

MARIO DEAGLIO

La lezione di Bob Dylan e gli operatori della finanza

«**D**ove sono finiti i miei compagni di divertimenti? Che ne è della mia bella città? Questa dev'essere la fine! La mia casa è diroccata». Così Bob Dylan in Kaatskill Serenade, una canzone ispirata alla figura di Rip van Vinkle. Secondo la leggenda, si trattava di un buon tempone del New England che un bel giorno si addormentò in un bosco per risvegliarsi sette anni più tardi. In quei sette anni tutto era cambiato: gli inglesi erano stati cacciati, erano nati gli Stati Uniti, sua moglie era morta e la sua casa era, appunto, diroccata.

Un operatore finanziario che si fosse addormentato agli inizi del 2001 per risvegliarsi sette anni più tardi avrebbe forse pronunciato le stesse parole di Rip van Vinkle. In quell'anno l'orizzonte economico dell'America era appena increspato da qualche nuvoletta e dopo un decennio di espansione straordinaria ancorasi favoleggiava della possibilità che l'indice Dow Jones in poco tempo raggiungesse quota 30 mila; avrebbe ritrovato questo termometro del capitalismo globale attorno a quota 8mila, circa il 30% in meno di quando l'aveva lasciato.

Prima del suo sonno, finanziari e manager erano sorridenti e inclini a spese folli, e con loro «cisi divertiva». Li avrebbe ritrovati improvvisamente seri, talora sbalzati dai loro posti di comando, talora sotto inchiesta. Avrebbe constatato che a Londra e New York, le "belle città" del capitalismo globale, molti ristoranti erano chiusi e i negozi più esclusivi esibivano i cartelli delle vendite promozionali; sbalordito, avrebbe potuto guardare le fotografie di intere strade di periferia delle grandi città americane con le case vuote e le porte e finestre sbarrate, segno visibile dello sfratto di proprietari che non erano riusciti a pagare il mutuo e dell'impossibilità di chi li aveva sfrattati di trovare nuovi acquirenti o nuovi inquilini. La

sua particolare "casa", ossia l'istituzione creditizia per la quale lavorava, aveva molte possibilità di essere "diroccata", ossia di essere stata chiusa o magari tenuta in vita grazie all'intervento pubblico.

Come andrà a finire questa straordinaria crisi che ci sembra scappata di mano, almeno nel periodo iniziale, che cambia forma e aumenta di dimensioni ogni volta che si cerca di intervenire, che colpisce ormai duramente non solo il mondo, fino a poco fa dorato, della finanza, ma il cittadino normale con il suo posto di lavoro, i suoi risparmi, le aspettative per sé e per i figli?

Occorre considerare subito che i fenomeni economici hanno spesso carattere ciclico. Questo significa che all'analisi statistica molti di essi risultano soggetti - per cause sulle quali non c'è accordo tra gli studiosi - a oscillazioni che presentano elementi di regolarità. In particolare, l'andamento del Pil dei paesi a economia di mercato ha mostrato nel tempo un'alter-

nanza di fasi espansive e di fasi recessive, con una tendenza generale alla crescita. L'analisi congiunturale consiste largamente nell'identificazione di questi andamenti e nella previsione degli sviluppi successivi.

Con riferimento alla figura 1, una fase recessiva inizia, di regola, con un lieve calo produttivo dal livello massimo raggiunto nel periodo precedente (A). È spesso di difficile identificazione, specie ora che il peso della produzione industriale (nella quale da alcuni settori provengono segnali premonitori, riportati dai cosiddetti indicatori anticipatori) è fortemente diminuito. Spesso quindi l'inizio della crisi, ossia l'andamento nel tratto AB, viene scambiato per un'oscillazione casuale e si scommette ancora sulla continuazione della crescita.

È quanto avvenuto nei paesi avanzati nel secondo trimestre del 2008, quando non si prestò molta attenzione al leggero indebolimento congiunturale. Percorso il tratto da A a B, le economie precipitarono nell'abisso di una recessione severa, corrispondente al tratto BC, descritta nella figura 2. Le organizzazioni internazionali modificarono nettamente in peggio le previsioni produttive per l'intero 2009. Difficilmente la caduta può continuare ai ritmi del tratto BC, anche per la grande quantità di misure di sostegno varate dai governi, e in effetti, a cominciare dall'aprile 2009, si sono visti alcuni segnali di rallentamento della discesa (tratto CD).

Questi segnali furono accolti con un entusiasmo eccessivo; un giornale americano rilevò che era come se gli occupanti di un aereo che sta precipitando si rallegrassero per la diminuzione della velocità di caduta. Alla fine della primavera 2009, in effetti, per quanto la Borsa

avesse reagito molto (troppo) positivamente ai primi segnali di rallentamento della discesa, la velocità complessiva del rallentamento produttivo risultava solo leggermente inferiore a quella del trimestre precedente, ma non vi era alcuna indicazione sicura che si fosse davvero in prossimità del sospirato punto D, al quale ha inizio l'*upturn*, la svolta positiva che, dopo numerosi rinvii, veniva generalmente prevista per il terzo trimestre.

Cominciavano peraltro a manifestarsi voci che descrivevano in termini pessimistici l'inclinazione - e quindi la lunghezza - del tratto DE: in sostanza, dopo una caduta rapida si potrebbe assistere a una ripresa lenta, molto lenta. Nella migliore delle ipotesi, le stime di inizio autunno 2009 mostrano che i livelli pre-crisi (punto E) saranno raggiunti dai maggiori paesi nella seconda metà del 2010; con ipotesi più realistiche, occorre attendere il 2011. E solo quando si raggiungerà il punto E si potrà veramente dire di avere annullato, in termini generali, gli effetti negativi della crisi dal punto di vista della produzione, in quanto si sarà tornati al livello produttivo precedente; il "costo" della crisi in termini di mancata crescita potrà allora essere misurato come la differenza tra il livello AE e il profilo inferiore ABCDE corrispondente alla produzione effettivamente realizzata.

Siccome la popolazione nel frattempo sarà aumentata, ci vorrà altro tempo per riportare il Pil per abitante al livello a cui era. E ulteriore tempo per realizzare una produzione aggiuntiva fino a compensare la minor produzione del periodo di crisi. La crisi, insomma, è una gran brutta bestia e deve passare molta acqua sotto i ponti perché si possa affermare che tutti i suoi effetti sono stati neutralizzati.

Non è possibile affermare che, arrivati all'estate del 2009, più della metà dell'acqua della crisi fosse già passata sotto i ponti. Per quanto non siano mancati segnali di attenuazione dei sintomi negativi, i segnali di ripresa produttiva non appaiono ancora generalizzati. E, anche se relativamente improbabile, non può essere del tutto scartata la possibilità di una nuova accentuazione della caduta produttiva: uno sguardo ai comparti dell'economia reale all'inizio dell'estate 2009, con la bancarotta della General Motors e le pessime notizie dai settori dell'auto, del trasporto aereo e di molti beni di consumo, non consente di escludere che la crisi prenda il percorso indicato nella figura con il tratteggio che passa per C', segnalando una ripresa della caduta e dunque spostando in avanti nel tempo i punti D ed E, rispettivamente a D' ed E'.

Sitratterebbe di una "recessione a W" (*double-dip recession*) il cui rischio è stato ripetutamente segnalato da Nouriel Roubini, l'unico economista americano ad avere accuratamente previsto gli andamenti finanziari durante la crisi. Semplificando al massimo, per Roubini, come per altri economisti, i governi si trovano tra l'incudine della deflazione e il martello dell'inflazione: se adottano la cosiddetta *exit strategy*, ossia applicano una dose appropriata di severità fiscale dopo aver inondato il mondo di liquidità per salvare le ban-

che, non vi sarà sufficiente forza nella ripresa della domanda, che potrebbe uscirne soffocata. Se invece non adottano alcuna *exit strategy*, sarebbero i mercati finanziari a "punire" i governi riducendo il prezzo al quale sono disposti a scambiare un debito pubblico mondiale divenuto assai dubbio.

In questo modo, la svalutazione del debito pubblico "ripulirebbe" i bilanci statali e ridurrebbe i patrimoni investiti in titoli di debito, ma consentirebbe alle economie di ripartire. Una cura, peraltro, estremamente brutale, con qualche analogia con quanto successe negli anni immediatamente successivi alla Seconda guerra mondiale soprattutto in Germania e in Italia. Su questa linea, in termini espliciti e duri, va segnalato l'intervento del 94enne premio Nobel Paul Samuelson, in un articolo pubblicato su La Stampa. Samuelson afferma, tra l'altro, che «oggi gli studiosi di macroeconomia sono poco preparati per evitare i crack post-2007. Continuano a blaterare di trasparenza e di obiettivi d'inflazione, non si accorgono che Roma sta bruciando. Quello che più serve ora è dare impulso alle spese di impatto immediato. Adesso è troppo tardi per programmare spese a medio e lungo termine, per esempio nei lavori pubblici».

Va peraltro considerata la possibilità che le cure messe in atto, pur con tutte le loro debolezze, risultino efficaci. Si realizzerebbe così uno scenario che è stato definito *quickfix* (rimedio rapido), benché, con il passare dei mesi, appaia un po' meno *quick*. Esso parte dal presupposto che, dopo tre-cinque trimestri di recessione dell'economia reale, le Borse si rianimino; la creazione di risorse finanziarie che ne risulterebbe sarebbe sufficiente a dare fiato alla domanda. In una variante di quest'ipotesi, a tale domanda darebbero un contributo fondamentale i nuovi settori industriali legati alle energie alternative, secondo i programmi dell'amministrazione Obama, nonché la perdurante crescita dei paesi emergenti, toccati da un semplice rallentamento e non da una vera e propria caduta produttiva.

L'ipotesi *quickfix* ha portato gli analisti finanziari e altri osservatori congiunturali a una ricerca frenetica degli indizi di una ripartenza dell'economia reale; tale ricerca ha permesso d'individuare soprattutto segnali di un rallentamento della caduta produttiva ma, a tutto il secondo trimestre 2009, mancavano ancora chiari segnali di inversione. Né essi erano discernibili nella calura d'agosto. L'aspettativa di tale inversione ha fatto sì che il discorso, venuto di estrema cautela, del governatore Bernanke del 21 agosto fosse sufficiente a infiammare le Borse, scatenando un clima di euforia.

Ammettendo che l'inversione si verifichi tra ottobre e dicembre 2009 nelle economie maggiori, va osservato che, nel corso del 2009, in ogni caso le stime sulla robustezza della ripresa che ne deriverà sono venute attenuandosi; la prospettiva di una ripresa "pallida", benché possibilmente duratura e in grado di divenire meno esangue nel corso del 2010, riscuote la maggioranza dei consensi in campo finanziario. Questo ha come conseguenza che le Borse debbano anticipare l'economia reale.

Al momento di chiudere questo lavoro, l'incertezza è estrema ma una cosa appare ragionevolmente sicura: meglio aspettare a gridare vittoria, e lo spumante per il brindisi per il momento lasciamolo in cantina.

Il testo di Mario Deaglio è tratto dal XIV Rapporto sull'economia globale e l'Italia, «Alla scuola della crisi», promosso dal Centro Einaudi e da Ubi Banca



Mario Deaglio, Giorgio Arfaras, Anna Caffarena, Giorgio S. Frankel, Giuseppe Russo,
Alla scuola della crisi, Guerrini e Associati editore, pagg. 198, € 21,00

Oggi la presentazione. Il XIV Rapporto sull'economia globale e l'Italia, *Alla scuola della crisi*, viene presentato a Milano, presso la Banca Popolare Commercio e Industria, via della Moscova 33, alle 11,45. Il Rapporto - frutto della collaborazione tra il Centro di ricerca e documentazione Luigi Einaudi e Ubi Banca - si propone come strumento utile per comprendere gli scenari del dopo-shock finanziario.

Teniamo in cantina lo spumante

La prospettiva di una «ripresa pallida» resta la più probabile per gli operatori finanziari

L'EFFICACIA DELLE CURE
 Analisti e osservatori guardano spasmodicamente a qualsiasi segnale, ma continuano a mancare chiare inversioni di tendenza

Paul Samuelson. Il 94enne premio Nobel per l'economia americano (*nella foto*) ha sostenuto che «gli studiosi continuano a blaterare di trasparenza e di obiettivi d'inflazione, ma non si accorgono che Roma sta bruciando»

Il ciclo. L'inizio della crisi scambiato per oscillazione casuale
Crescita frenata. Una forte incertezza condiziona gli scenari

Dalla teoria alla realtà

FIG. 1 PUNTI CARATTERISTICI DI UNA CRISI CICLICA

Come si oscilla dal lieve calo produttivo (AB), all'abisso della recessione (BD) e i tempi lenti della ripresa (DE)

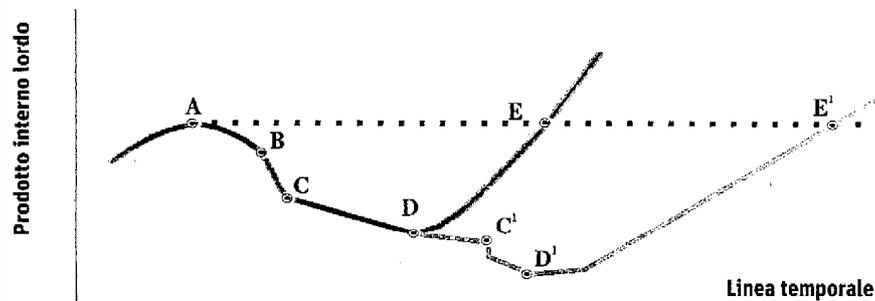
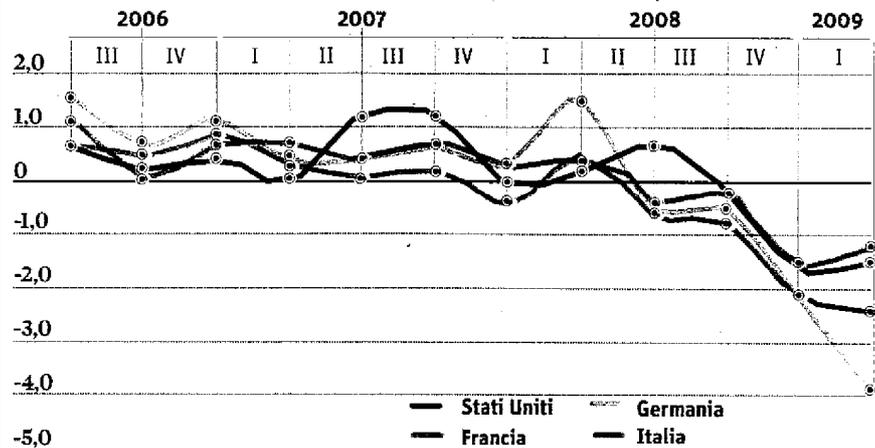


FIG. 2 LA FRATTURA STATISTICA DEL 2008

Variazione percentuale del Prodotto interno lordo rispetto al trimestre precedente



Fonte: «Alla scuola della crisi»