescita (%)	
	PIL	Inflazione
2000-2006	+3,4	+3,4
2007	+5,4	+4,0
2008	+2,7	+6,0
2009	-0,6	+2,5
2010	+5,3	+3,7
2011-2012	+3,5	+4,4
2013p*	+3,5	+4,3

\* Dato previsto.

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2013.

l'economia mondiale, con una crescita del PIL del 5,4% e un'inflazione al 4%, valori ben superiori a quelli registrati in media negli anni precedenti. La situazione cambia nettamente nel biennio 2008-2009. Nel 2008 la crescita del PIL si dimezza dal 5,4% al 2,7% e, in parallelo, l'inflazione accelera dal 4% al 6%. Nel 2009 la crescita del PIL diventa negativa, per la prima volta dal 1978 (cioè, da quando il Fondo Monetario Internazionale registra l'andamento del PIL mondiale). Anche il tasso di inflazione mondiale diminuisce nettamente, dal 6% al 2,5%.

Nella seconda parte del 2009 è arrivata la ripresa per la maggior parte delle economie: la ripresa si è tradotta in una crescita del PIL mondiale molto positiva per il 2010 (+5,3%, più o meno come nel 2007), parallelamente a un ritorno dell'inflazione sopra al 3%. La ripresa del 2010 aveva allontanato i timori che la Grande recessione si trasformasse in una depressione, come avvenne negli anni 1930. Lo scenario è poi cambiato nuovamente: i dati del 2011-2012, confermati dalle previsioni per il 2013 al momento disponibili, indicano una crescita del PIL compresa tra il 3% e il 3,5%, un dato molto simile al dato medio pre-crisi del periodo 2000-2006. La crescita nel periodo 2011-2013 è stata però sorretta da un'inflazione più elevata per circa un punto percentuale, non lontana dal 4,5%. Se ne può dedurre che la crescita del PIL sostenibile per l'economia mondiale è di molto inferiore al 5%. Nell'insieme, i dati della tabella 1 sembrano indicare che, se lo spettro della depressione è stato per ora evitato soprattutto – come vedremo – con il contributo di politiche fiscali e monetarie fortemente espansive, il secondo tempo della crisi non può certamente dirsi finito.

## **2** I fatti e i numeri della Grande recessione del 2008-2009

Tra il primo gennaio del 2007 e l'11 luglio del 2008 il prezzo del petrolio salì del 249%, aumentando da 59 a 147 dollari al barile. Quasi in parallelo, la capitalizzazione di borsa delle cinque più importanti banche commerciali e di investimento (HSBC, Bank of America, JP Morgan Chase, Citigroup, Goldman Sachs) si ridusse di quasi il 60%, da un valore complessivo di 780 miliardi di dollari del 31 dicembre 2007 a 304 miliardi di dollari il 31 gennaio 2009. Nel primo trimestre del 2009 il flusso di esportazioni mondiali diminuì del 32% rispetto allo stesso trimestre del 2008, scendendo da 3917 a 2691 miliardi di dollari.

Petrolio alle stelle, valori di borsa in picchiata e drastica riduzione del volume degli scambi internazionali rappresentano un cocktail micidiale. L'interazione dello shock negativo dell'offerta aggregata – l'aumento del prezzo del petrolio – e degli shock negativi della domanda aggregata – il falò delle attività finanziarie e la drastica riduzione degli scambi internazionali – con il conseguente peggioramento delle aspettative di famiglie e imprese e la riduzione del credito disponibile all'economia hanno prodotto la Grande recessione del 2008-2009, la più grave recessione mondiale degli ultimi ottant'anni.

La tabella 2 riassume i numeri più importanti della Grande recessione del 2008-2009, cioè l'evoluzione della crescita del PIL del mondo nel suo complesso, quella dei paesi ricchi e dei paesi emergenti, e infine quella di alcuni dei paesi più importanti del mondo (gli Stati Uniti, i cinque grandi paesi dell'Europa e la Cina).

Il primo elemento che emerge dalla tabella è che la Grande recessione del 2008-2009 è avvenuta – come vedremo più in dettaglio in seguito – a cavallo tra il 2008 e il 2009. Il livello del PIL del 2008 non è diminuito nell'economia mondiale nel suo complesso, né nei paesi ricchi e tanto meno nei paesi emergenti. Nel 2008 il PIL mondiale è cresciuto quasi del 2,7%, più o meno a metà strada tra il +6% dei paesi emergenti e il modesto incremento di mezzo punto percentuale dei paesi ricchi. Per l'economia mondiale si tratta comunque di un dato inferiore per un punto percentuale tondo rispetto alla media del periodo 2000-2006 e, anche più significativamente, di quella ottenuta sul periodo 1995-2007, gli anni della crescita rapida indotta dall'effervescenza della finanza globale e dall'avvento di Internet. Ma è pur sempre un dato positivo, così come lo sono stati i tassi di crescita dell'economia mondiale da quando il Fondo Monetario Internazionale calcola il PIL mondiale. Nella tabella 2 c'è una sola economia che mostra una crescita negativa

**TABELLA 2** La crescita del PIL nelle principali categorie di paesi e aree del mondo durante la Grande recessione del 2008-2009

	Tasso di crescita del PIL (%)	
	2008	2009
Mondo	+2,7	-0,6
Paesi ricchi	+0,5	-3,2
Paesi emergenti	+6,1	+2,1
Stati Uniti	+0,4	-2,4
Area dell'euro	+0,6	-3,9
Germania	+1,2	-4,8
Francia	+0,3	-2,3
Italia	-1,0	-5,5
Spagna	+0,9	-3,6
Regno Unito	+0,5	-4,8
Cina	+9,6	+8,7

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2013.

già nel 2008: è l'Italia, che fa segnare un  $-1\%$ . Il 2008 non è stata la prima occasione in cui l'Italia ha mostrato una crescita negativa mentre gli altri paesi ne mostravano una positiva. È invece un dato del tutto coerente con quanto osservato in precedenza: proprio dal 1995 in poi la crescita del PIL italiano è sempre stata inferiore a quella degli altri grandi paesi europei nella misura media dell'1% circa all'anno. Tra il 1995 e il 2008 il PIL dell'Italia è aumentato di circa 15 punti percentuali, mentre quello di Francia, Germania, Spagna e Regno Unito è aumentato mediamente di 35 punti percentuali. L'Italia ha cioè perso una locomotiva di 20 punti percentuali di PIL (circa 320 miliardi di euro) rispetto agli altri grandi paesi europei.

Nel 2009, tuttavia, tutte le differenze pre-crisi hanno improvvisamente perso importanza, in quanto per qualche trimestre la Grande recessione è arrivata a interessare tutto il mondo. Con un evento senza precedenti (almeno sulla base dei dati del FMI), il PIL mondiale si è ridotto dello 0,6%. In realtà le cose sono andate molto diversamente a seconda dei paesi: il PIL è diminuito in misura non marginale (cioè, del 3% in media) nei paesi ricchi, mentre ha continuato a crescere mediamente del 2% nei paesi emergenti. Tra i paesi ricchi, il PIL dei paesi europei, con il  $-4\%$  dell'area dell'euro, ha subito la riduzione più marcata. Dentro l'area dell'euro, la Germania e l'Italia hanno fatto registrare un drammatico  $-5\%$ , analogamente a quanto è accaduto – fuori dall'eurozona ma dentro all'Unione europea – al Regno Unito, mentre la Francia ha contenuto la perdita di prodotto al  $-2,3\%$  e la Spagna si è fermata a metà strada con un  $-3,6\%$ . Invece nell'economia statunitense, che è stata l'epicentro della crisi ma anche il luogo dove le risposte politiche alla crisi sono state più rapide e consistenti, la riduzione del PIL è stata più contenuta rispetto alla media dell'eurozona. La crisi si fa sentire eccome anche nei paesi emergenti: anche un  $+2\%$ , infatti, può rappresentare un numero molto negativo per paesi e governi abituati a veder crescere le proprie economie (e le proprie entrate fiscali) del 5% o più su base annua. Per descrivere il modo in cui la Grande recessione si è manifestata nei paesi emergenti si usa il termine *growth recession* («recessione nella crescita») proprio per indicare che in paesi come Cina, India, Indonesia, Brasile e Repubblica Sudafricana, nonostante la crescita economica sia proseguita, il processo di sviluppo ha subito una significativa sia pure temporanea battuta d'arresto.

La sequenza di dati negativi del 2009 si è interrotta nel 2010. Come descritto nella tabella 1, l'economia mondiale è ritornata nel 2010 a crescere del 5,3%, dunque ai ritmi del 2007. Non solo: la crescita effettiva registrata per il 2010 è stata di un punto e mezzo superiore a quella che veniva prevista per lo stesso anno a metà del 2010. Per l'economia mondiale si è dunque trattato di un temporaneo ma certamente molto rapido ritorno al «business as usual» del recente passato. Come se i dati del 2009 fossero stati una forte

ma episodica tempesta passeggera. Il successivo rallentamento della crescita negli anni successivi sottolineerà poi che la ripresa del 2010 non è stata il risultato di un rapido ritorno al normale funzionamento delle forze del mercato che avevano fatto da motore alla crescita sostenuta del quindicennio precedente, ma piuttosto dell'eccezionalmente rapida ed eccezionalmente consistente risposta politica alla recessione. Posti di fronte agli shock descritti in precedenza e alle loro drammatiche conseguenze economiche, i governi hanno lasciato da parte la cautela e i principi da loro stessi predicati dalle sedie del comitato esecutivo dal Fondo Monetario Internazionale nei decenni precedenti in tema di conduzione della politica monetaria e fiscale. Questa volta i governi – e soprattutto i governi dei paesi ricchi – hanno fatto di tutto per evitare di trasformare una seria («Grande») recessione in una Grande Depressione come quella degli anni 1930, durante la quale, per considerare l'esempio più noto, sia il PIL in termini reali che il livello generale dei prezzi nell'economia statunitense si ridussero per più del 20% nei soli quattro anni tra il 1929 e il 1933. Nello stesso periodo, la quota dei disoccupati statunitensi raggiunse un quarto della forza lavoro. È stata la preoccupazione di evitare un'altra Grande Depressione che ha dato il via libera alle politiche monetarie e fiscali fortemente espansive adottate da Stati Uniti ed Europa, descritte in maggiore dettaglio in seguito. Sono state queste politiche a produrre il mini boom del PIL nel 2010. Anche così, comunque, malgrado il consistente ammontare di risorse economiche e finanziarie destinate alle politiche anti-crisi, la Grande recessione ha provocato gravi effetti sociali sul mercato del lavoro: nell'aprile 2010 la Grande recessione si era infatti già tradotta in 13 milioni di nuovi disoccupati solo negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Anche per quanto riguarda la disponibilità di credito per l'economia, si è passati dalla crescita a due cifre del credito bancario pre-crisi alla crescita zero. È stato proprio l'estendersi della Grande recessione al lavoro e al credito a trasformare il secondo tempo della crisi (gli anni 2011-2013) in un tracollo sociale, ancora più che economico, particolarmente grave per i paesi dell'Europa meridionale.

### **3** Finanza ed economia nella Grande recessione

La Grande recessione è stata il risultato della combinazione di una crisi finanziaria e di una crisi economica, controbilanciate da interventi discrezionali di politica monetaria e fiscale. Le crisi e le risposte alle crisi sono state di ampiezza e di intensità senza precedenti.

#### **LA CRISI FINANZIARIA: MUTUI SUB-PRIME, CARTOLARIZZAZIONE, LEVA FINANZIARIA**

**MUTUI SUB-PRIME** La crisi finanziaria si è sviluppata in stadi successivi a partire dalle insolvenze a catena nel mercato dei mutui sub-prime. Fino all'inizio del 2004, i mutui sub-prime (vedi la scheda «L'economia dei mutui sub-prime in breve. Domande e risposte» alla pagina seguente) costituivano una frazione relativamente piccola (inferiore al 10%) del mercato dei mutui. La loro quota sul totale dei nuovi mutui è raddoppiata al 20% del totale nel periodo 2004-2006. Una valutazione di Associated Press del marzo 2007 ne stimava il valore in 1300 miliardi di dollari. Poco dopo, nell'aprile 2007, la New Century Financial, un intermediario specializzato in mutui, dichiarò bancarotta: si trattava del primo campanello d'allarme che indicava che la situazione del segmento dei mutui sub-prime era diventata problematica. Nei due anni successivi più di cento banche e istituti finanziari statunitensi hanno subito la stessa sorte della New Century Financial. Alcune delle grandi banche statunitensi, come Bear Stearns, Bank of America, Goldman Sachs e Citigroup, sono rimaste in attività, ma solo grazie a una sostanziosa iniezione di fondi pubblici.

Per capire come sia stato possibile che le insolvenze provenienti da una frazione relativamente limitata del mercato dei mutui abbiano prodotto una crisi finanziaria che ha bruciato il 60% del valore di borsa delle più grandi banche del mondo occorre guardare all'interazione della crisi dei mutui sub-prime con due importanti meccanismi di trasmissione e di moltiplicazione, cioè le cartolarizzazioni e la leva finanziaria.

## APPROFONDIMENTI

### L'economia dei mutui sub-prime in breve. Domande e risposte

*Che cos'era un mutuo sub-prime?* Era un prestito ipotecario a soggetti con rischio di insolvenza elevato rispetto ad altri soggetti più affidabili (i «prime borrower»).

*Com'era fatto un tipico mutuo sub-prime?* Poteva essere un mutuo trentennale del tipo 2/28, che prevedeva cioè un tasso fisso per i primi due anni, con una maggiorazione («premio») di qualche punto percentuale rispetto al tasso di mercato ma comunque relativamente basso, e un tasso di interesse variabile per gli altri 28 anni, con rimborsi mensili ben più elevati che nei primi due anni.

*Chi erano i «sub-primer» negli Stati Uniti?* Tipici sub-primer, cioè sottoscrittori di mutui sub-prime, erano ad esempio i detentori dei mutui NINJA («no income no jobs assets»). Le tipiche categorie coinvolte erano, ad esempio, un disoccupato afroamericano dell'Alabama oppure una donna single divorziata con figli a New York. A metà degli anni 2000 un sub-primer su 3 finanziava con un mutuo il 100% dell'acquisto della propria casa.

*Perché un disoccupato metteva la propria firma sotto un contratto sub-prime?* Lo faceva spinto dal desiderio di possedere una casa

propria. Era un desiderio alimentato dal ritorno in auge con George W. Bush di uno dei miti fondanti della società statunitense, cioè quello della «ownership society». Almeno fino al 2006, se anche il sub-primer fosse stato impossibilitato a rispettare i rimborsi mensili, il mutuo poteva essere rifinanziato a condizioni più vantaggiose nel tempo, a fronte dell'accresciuto valore della sua casa che veniva data in garanzia alla banca.

*Perché le banche ponevano in essere mutui sub-prime?* I «sub-primer» ricevevano e rifinanziavano il mutuo dando in garanzia una casa con valore crescente nel tempo (almeno fino a che il mercato immobiliare è andato su, cioè fino alla fine del 2006). L'impiegato di banca o il broker coinvolto guadagnava una commissione per ogni nuovo contratto di mutuo, anche se solo di rifinanziamento di un mutuo esistente. Non per caso, nel 2006 il 60% dei nuovi contratti di mutuo derivavano dal rifinanziamento dei contratti esistenti. In ogni caso, per scoraggiare la migrazione dei sub-primer a istituti di credito concorrenti, il contratto di mutuo prevedeva pagamenti accessori iniziali che avrebbero dovuto essere sostenuti di nuovo nel caso in cui il rifinanziamento fosse avvenuto tramite un altro istituto di credito.

**CARTOLARIZZAZIONI** Stipulando un contratto di mutuo, si crea un'attività finanziaria che dà diritto a chi la detiene di ricevere un flusso di pagamenti regolari (rimborsi mensili comunemente definiti «rate del mutuo»). Il flusso dei pagamenti è però rischioso, perché qualcosa può andare storto: il mutuatario può perdere il lavoro o decidere di consumare tutto il proprio reddito, smettendo così di rimborsare il dovuto all'istituto di credito. Per la banca che ha emesso l'attività finanziaria nasce quindi l'esigenza di diversificare, cioè di condividere il rischio con altri agenti potenzialmente interessati a ottenere un tasso di rendimento a fronte dell'assunzione di una parte del rischio di mancato rimborso («default»). La cartolarizzazione dei mutui avviene quando i diritti a incassare le «rate del mutuo» pagate da coloro che hanno comprato casa sono venduti a uno Special Purpose Vehicle (SPV), il primo degli acronimi con cui occorre sviluppare una qualche dimestichezza per poter comprendere i meccanismi della crisi finanziaria. Lo SPV era amministrato da un'istituzione finanziaria che deteneva un portafoglio di attività finanziarie aventi un valore in quanto rappresentative di contratti di mutuo con alcune caratteristiche in comune ma non del tutto identici. Mettere insieme tanti crediti verso debitori simili ma non identici (ad esempio, lavoratori precari occupati in diversi settori di attività o regioni) serve appunto a consentire una certa diversificazione del rischio a chi acquista questi contratti. Per finanziare il proprio shopping di mutui, lo SPV emetteva titoli come potrebbe fare la World Bank, lo Stato italiano o la Fiat; da qui il termine di cartolarizzazione («securitization» in inglese) dei mutui. Le obbligazioni emesse in questo caso venivano chiamate MBS, cioè Mortgage-Backed Securities, che negli Stati Uniti pre-crisi rappresentavano la componente più rilevante delle ABS (Asset-Backed Securities). All'interno della categoria delle MBS c'erano poi le RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities), ossia le cartolarizzazioni aventi come titolo originario mutui che facevano capo alle famiglie.

Le RMBS hanno fatto sì che i mutui sub-prime smettessero di essere un fenomeno «locale» del mercato dei mutui statunitense per diventare prima un'opportunità di rendimento e poi un enorme problema per i risparmiatori e gli investitori istituzionali di tutto il mondo allo scoppio della crisi finanziaria.

**LEVA FINANZIARIA** La cartolarizzazione dei mutui ha avuto due importanti implicazioni: da un lato ha consentito un'enorme moltiplicazione del credito, perché le banche hanno potuto liberarsi almeno parzialmente della titolarità di titoli rischiosi ricevendo in cambio obbligazioni meno rischiose (così si riteneva) perché emesse a fronte di una pluralità di titoli dello stesso tipo ma con profili di rischio leggermente differenziati. Questo meccanismo è stato amplificato a dismisura dal meccanismo della leva finanziaria. A nessuna banca moderna è richiesto di tenere a riserva l'intero ammontare dei suoi depositi, ma solo una frazione di essi. È proprio questo che discrimina i banchieri che fanno bene il proprio mestiere da quelli che lo fanno male: i bravi banchieri non usano incautamente la leva finanziaria e riescono a gestire senza creare buchi di bilancio la naturale discrepanza di orizzonte temporale e di scadenza tra i risparmiatori che potrebbero ritirare i propri depositi di conto corrente in qualunque momento e le imprese che hanno bisogno di – e ricevono dalle banche – fondi su orizzonti temporali di medio-lungo termine. La tabella 3 riporta la leva finanziaria media (cioè, il rapporto tra debito e mezzi propri) prevalente presso le istituzioni finanziarie statunitensi nel 2007. Per ogni dollaro a riserva le banche commerciali statunitensi prestavano circa 10 dollari, mentre il rapporto per le banche di investimento era di 1 a 27. Un rapporto di 1 a 10 è un rapporto relativamente normale, un rapporto di 1 a 27 è invece indice di un'eccessiva esposizione al rischio.

Un esempio efficace e molto noto è quello della banca d'investimento Lehman Brothers, fallita sotto una montagna di debiti il 15 settembre 2008. Appena prima della bancarotta, la Lehman Brothers trattava attività per 680 miliardi di dollari a fronte di un capitale netto pari a 25 miliardi di dollari. Dato che 680 diviso 25 fa proprio 27,2, vuol dire che per la Lehman Brothers il rapporto tra attivo e mezzi propri era di 27 a 1, nella media delle banche di investimento descritte nella tabella 3. Oltre al caso della Lehman Brothers vale la pena ricordare anche quello della società AIG (American Insurance Group), che potrebbe essere definita una consorella di business della Lehman Brothers (e delle altre banche di investimento che rappresentavano il cosiddetto sistema bancario ombra), di cui però non ha condiviso il destino di bancarotta. La AIG assicurava il debito emesso dalla Lehman Brothers emettendo Credit Default Swaps (CDS), ossia assicurando la solvibilità dei titoli emessi dalla banca d'investimento anche in caso di mancato rimborso dei debiti originari, cioè, anche nel caso in cui i mutuatari dei mutui sub-prime non avessero pagato. Il giro d'affari della AIG era di 3200 miliardi di dollari, con un capitale netto di 25 miliardi di dollari. In tal modo, la cosiddetta assicurazione garantita dalla società era effettiva solo nel caso in cui i fallimenti fossero stati una frazione molto piccola – lo 0,8% – dei capitali assicurati. Questo vuol dire che, quando ha rischiato di fallire, la AIG operava con una leva pari a 125, quasi cinque volte più grande di quella della Lehman Brothers! Sfortunatamente per la AIG (e per i contribuenti statunitensi che si sono trovati a finanziare il suo salvataggio), nel 2008 il valore dei mancati rimborsi ha raggiunto la quota del 7% del suo capitale, nove volte più di quanto era tollerabile per il capitale della società, data l'esposizione al rischio del suo portafoglio. E così, esattamente un giorno dopo la bancarotta della Lehman Brothers, la AIG si è trovata nella necessità di essere salvata da Hank Paulson, il ministro del Tesoro di Bush, l'uomo che tutto avrebbe voluto tranne che passare alla storia con il soprannome di «Signor Salvataggio» (Mr. Bailout).

**TABELLA 3** La leva finanziaria delle istituzioni finanziarie statunitensi (2007)

Banche commerciali	9,8
Banche cooperative	8,7
Società finanziarie	10,0
Banche di investimento e hedge fund	27,1
Fannie Mae e Freddie Mac (società specializzate nell'emissione di mutui e nella loro rivendita sul mercato secondario)	23,5

Fonte: Tobias Adrian, Hyun Song Shin, *Liquidity and Financial Cycles*, Federal Reserve Bank of New York.

La cartolarizzazione dei mutui attraverso gli SPV aveva poi un secondo effetto. Infatti, spesso gli SPV erano posseduti da banche e altri istituti finanziari che cartolarizzavano i crediti da loro stessi originati. Il secondo risultato della cartolarizzazione dei mutui attraverso gli SPV era quindi di generare una scarsa diversificazione effettiva del rischio che comunque veniva spostato sulle spalle dei clienti delle banche e dei fondi pensione acquirenti di titoli derivati dai mutui originali. Una descrizione efficace di come funzionasse il meccanismo di produzione e distribuzione del rischio (da mutuatari insolventi ad acquirenti ignari per il tramite di intermediari finanziari privi di scrupoli) nel cosiddetto «sistema bancario parallelo» è fornita nel videofumetto della trasmissione Rai Report (<http://www.nonsoloprestiti.com/744/un-cartone-per-spiegare-la-crisi-dei-mutui/>). A sua volta, il video di Report è un adattamento tradotto in italiano del video di animazione (incidentalmente, non citato nel servizio di Report) disponibile in inglese al sito <http://gregmankiw.blogspot.com/2008/03/subprime-primer.html>.

Il combinato disposto della crescita del segmento dei mutui sub-prime, della loro cartolarizzazione e dell'aumento della leva delle istituzioni finanziarie porta a crescere esponenzialmente l'ammontare totale dei titoli derivati in circolazione – una bomba che rimane a lungo inesplosa. Tuttavia, tra la fine del 2006 e i primi mesi del 2007, il business model basato sulla magica (o tragica) interazione tra mutui sub-prime, cartolarizzazione e leva finanziaria, cioè sulla produzione e sulla distribuzione del rischio, entra in crisi. È allora che i ripetuti rialzi dei tassi di sconto (cioè, dei tassi di riferimento per il mercato interbancario), operati dal «maestro» Alan Greenspan e iniziati subito dopo la rielezione di George W. Bush per il suo secondo mandato, cominciano ad avere un effetto sul mercato immobiliare. Nei due anni tra il 2004 e il 2006 il Fed Funds Rate aumenta di tre punti e mezzo a partire dal valore minimo di 1,5% a cui era rimasto inchiodato per circa due anni fino a raggiungere il livello di 5,2 punti percentuali.

Il rialzo dei tassi ha provocato prima il rallentamento e poi il crollo verticale del mercato immobiliare statunitense già nel 2007. Dopo un alternarsi di fallimenti e temporanei crolli borsistici, il 15 settembre 2008 la Lehman Brothers fallisce, mentre la società di assicurazioni AIG viene salvata con soldi pubblici. Il differenziale tra il tasso di mercato e quello overnight raggiunge i 350 punti base e il mercato interbancario – su cui normalmente le banche commerciali si approvvigionano di fondi in cambio di titoli dati a garanzia – smette di funzionare perché nessuna banca accetta più i titoli offerti in garanzia dalle altre banche, temendo che contengano attività tossiche, cioè attività finanziarie che in ultima analisi traggono il proprio valore dalla (teorica) capacità di rimborso dei detentori degli ormai screditati contratti di mutuo sub-prime. Le insolvenze direttamente dovute ai mancati rimborsi dei mutui sub-prime ammontano inizialmente a soli (si fa per dire) 250 miliardi di dollari. Ma le perdite iniziali vengono enormemente amplificate nel corso del tempo a causa dell'interagire della cartolarizzazione e della leva finanziaria. Si scatena il boom di insolvenze e di fallimenti di istituzioni finanziarie statunitensi a catena, che poi si trasmette negativamente all'attività economica e ai volumi dell'interscambio mondiali. Al febbraio 2009 (il momento più acuto della crisi) le banche statunitensi avevano iscritto nei loro bilanci perdite per 800 miliardi di dollari, mentre le perdite finanziarie complessive raggiungevano i 2200 miliardi di dollari.

## ANALISI DI UN CASO

## LA RIFORMA DELLA FINANZA DI OBAMA, IL DODD-FRANK ACT

Alla fine del giugno 2010 il Senato e la Camera degli Stati Uniti sono riusciti a trovare un accordo su una versione complicata (e per alcuni inapplicabile) della Volcker Rule, la regola proposta dall'ex governatore della Fed Paul Volcker che prevedeva per le banche una rigida separazione delle attività di investimento e speculazione da quelle commerciali di prestito e deposito. La legge approvata dal Congresso (il cosiddetto Dodd-Frank Act) prevede l'introduzione di restrizioni alla possibilità delle banche di usare

i depositi assicurati da fondi federali per la compravendita di attività finanziarie a proprio esclusivo vantaggio. Inoltre è stata approvata la richiesta di distinguere, nei conti delle banche, le attività sui derivati da contabilizzare come *proprietary trading* (cioè, fatte per conto della banca) da quelle fatte per conto dei clienti. Le attività di *proprietary trading* dovrebbero essere gestite da società separate dalle

banche: in questo modo, il business che è stato responsabile della crisi viene isolato in società apposite che potranno, se necessario, fallire, evitando così il coinvolgimento della banca casa madre e dunque riducendo il rischio sistemico del «too big to fail». Nelle intenzioni di Obama, questo dovrebbe porre un limite all'uso del denaro dei contribuenti, di Main Street, per finanziare le speculazioni, i bonus milionari e i salvataggi di Wall Street.

Rimane da vedere quanto la riforma di Obama sia efficace. Vista con gli occhi della Goldman Sachs e delle altre banche di investimento rimaste, la crisi finanziaria del 2007-2009 è stata uno scossone (certo un po' energico)

del mercato che ha portato a un aumento del grado di monopolio – e in definitiva a ben maggiori profitti – per i sopravvissuti del settore. Il *New York Times* stimava che nel 2009 i 30 000 dipendenti della Goldman Sachs si sono portati a casa una media di 700 000 dollari di stipendio, bonus compresi. Di crisi con queste conseguenze, i dipendenti della Goldman Sachs ne vorrebbero una all'anno. Come emerso in un'indagine del *Financial Times* di metà 2013, per trovare la prima riduzione significativa (del 10% rispetto all'anno precedente) nei compensi complessivi dei top manager del settore bancario bisogna arrivare ai dati del 2012. Meglio tardi che mai, dice un proverbio.

#### LA CRISI ECONOMICA: PETROLIO, CRISI DI FIDUCIA, CREDIT CRUNCH

La crisi finanziaria culminata nel fallimento della Lehman Brothers ma cominciata già nel febbraio 2007 con il fallimento della Century Financial, la maggiore erogatrice statunitense di mutui sub-prime, si trasmette rapidamente all'economia reale, diventando cioè una drammatica crisi «economica», nel quarto trimestre del 2008, con perdite congiunturali di PIL rispetto al terzo trimestre comprese tra 1,1 e 2,4 punti percentuali. Come risulta dalla tabella 4, tuttavia, la recessione non comincia nell'ultimo trimestre del 2008, in parallelo con il fallimento della Lehman Brothers e con lo scoppio della crisi finanziaria, ma alcuni mesi prima, cioè nel secondo trimestre del 2008.

Qui vale la pena di fare una breve digressione per ricordare le implicazioni della definizione di recessione comunemente impiegata dagli uffici statistici nazionali. Per le statistiche ufficiali, infatti, si definisce recessione la situazione in cui il riassunto più affidabile e complessivo dell'attività economica, il PIL, si contrae per due trimestri consecutivi. Sulla base di tale definizione, la tabella 4 indica che, per l'area dell'euro nel suo complesso, la recessione del 2008-2009 è cominciata già nel secondo trimestre del 2008 ed è durata fino al secondo trimestre del 2009 incluso, per un totale di cinque trimestri. Dunque la recessione non ha avuto inizio dopo il fallimento della Lehman Brothers, ma più o meno in corrispondenza del vertiginoso aumento dei prezzi di petrolio e materie prime che ha portato all'aumento dei costi di produzione: nella prima metà del 2008, infatti, il prezzo del petrolio si è impennato, fino a raggiungere un valore medio di 125 dollari al barile nel luglio 2008. Incrementi confrontabili si affermano anche nei mercati delle altre materie prime.

Si è molto discusso sulla natura speculativa o fondamentale degli aumenti osservati, ma non è emerso un consenso condiviso al riguardo. Di sicuro la rapidità dell'aumento del prezzo del barile di petrolio nel 2008 (dai 90 dollari del primo febbraio ai 147 dollari dell'11 luglio) ha indotto molti a pensare che la componente speculativa dell'aumento del prezzo sia stata molto rilevante. Tuttavia, innegabilmente il trend della quotazione del petrolio è influenzato anche dal fatto che l'economia con la crescita più elevata di tutte – la Cina nell'arco degli ultimi vent'anni – è diventata sia uno dei paesi trainanti dell'economia mondiale, sia il secondo acquirente di petrolio sul mercato mondiale dopo gli Stati Uniti. A valle, l'aumento dei prezzi del petrolio e, in generale, delle materie prime rappresenta un aumento dei costi di produzione soprattutto per i settori manifatturieri dei paesi ricchi, ma implica un aggravio di costi anche per vari settori che offrono servizi come il trasporto aereo e quello navale, e, ancora, per il settore turistico e alberghiero. È proprio del luglio 2008 la decisione della società di navigazione Tirrenia di rallentare la velocità delle proprie navi per risparmiare sull'aumentato costo del carburante.

È però solo nel quarto trimestre del 2008 che, con il crollo dei mercati finanziari e borsistici e il congelamento del mercato interbancario, la recessione diventa la Grande recessione, cioè la peggiore crisi economica del secondo dopoguerra. In due trimestri il PIL tedesco diminuisce di quasi sei punti, quello italiano di quasi 5 punti, quello britannico di quattro punti, mentre Francia, Stati Uniti e Spagna registrano riduzioni più contenute, pari a tre punti percentuali.

**TABELLA 4** Le variazioni del PIL trimestrale durante la Grande recessione in Europa e negli Stati Uniti (%)

Anno	Italia	Area dell'euro	Stati Uniti	Germania	Francia	Regno Unito	Spagna
2008 – Q1	+0,5	+0,8	-0,2	+1,6	+0,5	+2,4	+0,4
2008 – Q2	-0,6	-0,3	+0,4	-0,6	-0,4	-0,3	+0,0
2008 – Q3	-0,8	-0,4	-0,7	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6
2008 – Q4	-2,1	-1,8	-1,4	-2,4	-1,4	-1,7	-1,1
2009 – Q1	-2,7	-2,5	-1,6	-3,5	-1,4	-2,4	-1,6
2009 – Q2	-0,3	-0,1	-0,2	+0,4	+0,2	-0,7	-1,0
2009 – Q3	+0,4	+0,4	+0,6	+0,7	+0,3	-0,3	-0,3
2009 – Q4	-0,1	+0,1	+1,4	+0,2	+0,5	+0,4	-0,1
2010 – Q1	+0,5	+0,2	+0,8	+0,2	+0,1	+0,3	+0,1

*Nota:* I valori riportati nella tabella sono le variazioni del PIL reale destagionalizzato rispetto al trimestre precedente.

*Fonte:* Eurostat.

Nel complesso, in Italia la recessione del 2008-2009 ha causato una perdita cumulata di PIL di poco inferiore ai 7 punti. Solo la Germania ha subito una perdita di PIL confrontabile. Francia, Stati Uniti, Spagna e Regno Unito, pur duramente colpiti dalla recessione, hanno perso molto meno, una percentuale compresa tra la metà e i tre quarti dei punti di PIL lasciati per strada da Italia e Germania. Va però ricordato che, per quanto meno intensa, nei grandi paesi europei la riduzione del PIL è stata a volte più prolungata, dato che è proseguita nel Regno Unito anche nel terzo trimestre e in Spagna nel quarto trimestre del 2009. Con il terzo trimestre del 2009, invece, l'Italia ha interrotto la serie di variazioni negative consecutive del prodotto interno lordo. La Francia e la Germania lo avevano già fatto nel secondo trimestre del 2009.

Parlando di intensità e di durata delle recessioni, vale la pena ricordare che, dal 1981 in poi, cioè da quando l'Istat pubblica dati trimestrali sul PIL confrontabili nel tempo, l'economia italiana è passata attraverso sette periodi di crescita negativa del PIL della durata di almeno due trimestri consecutivi (e che quindi soddisfano la definizione statistica di recessione).

Per quattro di questi episodi – quelli dei primi anni 2000 e quello dei primi anni 1980 – la durata e l'intensità della recessione è stata modesta, estendendosi per soli due o tre trimestri con perdite cumulate di PIL oscillanti tra 0,3 e 0,7 punti percentuali. Sono numeri che hanno influenzato solo molto marginalmente il benessere dell'italiano medio.

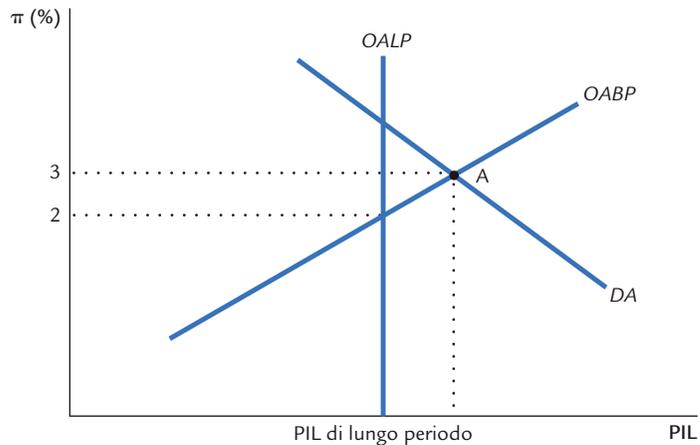
L'economia italiana ha però subito anche tre episodi recessivi di entità ben più rilevante, due dei quali negli anni più recenti. La recessione del 2008-2009 è durata cinque trimestri con una perdita di PIL di circa 7 punti percentuali. È stata dunque la più intensa recessione degli ultimi trent'anni in termini di perdita di PIL, ma non è stata la più lunga. La recessione del 1992-1993 durò, infatti, per sei trimestri, uno in più di quella del 2008-2009. E la recessione iniziata nel terzo trimestre del 2011 e ancora in corso nel primo trimestre del 2013 è durata per ora sette trimestri. Ma la prolungata perdita di PIL del 1992-1993 non raggiunse nemmeno i due punti percentuali, mentre la recessione del 2011-2013 ha portato a una diminuzione del PIL di 4,2 punti percentuali fino al primo trimestre del 2013 incluso. I costi sociali della recessione in corso nella prima parte del 2013 sono molto più elevati di ogni recessione precedente, perché la recessione del 2011-2013 è arrivata quando il recupero di PIL, occupazione e produzione industriale successivo alla Grande recessione del 2008-2009 era ancora a meno di metà strada.

#### 4 La dinamica della crisi in sei grafici

La dinamica e i due tempi della crisi possono essere descritti in modo conciso incrociando i dati sull'andamento del PIL e dell'inflazione con l'apparato grafico dello schema di domanda e offerta aggregata. I dati per l'inflazione riportati sull'asse delle y si riferiscono grosso modo a quelli registrati per l'economia statunitense.

**FIGURA 1**

2007, l'economia che cresce troppo prima della crisi  
Step 1. Nel punto A l'economia si trova in uno stato di surriscaldamento.



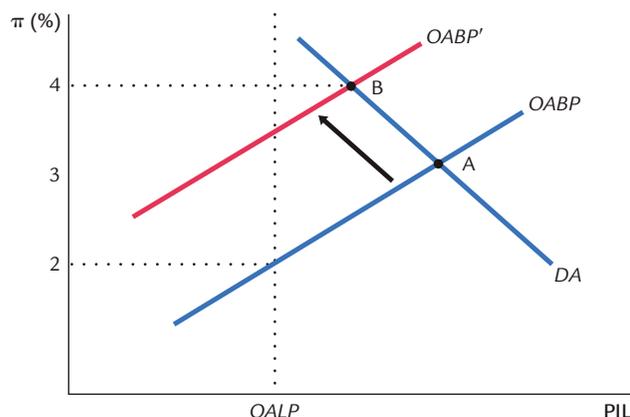
**STEP 1. IL SURRISCALDAMENTO** Il punto di partenza è descritto dal punto A nella figura 1, che potrebbe rappresentare un anno come il 2007.

Il punto A rappresenta una situazione di surriscaldamento del sistema economico, nella quale il PIL mondiale sta crescendo più rapidamente del suo tasso di crescita sostenibile di più lungo periodo, ossia del 4% in luogo del 3% che era il tasso di crescita medio prevalente nel 2000-2006. In A, infatti, la curva di domanda aggregata *DA* incrocia la curva di offerta aggregata di breve periodo *OABP* a destra del livello di equilibrio del PIL di lungo periodo. In A il prodotto interno lordo è al di sopra del suo livello di equilibrio. Lo stesso squilibrio vale anche per l'Italia: nel 2007 in Italia la crescita fu dell'1,7%, contro la media annua dell'1% degli ultimi vent'anni. In parallelo, anche l'inflazione mondiale (così come quella italiana) è a un livello superiore al 2%. Questi dati descrivono, con qualche margine di variabilità, la situazione della maggior parte dei paesi nel 2007.

**STEP 2. LO SHOCK DELL'OFFERTA** Nel 2008-2009 arrivano gli shock negativi, inizialmente dal mercato delle materie prime e poi dai mercati finanziari. La figura 2 mostra la prima fase della crisi economica, cioè la situazione del secondo e terzo trimestre del 2008: in questo periodo il PIL ha già cominciato a scendere rispetto al livello raggiunto nel 2007, ma rimane ancora al di sopra del suo livello di pieno impiego. Nello stesso tempo, il boom del prezzo del petrolio spinge l'inflazione ulteriormente verso l'alto fino a sfiorare il 4% negli Stati Uniti e in Europa. L'aumento dell'inflazione è alimentato dal lato dei costi (quelli delle materie prime) e non è contrastato con una politica monetaria restrittiva dalla Federal Reserve. In questo periodo invece la BCE di Jean-Claude Trichet, interpretando in modo un po' troppo letterale il proprio mandato anti-inflazione, decide

**FIGURA 2**

Lo shock dell'offerta della prima metà del 2008  
Step 2. Il boom del prezzo del petrolio fa contrarre l'economia.

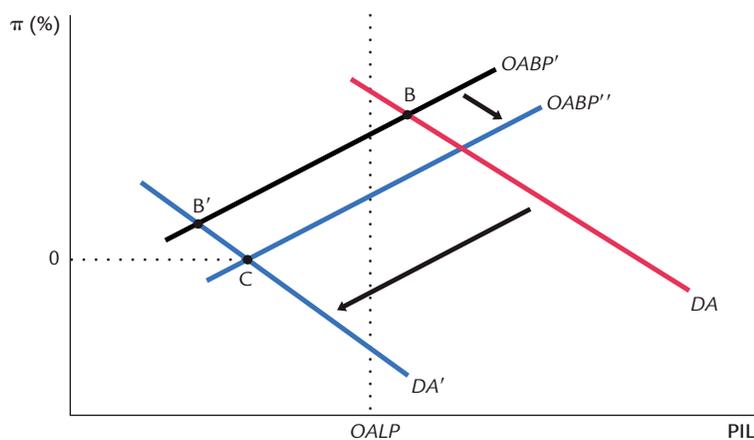


di aumentare i tassi di riferimento, quando l'economia europea si sta già contraendo. Nella figura 2 la curva di offerta si sposta verso l'alto e verso sinistra, generando appunto un'ulteriore accelerazione dell'inflazione (dal 3% al 4% circa) e l'inizio della recessione nel secondo e terzo trimestre del 2008.

**STEP 3. LE CONSEGUENZE MACROECONOMICHE DEL FALLIMENTO DELLA LEHMAN BROTHERS** Con il fallimento della Lehman Brothers, la recessione diventa la Grande recessione e passa nella sua fase più acuta. Il tracollo del settore immobiliare si traduce in un peggioramento dei bilanci delle banche e delle istituzioni finanziarie di tutto il mondo, nella caduta delle borse e del mercato interbancario, cioè in un azzeramento del credito disponibile. In parallelo, tuttavia, non è solo l'offerta di credito a ridursi ma anche la domanda di credito, dato che il crollo delle borse e l'incertezza sui mercati finanziari diffondono il panico. Oltre alle imprese bancarie, assicurative e finanziarie in genere, anche le famiglie e le imprese non bancarie, senza che sia ancora accaduto nulla ai propri bilanci, decidono immediatamente di rispondere in modo difensivo alla crisi finanziaria e all'incertezza da questa generata rinviando al futuro gli acquisti di beni di consumo durevole (le famiglie) e di beni di investimento (le imprese non bancarie).

Come in molte recessioni, è la spesa autonoma per investimenti e beni di consumo durevoli (cioè, quella che dipende dalla fiducia nel futuro) la prima voce della domanda a contrarsi. Negli Stati Uniti le vendite di iPhone diminuiscono dell'83% nella settimana di settembre successiva al fallimento della Lehman Brothers. In Italia l'indice destagionalizzato (cioè, depurato dai fattori che fanno variare ogni anno le vendite di mese in mese, ad esempio l'occorrenza di festività come il Natale e la Pasqua) del fatturato dell'industria scende del 13% tra settembre e dicembre 2008. Ma il calo si attesta tra il 15% e il 20% per gli acquisti delle aziende (soprattutto se sull'estero), al 5% per i beni di consumo durevoli delle famiglie, e solo all'1% per gli acquisti di beni non durevoli delle famiglie. Insomma, quando scoppia la crisi finanziaria, i carrelli dei supermercati rimangono pieni, mentre si svuotano i concessionari di automobili. La spesa al supermercato è funzione del reddito disponibile, mentre l'acquisto di una nuova automobile dipende anche dalle condizioni prevalenti sul mercato del credito e, soprattutto in paesi in cui gli acquisti di automobili sono quasi esclusivamente di rimpiazzo del parco macchine esistente, può facilmente essere rinviato al futuro. Per l'acquisto di beni di consumo durevoli e di beni di investimento tende a prevalere un atteggiamento «wait and see», che in italiano si potrebbe parafrasare con «quest'anno non cambio la macchina e sto a vedere che cosa succede».

Tutto ciò è concisamente descritto nella figura 3. La riduzione della spesa autonoma per consumi e investimenti sposta la curva *DA molto* verso sinistra e verso il basso (da B a B'), generando una tendenza alla deflazione, cioè una marcata riduzione del PIL (dell'1% circa per il PIL del mondo, del 2,5% per gli Stati Uniti, del 4% per l'area dell'euro e del 5% per l'Italia), e una inizialmente graduale e in seguito sempre più spedita riduzione dell'inflazione verso lo zero – e, in alcuni paesi, al di sotto dello zero. In aggiunta, la



**FIGURA 3**

**Il fallimento della Lehman Brothers e la domanda aggregata**

Step 3. Dopo il fallimento della Lehman Brothers nel settembre 2008, la curva di domanda aggregata si sposta verso il basso e verso sinistra. Il successivo calo del prezzo del petrolio fa spostare la curva di offerta aggregata di breve periodo verso destra e verso il basso.

**TABELLA 5** Il PIL e le sue componenti durante la Grande recessione (q108–q209)

	Δ% cumulata					
	PIL	Consumi	Investimenti	Spesa pubblica	Export	Import
Francia	-3,3	0,8	-8,7	1,8	-15,0	-12,5
Germania	-6,3	0,8	-10,6	3,2	-18,2	-12,9
Italia	-6,5	-2,6	-15,8	2,2	-23,9	-19,0
Spagna	-4,2	-6,6	-18,6	6,9	-16,4	-24,4
Regno Unito	-5,6	-3,8	-16,8	2,9	-12,3	-15,9
Stati Uniti	-3,5	-1,7	-16,7	2,9	-12,6	-19,5
Area dell'euro	-5,1	-1,3	-12,4	3,2	-17,8	-15,3

Fonte: Eurostat.

riduzione della domanda aggregata indotta dalle decisioni di consumo e investimento è amplificata dal canale estero: in un'economia globale, una proporzione elevata (tra un quarto e un terzo) dei consumi e degli investimenti viene soddisfatta tramite produzione estera. Vuol dire che la decisione di famiglie e imprese tedesche di rinviare *C* e *I* al futuro si traduce in minori importazioni della Germania dall'Italia e dagli altri paesi europei, cioè in minori esportazioni dell'Italia e degli altri paesi europei verso la Germania. Dunque il PIL dell'Italia diminuisce perché i consumatori italiani rinviando il consumo al futuro, le imprese italiane rinviando gli investimenti al futuro e, infine, le vendite sull'estero delle imprese diminuiscono.

Il meccanismo moltiplicativo che nelle fasi di espansione funziona da potente detonatore della crescita continua a funzionare anche nelle fasi recessive, ma con segno contrario.

Come risulta dalla tabella 5, nel caso della Grande recessione la riduzione dell'interscambio è stata ben più elevata della riduzione osservata del PIL, il che contrasta con le consuete implicazioni del modello del moltiplicatore da libro di testo. Una possibile spiegazione di questo fenomeno è stata avanzata in un recente studio di Mary Amiti della Federal Reserve e David Weinstein della Columbia University che, usando dati disaggregati su banche e imprese clienti durante le crisi finanziarie giapponesi degli anni 1990, hanno mostrato che, almeno nel caso del Giappone, lo stato di salute delle banche ha avuto un impatto maggiore sulle esportazioni che sulle vendite nel mercato interno, determinandone una diversa reazione alle crisi. Sulla base dei loro risultati, la contrazione del reddito spiegherebbe circa un terzo del crollo delle esportazioni durante le crisi finanziarie giapponesi degli anni 1990. È possibile che un simile meccanismo abbia funzionato nella Grande recessione: nel 2009, nell'economia italiana le esportazioni sono diminuite del 19%, gli investimenti del 12% e i consumi delle famiglie solo del 2%.

Quando il PIL diminuisce a causa di uno shock negativo della domanda aggregata, anche l'inflazione diminuisce. Nelle recessioni passate, tutto finiva con un semplice rallentamento dell'inflazione. Ma l'entità dello shock negativo del 2008-2009 è stato tale da far ipotizzare che questa volta non solo sarebbe diminuita l'inflazione, ma che addirittura avremmo assistito a una riduzione non episodica del livello generale dei prezzi, spingendo l'economia in deflazione. Un'economia in deflazione può esercitare un altro potenziale influsso negativo sulla domanda aggregata (vedi la scheda «Venti di deflazione» alla pagina seguente). Se, infatti, tra i consumatori si diffonde l'opinione che domani i prezzi saranno più bassi di quelli di oggi, ciò può rinforzare gli effetti del comportamento «wait and see» dovuto alla diffusione dell'incertezza sulle prospettive future: perché acquistare oggi un bene che posso comprare domani a un prezzo inferiore?

Tra le tante cattive notizie, si deve però ricordare che l'ultimo trimestre del 2008 porta con sé almeno una nota positiva: l'entità della recessione è, infatti, parzialmente attenuata dal calo del prezzo del petrolio e delle altre materie prime, indotto proprio dalla

## APPROFONDIMENTI

### Venti di deflazione

I prezzi sono oggi alti come non mai e la gente si mette al riparo contro i rincari. Ma tra qualche mese le cose potrebbero essere molto diverse. Potrebbe essere la **deflazione**, la riduzione generalizzata dei prezzi, il pericolo da cui l'Italia, ma soprattutto l'economia mondiale, potrebbe dover guardarsi. E dovrà farlo in particolare perché di deflazioni non se ne sono mai viste dopo gli anni 1930: è quindi particolarmente difficile combattere un fenomeno che non si conosce.

*Inflazione fino ad oggi.* Voli aerei: +41%. Pasta: +26%. Gasolio: +24%. Pane: +12%. Ecco i rincari più elevati registrati in Italia nell'agosto 2008 rispetto allo stesso mese del 2007. Per fortuna, nello stesso periodo di tempo, i prezzi delle comunicazioni, che hanno un peso ormai elevato nella spesa degli italiani, sono scesi del 4% e quelli dei servizi sanitari sono rimasti fermi. Facendo la media di tutti i prodotti acquistati dagli italiani, viene fuori un tasso di inflazione dei prezzi al consumo pari al 4,1%, uguale a quello registrato nel luglio 2008. Contro questi numeri, i consumatori scendono in piazza per dire «no al carovita» e chiedono al governo il blocco di prezzi e tariffe fino al giugno 2009 e sanzioni per scuole e insegnanti che non rispettino i tetti di spesa ministeriali per i libri di testo. Contro il carovita, nel cortile del consorzio agrario di via Ripamonti a Milano, decolla il Farmers' Market che rimarrà aperto tutti i mercoledì fino a Natale. Lunghe file di macchine per accedere al parcheggio e code alle macchine distributrici di latte fresco «un litro, un euro» e alle bancarelle. Tra pochi mesi, tutto ciò, l'inflazione, le code, le richieste di mettere tetti agli aumenti dei prezzi, potrebbe però essere solo un ricordo del passato.

*La deflazione.* Già a partire dal luglio 2008, infatti, su molti mercati è il vento della riduzione dei prezzi, della «deflazione», a soffiare, non quello dell'inflazione. Quella che osserviamo nei dati di oggi è una **combinazione** tra le tendenze del passato (gli aumenti dei prezzi fino a luglio) e la loro discesa da luglio a oggi. Il prezzo della benzina verde è, infatti, calato del 4% in agosto rispetto al dato di luglio. Se però guardiamo al suo aumento su base annua (agosto 2008 su agosto 2007) troviamo un +10%. Ed è questo +10% che fa scendere in piazza i consumatori. Lo stesso per il gasolio: il +24% su base annua agosto su agosto incorpora già la riduzione del prezzo del gasolio del 5% dell'agosto 2008 rispetto al luglio 2008. Lo stesso vale per praticamente tutte le altre materie prime i cui mercati hanno fatto il giro di boa e hanno cominciato a mostrare andamenti decrescenti. La riduzione dei prezzi degli alimentari si associa a quella dei valori azionari e del mercato immobiliare, che sono cominciate molto prima e che sono però pienamente in atto in questi giorni in cui un giorno fallisce una banca con un giro d'affari di centinaia di miliardi di dollari come la Lehman Brothers e un altro giorno viene salvata dalla Fed, con un'iniezione di 85 miliardi di dollari, una società di assicurazione gigante come la AIG (American

International Group) di cui il cittadino medio non aveva mai sentito parlare.

I venti deflazionistici sono stati portati dal rallentamento indotto nell'economia mondiale dalle restrizioni del **credito** dovute alla crisi dei mutui, che pian piano si sta trasmettendo al resto dell'economia statunitense prima e poi all'Europa.

*Perché la deflazione è una brutta bestia.* Se si va su Wikipedia si trova la definizione di deflazione: «il processo di riduzione generalizzata del livello generale dei prezzi». Ma la verità è che nessuno sa esattamente cosa voglia dire la parola «deflazione». Chi li ha mai visti scendere i prezzi di tanti mercati tutti insieme? Nessuno che non sia nato negli anni 1920 e che quindi possa ricordare i tempi della Grande Depressione, la quale peraltro si manifestò più fortemente negli Stati Uniti e nel Regno Unito che in Italia. Nel secondo dopoguerra, a fianco di qualche prezzo che scendeva (come quello dei computer o dei semiconduttori negli ultimi venticinque anni) ce ne sono stati sempre tanti altri che salivano in modo da produrre un perenne aumento del livello generale dei prezzi.

Ma le cose cambiano o almeno potrebbero essere cambiate. E, infatti, Mario Draghi\* in questi giorni non ha parlato del pane e della pasta. Ha invece detto preoccupato: «Attenti alla deflazione». Di per sé, in realtà, con i livelli dei prezzi della pasta, del pane e del latte di oggi, verrebbe da dire che un po' di deflazione farebbe solo bene. Anzi, certamente ci lamentiamo che le riduzioni del prezzo del petrolio si trasferiscano troppo lentamente sul prezzo della benzina. Di «deflazione» ne vorremmo vedere di più. Ma la deflazione non è la riduzione del prezzo del pane e della pasta: è la riduzione di **tutti i prezzi**, compreso quello del lavoro, per esempio. In una situazione in cui i produttori vedono scendere i prezzi di vendita dei loro beni, per rimanere competitivi, hanno bisogno che scenda il **livello dei salari**, come dicono gli economisti, in termini nominali, cioè che uno stipendio che ieri era di 1000 euro scenda a 980 euro. Non basta che rimanga fermo a 1000. A tutto ciò, il nostro sistema di relazioni industriali e, si potrebbe dire, la nostra società non è minimamente preparato.

*Conclusione.* Fanno bene i governatori delle banche centrali a tentare di opporsi ai venti deflazionistici salvando qui e là le istituzioni bancarie il cui fallimento metterebbe nei guai troppi consumatori e risparmiatori ignari e – almeno parzialmente – incolpevoli. Perché, come insegna la storia dell'economia giapponese, in stagnazione e deflazione da quindici anni a questa parte, quando entri nella sua trappola, uscire dalla deflazione non è tanto facile.

\* Al momento della stesura dell'articolo, governatore della Banca d'Italia.

*Fonte:* Francesco Daveri, articolo pubblicato quattro giorni dopo il fallimento della Lehman Brothers, [www.LaVoce.info](http://www.LaVoce.info), 19 settembre 2008.

severità dello spostamento verso destra della curva *DA*. A causa della Grande recessione il prezzo del petrolio crolla: dopo aver raggiunto il livello di 147 dollari al barile nel luglio 2008, scende a un minimo di 35 dollari nel febbraio 2009, cioè quando le aspettative di ripresa futura appaiono molto incerte e lontane nel tempo. Ciò si traduce in uno spostamento di segno contrario della curva di offerta aggregata di breve periodo verso destra e verso il basso, il che porta l'economia in una situazione comunque pesantemente recessiva, ma in cui le aziende vedono un inizio di riduzione dei costi di produzione, anticamera di tutte le riprese economiche. Nei primi mesi del 2009 questa riduzione dei costi è stata tuttavia più che compensata dal persistere dei venti recessivi sul fronte della domanda. Questa situazione è rappresentata nella figura 3 dallo spostamento da *B'* a *C*.

**STEP 4. LA RISPOSTA DELLA POLITICA ALLA CRISI** Per evitare che la recessione si trasformasse in una depressione come quella degli anni 1930 (durante la quale il PIL statunitense diminuì del 25% in cinque anni), i governi e le banche centrali hanno risposto con rapidità ai venti di deflazione.

Sul fronte della politica monetaria, le banche centrali di tutto il mondo hanno ridotto i tassi di sconto a più riprese, a volte ognuna per conto proprio ma occasionalmente in modo coordinato (ad esempio, l'8 ottobre 2008). Dopo vari round di riduzioni e limitature successive a partire dal livello del 5,2% del marzo 2007, il Federal Funds Target Rate, il tasso di riferimento per il mercato interbancario negli Stati Uniti, è stato pressoché azzerato nel dicembre 2008. Nella riunione del 23 giugno 2010 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha votato di mantenere inalterato l'intervallo di variazione del tasso di riferimento tra lo zero e 0,25 punti percentuali. Anche la Banca centrale europea ha – più gradualmente – ridotto il suo tasso di riferimento, dal 4% all'1%. Fin qui, poco o niente di eterodosso. Le politiche di espansione monetaria non si sono però limitate a riduzioni del tasso di sconto più sostanziose del solito. Hanno anche fatto ricorso a politiche non convenzionali, cioè interventi diretti volti a migliorare la liquidità e il capitale a riserva delle banche commerciali. Lo hanno fatto per dare una risposta a una domanda angosciante che ha tolto il sonno ai banchieri centrali di tutto il mondo negli ultimi mesi del 2008. La domanda era: che cosa succede se, una volta azzerati i tassi di sconto, le banche continuano a non fidarsi le une delle altre, non utilizzano le riserve messe a loro disposizione a poco prezzo e quindi il mercato interbancario non ricomincia a funzionare? Con molto senso pratico e ricordandosi degli studi sulla Grande Depressione che lo avevano reso famoso nel mondo accademico quando era ancora un semplice professore di Princeton, il governatore della Ben Ted Bernanke ha deciso prima di tutto di mettere all'asta le riserve disponibili per le banche commerciali, ricorrendo alla Term Auction Facility. Non solo: ha accettato che il portafoglio della Fed si riempisse di titoli tossici, proprio quei titoli che nessuna banca commerciale accettava più in garanzia sui mercati interbancari di tutto il mondo. In più, con l'aiuto del Dipartimento del Tesoro, Bernanke ha contribuito a ricapitalizzare le banche commerciali la cui solidità patrimoniale era messa in dubbio dalla caduta a picco del mercato immobiliare e dal valore dei titoli basati sui mutui immobiliari. Insomma, in pochi mesi Bernanke ha trasformato la Fed nella banca commerciale con il bilancio più grande del mondo, acquistando, tra il dicembre 2007 e il settembre 2009, più di 1000 miliardi di dollari in titoli di cui 430 miliardi in mutui, 370 in attività relative alla Term Auction Facility e 140 in carta commerciale.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il governo degli Stati Uniti ha attuato, a distanza di pochi mesi l'uno dall'altro, due programmi di rilancio dell'economia per 787 e 800 miliardi di dollari (rispettivamente sotto l'amministrazione Bush e l'amministrazione Obama) per salvare le banche, la finanza e gli altri settori in difficoltà, a cominciare da quello automobilistico di Detroit. Come riportato nella tabella 6, questi interventi hanno aumentato di 9 punti percentuali (dal 3% al 12% del PIL) il deficit pubblico del governo degli Stati Uniti. In parallelo, fornendo un esempio di quella complementarità che ha indotto alcuni a parlare di Chimerica (= China + America), anche il governo cinese, il cui PIL era circa un terzo di quello degli Stati Uniti, ha attuato un programma di rilancio dell'economia da 586 miliardi di dollari, un ammontare di risorse pari proprio a un terzo dei due programmi di espansione fiscale attuati negli Stati Uniti nello stesso

**TABELLA 6** I deficit pubblici prima, durante e dopo la Grande recessione

	Deficit/PIL (%)			
	2007	2009	2010	2013p
Stati Uniti	-2,9	-11,9	-11,4	-5,3
Regno Unito	-2,7	-10,8	-10,0	-7,0
Germania	+0,2	-3,1	-4,1	-0,2
Italia	-1,6	-5,4	-4,3	-3,0
Francia	-2,7	-7,6	-7,1	-3,9
Spagna	+1,9	-11,1	-9,7	-6,9

*Nota:* I numeri preceduti dal segno meno corrispondono a un deficit.

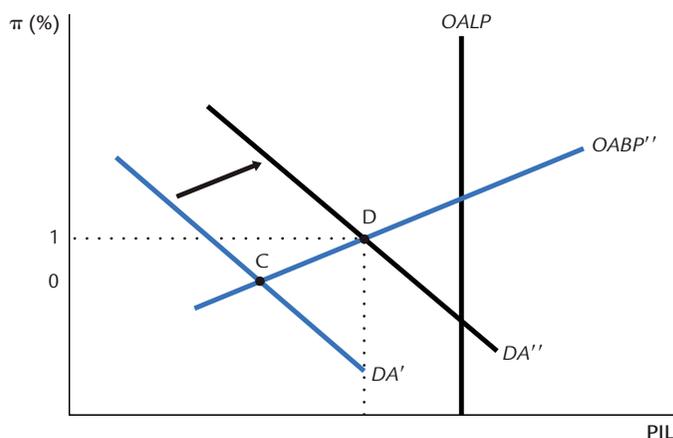
*Fonte:* Oecd Economic Outlook, giugno 2013.

periodo di tempo. Lo stesso orientamento fortemente espansivo della politica fiscale è stato attuato con intensità e timing variabile anche dai paesi europei. Significativamente, nel 2009 il deficit pubblico ha raggiunto i 3 punti percentuali del PIL anche in un paese tradizionalmente votato al rigore di bilancio pubblico come la Germania. In Francia, Spagna e Regno Unito il deficit pubblico è aumentato ben di più: in Francia ha superato il 7,5%, mentre in Spagna e nel Regno Unito è arrivato all'11% del PIL.

In Italia il deficit pubblico, pur raggiungendo il 5% del PIL, è aumentato meno che altrove. Nell'attuazione di una politica fiscale espansiva, l'Italia ha avuto sia vincoli di debito pubblico più severi che minori esigenze di salvataggi bancari rispetto alla maggior parte degli altri paesi europei. In effetti l'aumento del deficit italiano può essere ricondotto quasi esclusivamente all'operare degli stabilizzatori automatici. Il deficit era infatti arrivato al 2,7% del PIL nel 2008 ed è salito al 5,4% nel 2009, con un aumento di 2,7 punti percentuali. E +2,7% è proprio la variazione prevista del deficit sulla base della regola del pollice stimata dall'Ocse in funzione dell'andamento ciclico dell'economia. La regola dice infatti che, per effetto degli stabilizzatori automatici, cioè della riduzione automatica delle entrate e dell'aumento automatico delle uscite indotte da una recessione, il rapporto deficit/PIL tende a peggiorare di mezzo punto percentuale per ogni punto perso di PIL. Essendo il PIL diminuito del 5,5% nel 2009, senza alcun intervento del governo il deficit pubblico sarebbe dunque dovuto aumentare di 2,75 punti percentuali, una variazione quasi identica a quella osservata. Quando l'allora ministro Tremonti sosteneva di avere tenuto chiusi i cordoni della borsa durante la crisi non aveva torto.

Come analizzato nel resto del capitolo, la ripresa del 2010 è dunque il risultato dell'affievolirsi degli shock negativi del 2008-2009 e delle politiche fiscali e monetarie fortemente espansive messe in atto dai governi di tutto il mondo.

La figura 4 descrive le prime fasi della ripresa, con lo spostamento della curva  $DA$  ver-

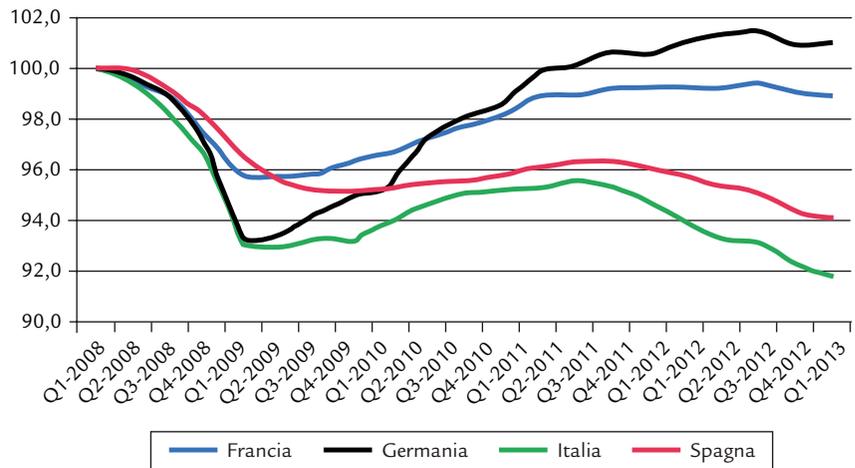
**FIGURA 4**

#### La risposta della politica macroeconomica

Step 4. La pronta reazione di banche centrali e governi fa spostare la curva di domanda aggregata verso destra, portando l'economia dal punto C al punto D.

**FIGURA 5**

Il PIL durante la crisi in Francia, Germania, Italia e Spagna (primo trimestre 2008 = 100)



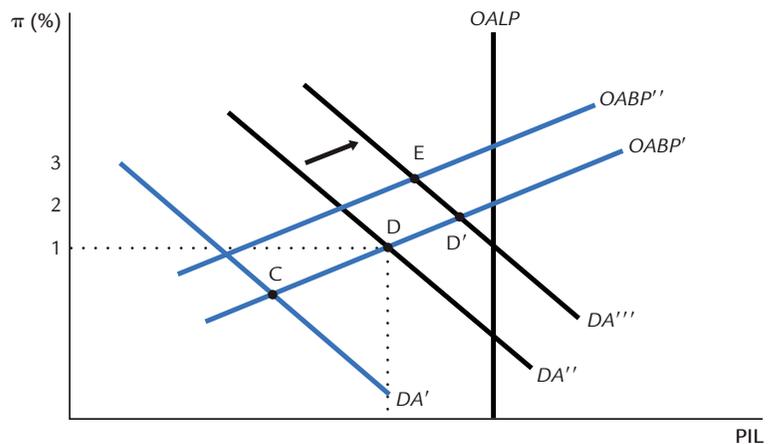
so destra che porta l'economia dal punto C raggiunto nel secondo trimestre del 2009 al punto D. Lo spostamento della curva *DA* verso destra fa gradualmente risalire l'inflazione dallo zero all'1%. Il livello del prodotto rimane comunque al di sotto del suo livello di pieno impiego, rappresentato nella figura come il PIL di lungo periodo o *OALP*. È la situazione in cui si sono trovate le economie statunitense ed europea nel 2010.

**STEP 5. LA RIVOLUZIONE DEI GELSOMINI, UN ALTRO SHOCK DELL'OFFERTA** La figura 5 mostra l'evoluzione del PIL trimestrale dei quattro grandi paesi dell'eurozona, Italia, Francia, Germania e Spagna, dal primo trimestre del 2008 fino agli ultimi dati disponibili, quelli del primo trimestre del 2013. La figura indica il progressivo affievolirsi della ripresa e, nei trimestri più recenti, il manifestarsi sempre più evidente di un'eurozona a due velocità.

Il progressivo affievolirsi della ripresa è legato al nuovo aumento del prezzo del petrolio successivo alla Rivoluzione dei gelsomini e alla Primavera araba nell'Africa settentrionale e nel Medio Oriente. Questi eventi di grande rilevanza sociale hanno causato, almeno per i primi due trimestri del 2011, un nuovo aumento del prezzo del petrolio. E così la ripresa cominciata nel 2010 è stata soggetta a due influenze di segno contrastante sui livelli di attività economica. Sulla domanda aggregata ha continuato a pesare con segno positivo il recupero di fiducia da parte di famiglie e imprese a seguito del ritorno alla crescita nel 2010. Dal lato dell'offerta aggregata, invece, l'aumento del prezzo del petrolio ha ancora una volta pesato sui costi di produzione e sull'inflazione dei prezzi alla produzione e al consumo. Queste due forze sono descritte nella figura 6. Il risultato è una crescita economica rallentata rispetto al 2010 e una più elevata inflazione. L'econo-

**FIGURA 6**

L'influenza del recupero di fiducia di famiglie e imprese e della Rivoluzione dei gelsomini Step 5. Nel corso del 2010 e della prima metà del 2011 la ripresa continua, ma l'inflazione è comunque elevata a causa dell'aumento del prezzo del petrolio successivo alla Rivoluzione dei gelsomini e alla Primavera araba.



**TABELLA 7** I debiti pubblici prima, durante e dopo la Grande recessione (%)

	2007	2009	2011	2014p
Stati Uniti	61,9	88,8	102,2	114,1
Regno Unito	44,7	67,8	85,0	113,9
Germania	64,9	74,5	80,5	85,1
Italia	103,5	116,4	120,1	131,4
Francia	63,8	79,2	86,0	109,7
Spagna	36,3	53,9	69,2	97,0

*Nota:* Per i paesi europei il dato riportato è la definizione di debito pubblico che vale ai fini del trattato di Maastricht.

*Fonte:* Oecd Economic Outlook, giugno 2013.

mia si sposta dal punto D al punto E. In assenza dello shock dell'offerta, sarebbe arrivata al punto D', caratterizzato da un livello più elevato del PIL e da minor inflazione.

**STEP 6. CRISI DEI DEBITI SOVRANI E POLITICHE DI AUSTERITÀ** La tabella 7 sull'evoluzione dello stock di debito di alcuni dei grandi paesi del mondo mostra l'enorme incremento dello stock di debito pubblico successivo alla crisi e all'adozione di politiche fiscali fortemente espansive in risposta ad essa. Con l'aumento dei debiti pubblici si è evitato che la crisi si trasformasse in una depressione. Ma il costo del rimborso di questi debiti peserà sulle spalle dei contribuenti per i decenni a venire in termini di maggiori imposte e minori servizi pubblici.

Sono questi trend nell'indebitamento pubblico, e non la crisi greca dei primi mesi del 2010, ad aver indotto in ultima analisi i governi di tutta Europa ad approvare severi piani di aggiustamento fiscale basati sul taglio della spesa pubblica. In ogni caso, come titolava *BusinessWeek*, a partire dal maggio 2010 la febbre dei tagli di bilancio si è diffusa rapidamente in tutta Europa. La maggior parte dei paesi europei ha annunciato un totale di 120 miliardi di euro di tagli ai propri bilanci pubblici per il 2011-2012, in modo da far fronte al rapido accumulo di debito pubblico originato nel 2008-2009 dalle risposte fiscali alla Grande recessione dopo il fallimento della Lehman Brothers.

Che dovesse esserci una fine delle politiche di espansione fiscale del 2008-2009 era previsto. Per molti mesi, la frasetta sulla necessità del passaggio a una «exit strategy» ha sempre fatto capolino nei documenti ufficiali, ma non era mai stata associata a niente di operativo. Con la crisi greca sono emerse alcune falle nel disegno costituzionale dell'euro, i mercati finanziari hanno perso fiducia nell'euro e hanno cominciato a scommettere sull'eventualità di una fine dell'Unione europea. A quel punto, è diventato più urgente riportare i bilanci pubblici verso una situazione di normalità fiscale – con bassi deficit e rapporti debito/PIL in discesa – uscendo dall'emergenza in cui erano entrati a causa della crisi del 2008-2009. La novità successiva grosso modo al maggio 2010 è che i piani di aggiustamento fiscale in discussione sui media e nelle aule dei Parlamenti di tutta Europa implicano una correzione molto più rapida degli squilibri fiscali accumulati durante la crisi, a valere sul 2011-2012, periodo di tempo su cui un impegno politico può essere preso sul serio. Per molti paesi (ma non per l'Italia) si è tradotto in tagli dal lato della spesa, spesso attuati in round successivi ma progressivamente più restrittivi. Si è trattato di un esperimento politico-sociale senza precedenti: per la prima volta l'Europa nel suo complesso – tranne l'Italia – ha provato a ridurre la spesa pubblica, che era sempre aumentata nei decenni precedenti soprattutto nella sua componente di trasferimenti a fini sociali: pensioni, assistenza alla disoccupazione e ai meno abbienti. In molti paesi, i tagli di spesa hanno riguardato soprattutto gli enti locali, gli stipendi del pubblico impiego e il mancato rinnovo dei contratti così come la non riassunzione dei lavoratori a tempo determinato. La motivazione addotta è stata che esistevano (o esistono) ampi margini di spreco o di rendita nel settore pubblico. La riduzione degli stipendi dovrebbe quindi portare all'eliminazione degli sprechi senza pregiudicare l'offerta di servizi pubblici connessa con l'erogazione di questi redditi. Un'altra delle ragioni indicate a giustificazione della

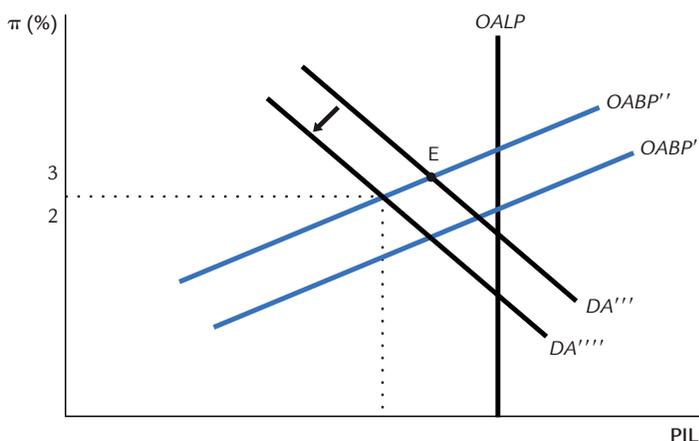
riduzione degli stipendi dei dipendenti pubblici è che questi lavoratori avrebbero goduto – dopo tanti anni di vacche magre – di un trattamento privilegiato durante la crisi, data la relativa sicurezza del loro posto di lavoro rispetto ai colleghi del settore privato. Ma la sensazione è che i piani di riduzione della spesa siano solo all'inizio e che nei vari paesi si andrà oltre, verso le cosiddette «riforme» (delle pensioni, della sanità, dell'istruzione, dell'università), che potrebbero modificare le procedure e i meccanismi di formazione della spesa. Per ora le vere riforme del welfare sono state rinviate al futuro. Ma senza il passaggio dalla chiusura del rubinetto della spesa alle riforme è presumibile che gli attuali tagli di spesa sortiscano solo effetti temporanei e che quindi finiscano per rappresentare dei fuochi di paglia, magari forieri di conflitto sociale, ma privi di efficacia in termini di dinamica della spesa pubblica sul più lungo termine.

Il timore più frequente a fronte dei tagli di spesa è il loro potenziale effetto recessivo. In una fase in cui la ripresa dell'economia procede con gambe malferme, ridurre il reddito di una delle fonti di domanda stabile durante la crisi (cioè, i dipendenti pubblici) potrebbe limitare ulteriormente la propensione a consumare delle famiglie (o quantomeno delle famiglie dei dipendenti pubblici), propensione già messa a dura prova per i lavoratori privati dall'aumento dei tassi di disoccupazione sperimentato nel 2009. Da qui il temuto effetto recessivo. Un'idea iniziale – alimentata da risultati empirici relativi a episodi di tagli di bilancio isolati condotti da piccoli paesi come l'Irlanda o la Danimarca – era che ampie riduzioni di spesa, dopo un breve periodo iniziale di contrazione dell'attività economica, avrebbero portato a rapidi recuperi di prodotto. La differenza di oggi è che l'Europa nel suo complesso ha provato ad adottare quasi simultaneamente le stesse politiche di bilancio restrittive, oltretutto in un contesto in cui almeno per i paesi appartenenti all'eurozona non era più nemmeno disponibile il tasso di cambio come strumento di politica economica che consentisse l'aumento di domanda estera necessario a stabilizzare il PIL sottoposto a contrazione sul fronte della domanda interna.

L'aumento dei debiti pubblici in tutti i paesi e l'adozione di politiche fiscali simultaneamente restrittive in molte nazioni ha portato a tendenze recessive soprattutto nei paesi dell'Europa meridionale. Già nel 2010 nei confronti di Grecia, Irlanda e Portogallo, e poi nell'estate 2011 nei confronti di Spagna e Italia, i mercati finanziari hanno manifestato seri dubbi di sostenibilità in merito ai sentieri di accumulazione del debito pubblico di questi paesi. I dubbi sulla solvibilità si sono tradotti nella richiesta di un premio, un rendimento extra, per tenere in portafoglio i titoli del debito dei paesi indebitati e potenzialmente insolventi. L'aumento degli spread (cioè, della differenza tra il costo del debito di questi paesi e il costo del debito per la Germania) si è poi trasformato in un aumento del costo del credito per le imprese dei paesi indebitati, oltre che in un'accresciuta incertezza sul futuro che certo non favorisce le spese per consumo durevole e investimento. Per far scendere lo spread è arrivata l'adozione di politiche fiscali restrittive, la cosiddetta austerità fiscale. La combinazione di aumentato costo del credito e di tagli al bilancio pubblico ha prodotto tendenze recessive che non hanno potuto essere controbilanciate dal pur positivo andamento delle esportazioni. E così, come descritto nella figura 7, la domanda aggregata si è spostata verso sinistra nei paesi con alti debiti pubblici percepiti a rischio di insolvenza. Ciò ha causato la recessione visibile nella parte destra della figura 5, ma anche l'aggiustamento fiscale visibile nei dati dei deficit pubblici della tabella 6 e nei dati dei debiti pubblici della tabella 7. È importante notare che, sempre nella figura 7, a lungo andare la recessione dell'Europa meridionale ha contribuito al rallentamento della crescita anche nei paesi apparentemente immuni ai rischi di insolvenza, come quelli dell'Europa centrale e settentrionale (Francia, Germania), nei quali con l'affievolirsi del recupero di fiducia di famiglie e imprese la domanda aggregata ha smesso di spostarsi a destra.

Sul rispettivo ruolo dell'austerità e della crisi nell'accumulo di debito pubblico vale la pena notare un aspetto spesso fonte di imprecisioni nel dibattito pubblico. È infatti opinione diffusa che sia stata l'austerità ad aver fatto salire i debiti pubblici in Europa.

È un'opinione non confermata dai dati disponibili, come mostra la figura 8. I dati dicono infatti che, alla fine del 2007, cioè prima della crisi attuale, il debito pubblico era



**FIGURA 7**

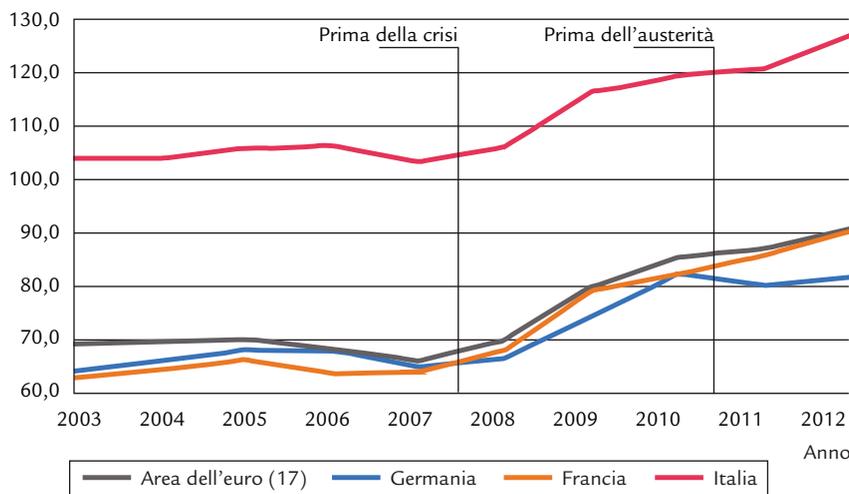
**L'effetto della crisi dei debiti sovrani e dell'austerità sulla domanda aggregata**

Step 6. Durante la seconda metà del 2011 la crisi dei debiti sovrani ha provocato uno spostamento verso destra della curva di domanda aggregata. Nel 2012, la recessione che ha colpito i paesi dell'Europa meridionale ha contribuito al rallentamento dell'economia anche nei paesi dell'Europa settentrionale.

mediamente il 66,4% del PIL nei 17 paesi dell'area dell'euro. I debiti pubblici di Germania e Francia erano allora vicini alla media dell'area dell'euro. L'Italia aveva un debito già superiore al 100% del PIL, pari al 103% del PIL. Già nel 2010, tuttavia, il debito dei paesi dell'eurozona era salito di quasi 20 punti percentuali, fino all'85,4% del PIL, e questo nonostante che fino al 2010 di austerità non si fosse ancora visto molto, almeno nei più grandi paesi dell'area dell'euro. Erano gli anni in cui il ministro Tremonti si vantava di non aver fatto macelleria sociale. In effetti, a seguito della crisi del 2008-2009 e del drammatico crollo dei fatturati aziendali del 2009, un po' ovunque – ma molto meno in Italia – sono stati messi in pratica massicci salvataggi con fondi pubblici e sono stati attuati aumenti di spesa pubblica non coperti da paralleli aumenti di imposta, il che, insieme con il crollo della crescita, ha accresciuto deficit e debiti in rapporto al PIL. E così, tra il 2007 e il 2010, in Germania, Francia e Italia il debito è salito di circa 17 punti, fino ad arrivare all'82% del PIL in Francia e Germania e al 119% in Italia.

E qui comincia l'austerità. Come ricordato in precedenza, l'austerità fiscale è entrata in maniera sostanziale nei bilanci pubblici dei grandi paesi europei solo a partire dai dati del 2011. L'austerità fiscale aveva l'obiettivo di frenare l'aumento del numeratore del rapporto debito/PIL, ma ha anche prodotto effetti negativi – di entità superiore alle attese dei più e soprattutto del Fondo Monetario Internazionale – sul denominatore del rapporto. Il risultato è che dal 2010 il debito pubblico nell'area dell'euro nel suo complesso è salito mediamente di cinque punti percentuali, dall'85,4% al 90,4% di fine 2012. In Germania il debito pubblico in rapporto al PIL si è fermato a quota 82%, in

Percentuale del PIL



**FIGURA 8**

**Crisi, austerità e debito pubblico. Il rapporto debito/PIL in Europa**

Francia è salito al 90%, mentre in Italia è esploso al 127% del PIL. Sui bilanci di tutti i paesi pesa l'austerità fiscale, che ha contribuito, assieme all'incertezza sulle prospettive future, a far scendere il PIL e a causare o almeno peggiorare la recessione del 2011-2012. Tuttavia sull'accumulo di debito pubblico pesano anche, e per parecchi punti di PIL, i salvataggi europei nei confronti dei paesi indebitati come Grecia, Portogallo e Irlanda. Ad esempio, per l'Italia il costo dei contributi al fondo salva-stati è stato pari al 2,7% del PIL nel solo 2012.

In sintesi, al contrario di quanto spesso sostenuto nel dibattito pubblico, ad oggi l'aumento di 24 punti percentuali nel rapporto debito/PIL dell'eurozona rispetto ai livelli pre-crisi è spiegato per circa quattro quinti dalla crisi del 2008-2009, che ha fatto crollare il PIL di tanti paesi europei (e che ha quindi aumentato il deficit in automatico e ridotto il denominatore del rapporto debito/PIL), e dalle risposte keynesiane alla crisi post-Lehman Brothers – legittime ma costose in termini di finanza pubblica. Solo un quinto dell'aumento dei debiti pubblici è avvenuto in parallelo con l'adozione delle politiche di austerità fiscale che sono state adottate più di recente. Non è stata l'austerità fiscale ma la crisi economica a far esplodere il debito pubblico dell'Europa. Le politiche di austerità e i loro effetti recessivi sono arrivati dopo, per mettere una pezza forse inevitabile ma poco riuscita su un buco che stava diventando troppo grande.