



Bergamo, 24 Febbraio 2011

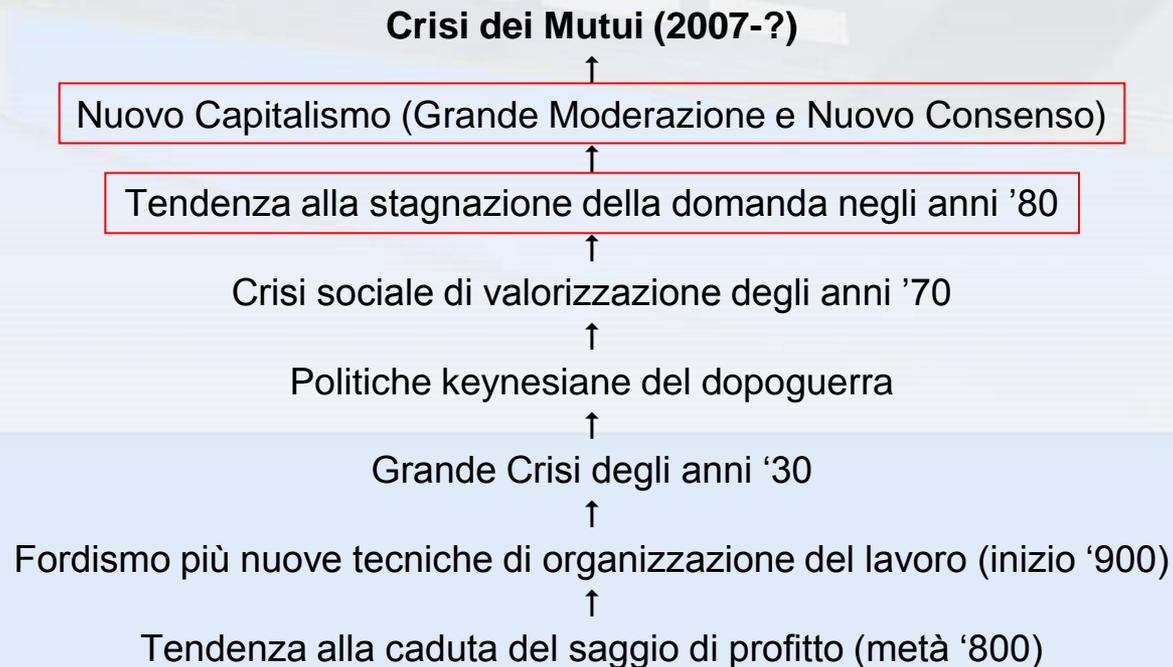
*Un'analisi eterodossa delle cause
della crisi economica e delle prospettive future*

Marco Passarella

Fine della corsa



Fine di un'epoca storica, iniziata in occidente dopo la Seconda Guerra Mondiale. La crisi ha radici antiche:



Una domanda, quattro risposte

- ✓ J. Taylor: la crisi è il prodotto di denaro facile + deregolamentaz. finanziaria anni '90 (Gramm-Leach-Bliley 1999) ← nuove regole
- ✓ B. Bernanke: eccesso di risparmio nei paesi asiatici
- ✓ La crisi è l'esito della crisi di valori del capitalismo (avidità) ← nuova etica (*Caritas in Veritate*)
- ✓ J. Stiglitz (+ E. Brancaccio): la crisi è il risultato di un mondo di bassi salari ← politiche a sostegno dei redditi da lavoro

Tutto vero (eccetto punto 2).
Ma è solo questo?!

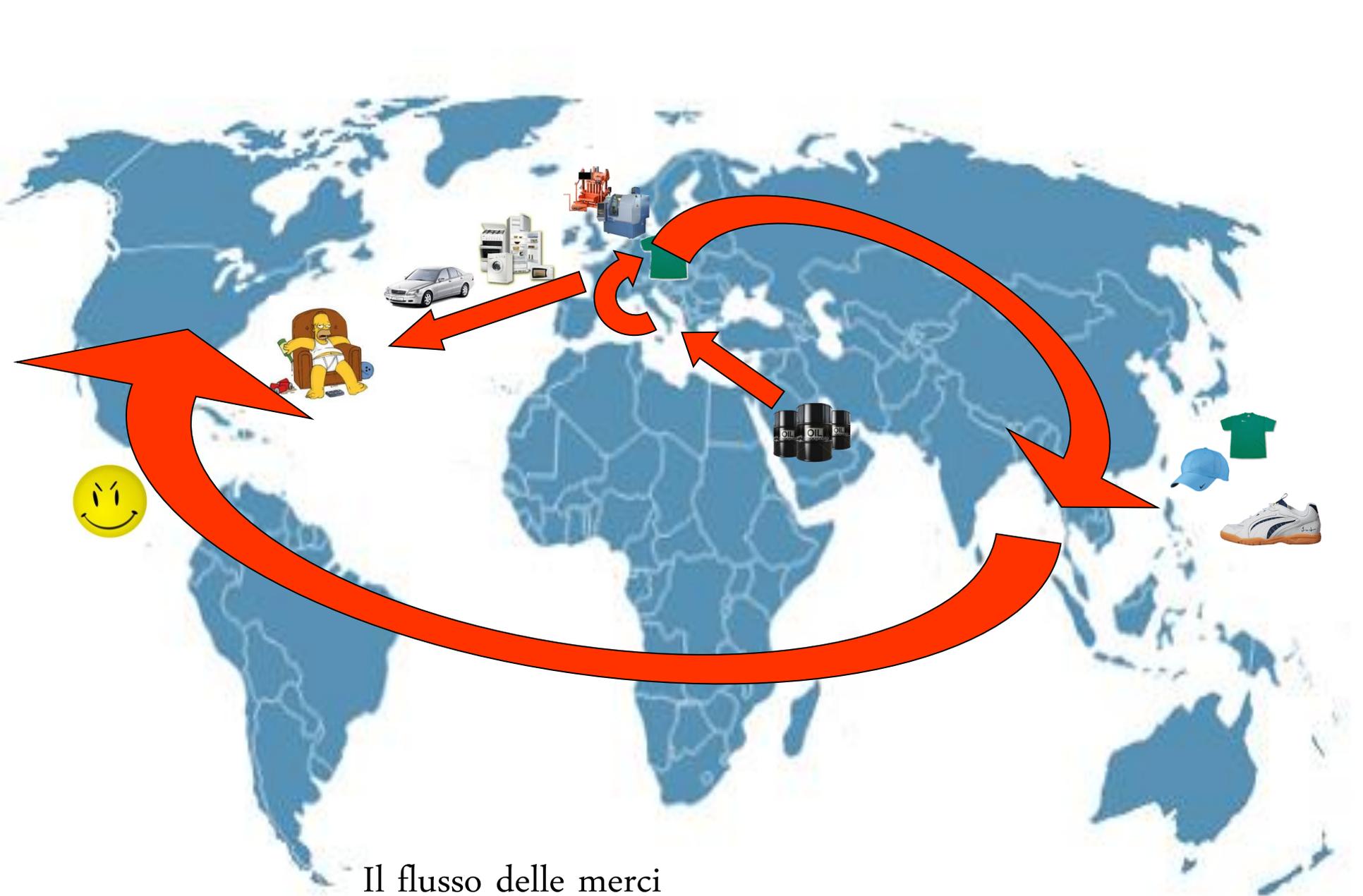


La svolta conservatrice degli anni '80

Con Reagan e Thatcher: bassi salari e bassi consumi; gli alti tassi di interesse (e la politica dei cambi fissi) provocano una contrazione degli investimenti. Come fare?

- ✓ Negli USA aumenta la spesa pubblica in disavanzo.
- ✓ In Europa si punta sulle esportazioni nette: macchinari e tecnologia (Germania e paesi nordici); merci a basso costo grazie a bassi salari e svalutazione (Italia).

Gli USA (e gli altri paesi anglofoni) diventano la 'spugna assorbente' del mondo.



Il flusso delle merci



Il vecchio circuito dei capitali



Un nuovo circuito dei capitali?

La bolla delle '.com' (1999-2000)

Negli anni '90 la variabile chiave diventano i consumi privati delle famiglie (americane). Ma se i salari non crescono, come possono crescere i consumi?

Durante la presidenza Clinton (1993-2001) crescono i mercati finanziari e quindi la ricchezza finanziaria che alimenta i consumi 'autonomi' delle famiglie. Il salariato diviene al contempo:

- ✓ un **lavoratore traumatizzato** (riduzione salario, precarietà, raddoppio della manodopera);
- ✓ un **risparmiatore bipolare** (fondi pensione, tfr).





Fase maniacale

Il 'Nuovo Consenso' in politica monetaria

Perché cresce Wall Street?

Flussi di capitali dall'estero (crisi asiatiche, ecc.) e politica monetaria espansiva della Fed.

Dal 'Monetarismo' al 'Nuovo Consenso': a partire dagli anni '90 la banca centrale fissa il tasso di interesse (sulla base dell'inflazione obiettivo) e lascia che la quantità di moneta (offerta) sia trainata dalla domanda.

Si configura una sorta di 'keynesismo finanziario': interventismo dello stato in economia, ma con primato della politica monetaria.

La 'Grande Moderazione'

L'inflazione si trasferisce dal mercato dei beni e servizi a quello degli 'assets' (salvo tornare poi periodicamente alle 'commodities').



I prezzi di beni e servizi si mantengono bassi grazie al lavoratore traumatizzato (basso salario) che consuma grazie all'aumento degli 'assets' (risparmiatore in fase maniacale). E poi c'è Wal Mart...

Una dinamica necessaria

Con lo scoppio della bolla delle '.com' (2000), gli investimenti cadono a picco, mentre i consumi cedono il passo. L'amministrazione Bush ricorre alla spesa pubblica (bellica) e alla leva monetaria (riduzione del tasso di interesse).

A partire dal 2003 l'economia americana riprende a crescere e ancora una volta la crescita è trainata dai consumi. Ma la bolla non riguarda più i mercati azionari: si è spostata altrove ...



LEZIONI DI GRAVITÀ

Il debito privato

La crescita dell'economia americana a partire dal 2003 è trainata dai consumi privati a credito (mutui facili, carte revolving, ecc.).

Ciò è reso possibile dalla precedente politica accomodante della Fed (che però dal 2004 alza i tassi), unita alla modificazione del sistema bancario e allo spostamento di capitali verso gli immobili.

Dopo il lavoratore spaventato e il risparmiatore maniacale (Halevi-Bellofiore 2009), si materializza la terza figura della triade:

il consumatore indebitato.

La 'bolla' si sposta sul settore immobiliare: prestiti facili e crescita del valore degli immobili trasformano le abitazioni in 'bancomat'.



I mutui sub-prime

La concessione di credito viene estesa fino ai cosiddetto 'ninja'.

broker → banca → SIV (ABS → CDO → CDS) → investitori

Chi garantisce?



A garantire la qualità del titolo dovrebbero provvedere le agenzie di rating (S&P, Moody's e Fitch) mediante modelli econometrici.

A garantire il contenimento e la diluizione del rischio dovrebbero invece provvedere, oltre alle 'salcicce', i prodotti derivati (casino economy)

Ma le cose vanno diversamente e la crisi scoppia nell'estate 2007...

Doppio fallimento

(1) Del tentativo di sostituire i redditi da lavoro con il debito.

(2) Del tentativo di sostituire il debito pubblico con il debito privato: maggiore debito privato non significa maggiore reddito (sperequazione distributiva).

La giustificazione di (2) era fondata sull'idea che il d. privato è frutto di scelte individuali, mentre il d. pubblico è illegittima intromissione.

Esito paradossale: il debito pubblico realizzato (dal 2007) per “salvare” il settore bancario-finanziario si è sommato a quello privato.

Il debito complessivo (negli USA)

	PIL	Debito Totale	Esposizione debitoria per settore			
			Famiglie	Settore finanziario	Imprese non-finanziarie	Settore pubblico
1970	1,0	1,5	0,5	0,1	0,5	0,4
1980	2,8	4,5	1,4	0,6	1,5	1,1
1990	5,8	13,4	3,6	2,6	3,8	3,5
2000	10,0	26,3	7,0	8,2	6,6	4,6
2009 (Q3)	14,3	50,6	13,6	16,1	11,1	9,9

Fonte: elaborazione mia su dati Fed Statistical Release – Flow of Funds (Maggio 2010)

I debiti pubblici

	Deficit pubblico (%PIL)			Debito pubblico (% PIL)		
	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0.7	-5.5	-5.8	62	78	82
Francia	-2.7	-8.6	-8.0	70	92	99
Germania	0.2	-5.3	-4.6	65	82	85
Grecia	-4.0	-9.8	-10.0	104	123	130
Irlanda	0.2	-12.2	-11.6	28	81	93
Italia	-1.5	-5.4	-5.1	112	127	130
Giappone	-2.5	-8.2	-9.4	167	197	204
Olanda	0.2	-5.9	-5.3	52	77	82
Portogallo	-2.7	-7.6	-7.8	71	91	97
Spagna	1.9	-8.5	-7.7	42	68	74
Regno Unito	-2.7	-13.3	-12.5	47	83	94
Stati Uniti d'America	-2.8	-10.7	-9.4	62	92	100
Asia	0.1	-3.5	-3.6	37	40	41
Europa Centrale	3.7	-4.4	-3.9	23	28	29
America Latina	-1.5	-2.4	-2.0	41	37	35

Più salari? Necessario ma non basta

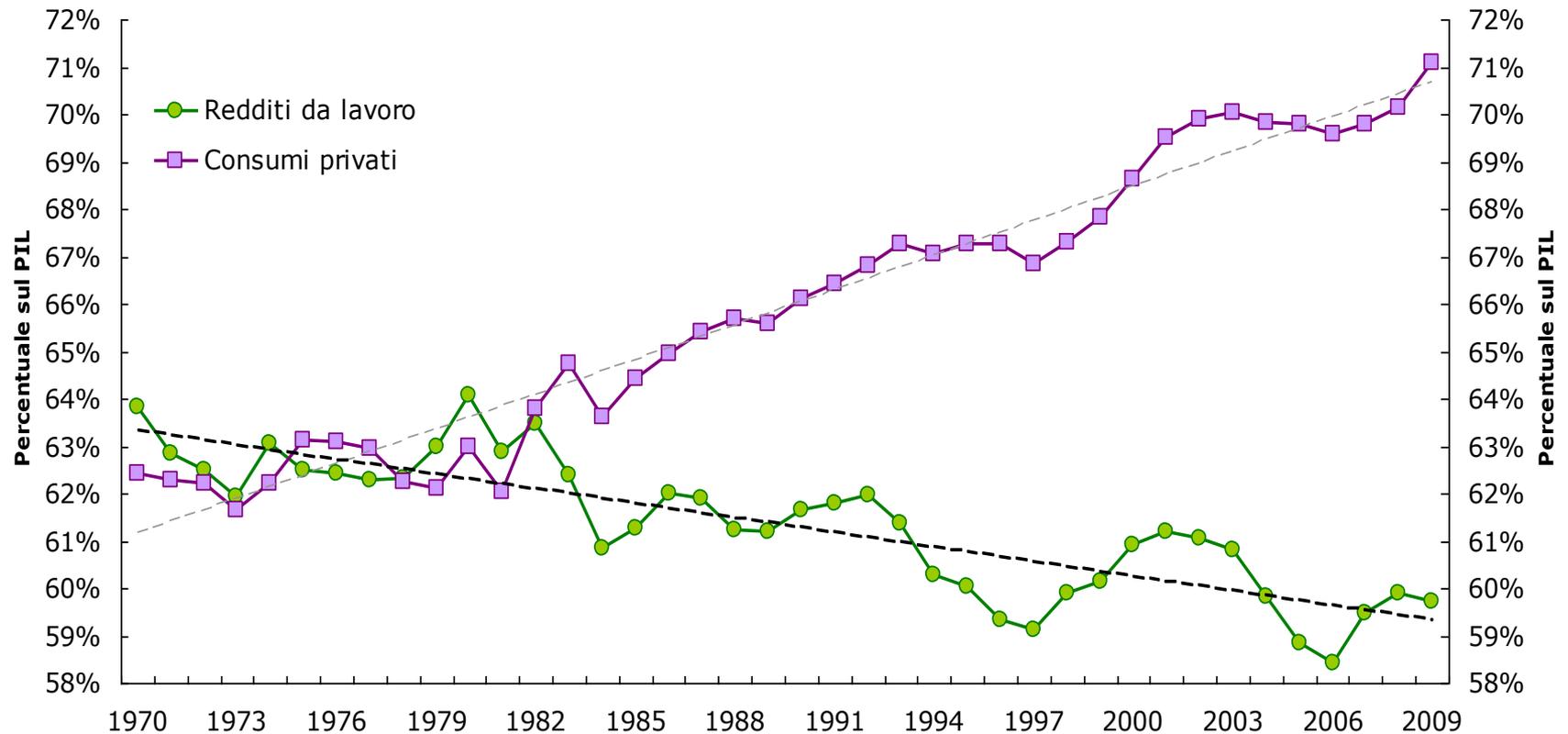
- Reddito prodotto: $C + I + (G - T + X - M) = Y = N \times \pi$
- Reddito distribuito: $Y = W + P$
- Più cresce la domanda (consumi più investimenti), più crescono i livelli di produzione, reddito e occupazione.
- Profitti delle imprese: $P = I$ (se $W = C$ e $G - T + X - M = 0$)
- **Problema.** Maggiori i salari, minore il saggio di profitto: $r = P / W$ e quindi minori gli investimenti, ecc. (data la π)

La spesa pubblica (in deficit)

- Il problema non sta tanto nel livello assoluto e relativo del debito pubblico, ma nella (possibile) reazione dei mercati finanziari (che dipende anche da debito privato e debito estero, e da geopolitica).
- Problema acuito dalla schizofrenia tra (non autonomia in) politica monetaria e politica fiscale “restrittiva” imposta (dalla Germania) agli stati membri dell’UME.
- I deficit (esteri) dei PIGS corrispondono ai surplus tedeschi.
- Peraltro, senza un intervento (molto) attivo dello Stato, la “crisi” è una condizione endemica per le economie capitalistiche.

Fine

Salari e consumi (negli USA)

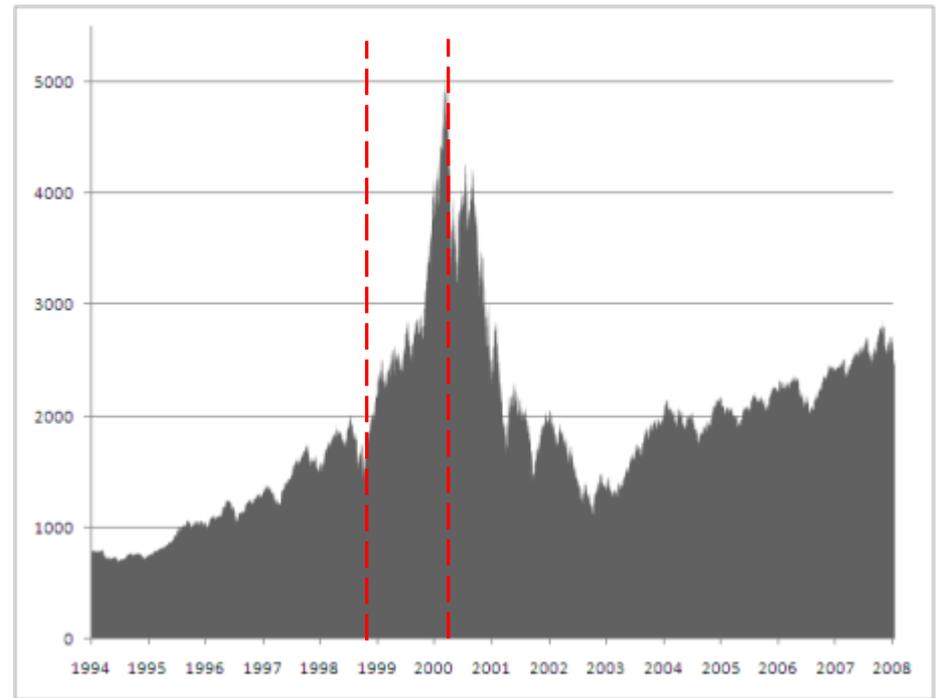


Fonte: elaborazione mia su dati Fed Statistical Release – Flow of Funds (Maggio 2010)

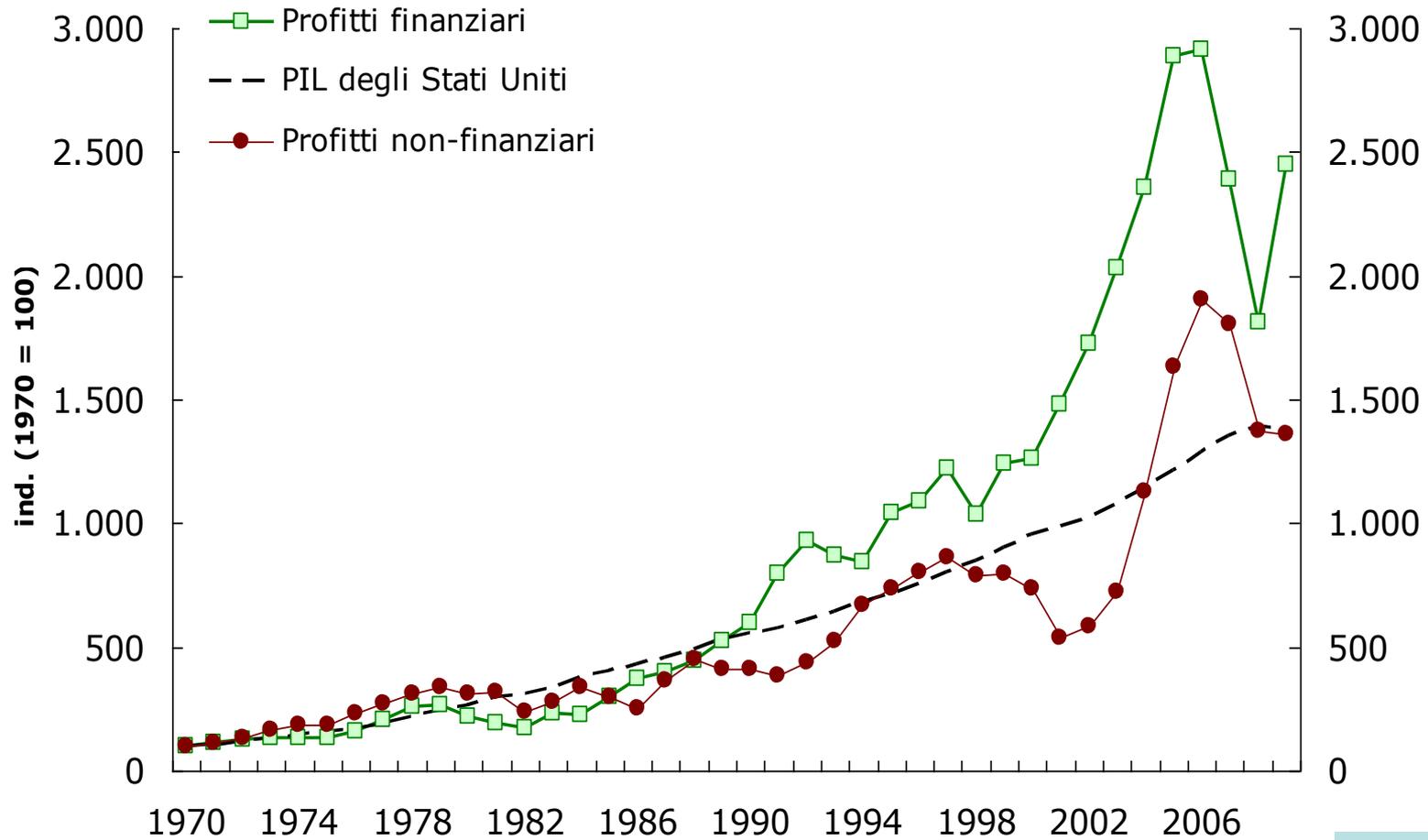
Il Dow Jones e il Nasdaq

Dow Jones Jan 9th 1970 - Mar 10 2008

+10930.95 (1350.83%)



I profitti della finanza (negli USA)



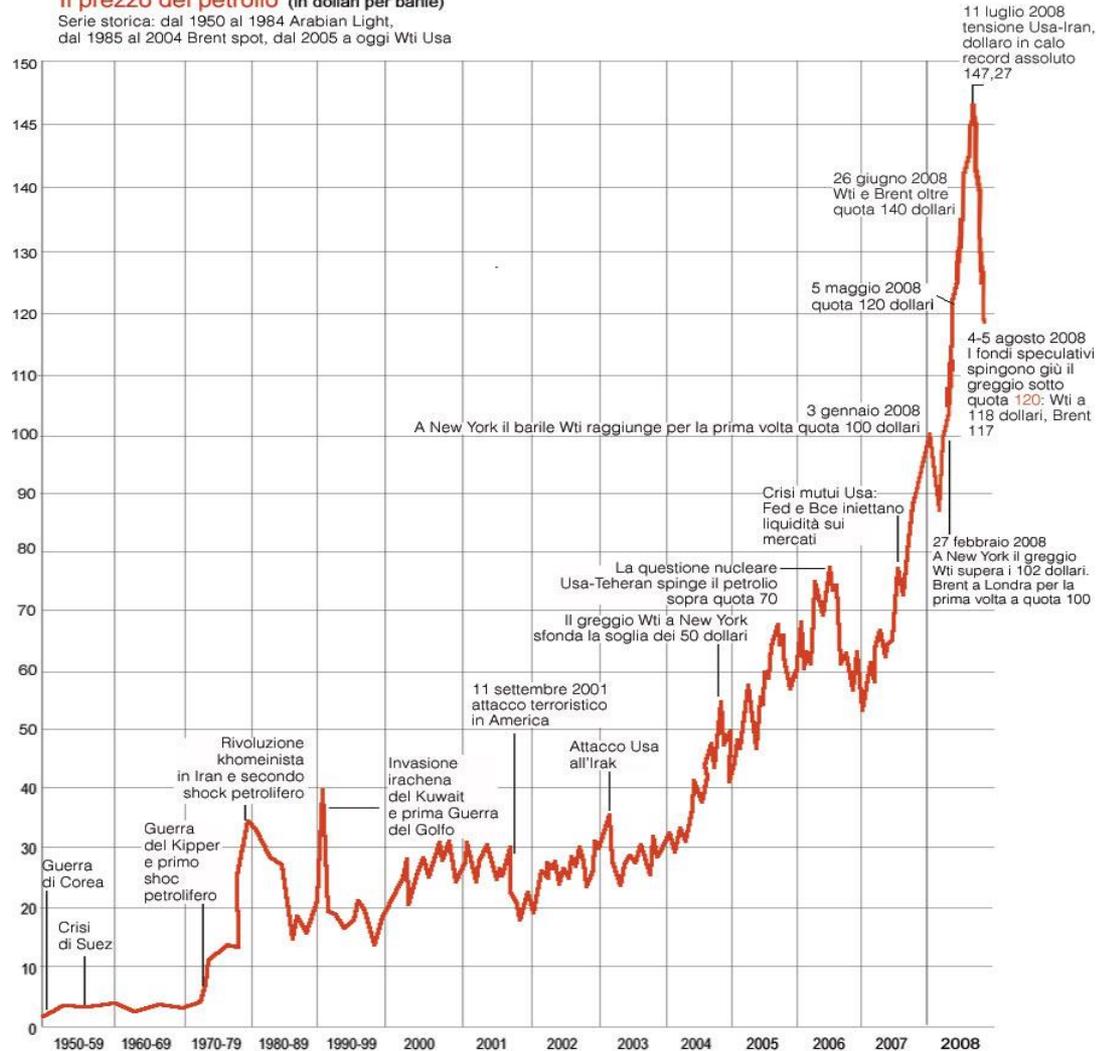
Fonte: elaborazione mia su dati Fed Statistical Release – Flow of Funds (Maggio 2010)



Il prezzo del petrolio

Il prezzo del petrolio (in dollari per barile)

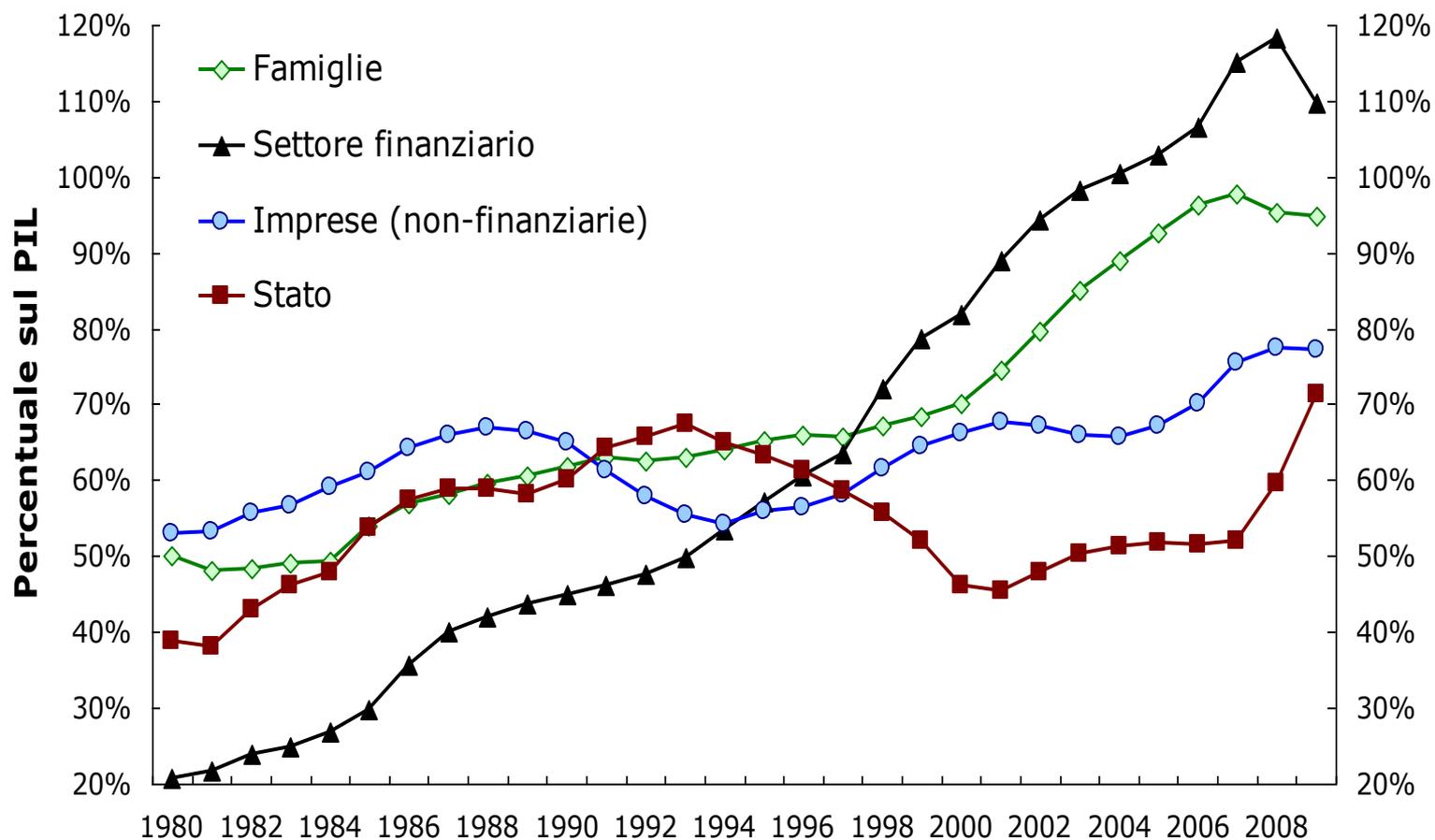
Serie storica: dal 1950 al 1984 Arabian Light,
dal 1985 al 2004 Brent spot, dal 2005 a oggi Wti Usa



Fonte: elaborazione isole24ore.com da "Bp Statistical Review of World Energy"



Il consumatore indebitato (negli USA)



Fonte: elaborazione mia su dati Fed Statistical Release – Flow of Funds (Maggio 2010)

La bolla immobiliare (negli USA)

A History of Home Values

The Yale economist Robert J. Shiller created an index of American housing prices going back to 1890. It is based on sale prices of standard existing houses, not new construction, to track the value of housing as an investment over time. It presents housing values in consistent terms over 116 years, factoring out the effects of inflation.

The 1890 benchmark is 100 on the chart. If a standard house sold in 1890 for \$100,000 (inflation-adjusted to today's dollars), an equivalent standard house would have sold for \$66,000 in 1920 (66 on the index scale) and \$199,000 in 2006 (199 on the index scale, or 99 percent higher than 1890).

DECLINE AND RUN-UP Prices dropped as mass production techniques appeared early in the 20th century. Prices spiked with post-war housing demand.

BOOM TIMES Two gains in recent decades were followed by returns to levels consistent since the late 1950's. Since 1997, the index has risen about 83 percent.

A Likely Future of Home Values

The projected future of house prices is based on the last two real estate cycles.

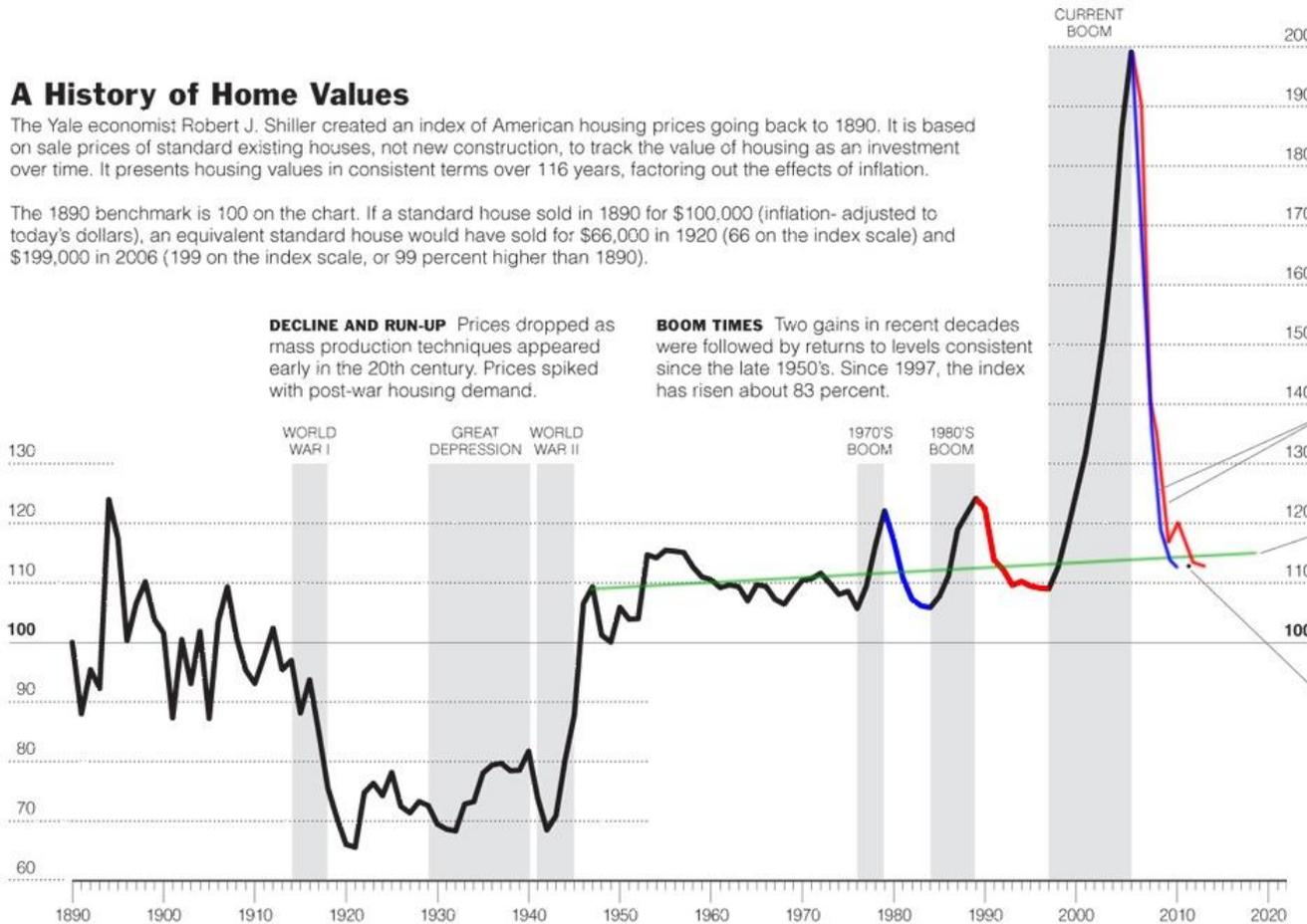
The two previous downturns have been applied to the current boom. The curves are scaled to fit the average market trend since World War II.

Two previous downturns (scaled)

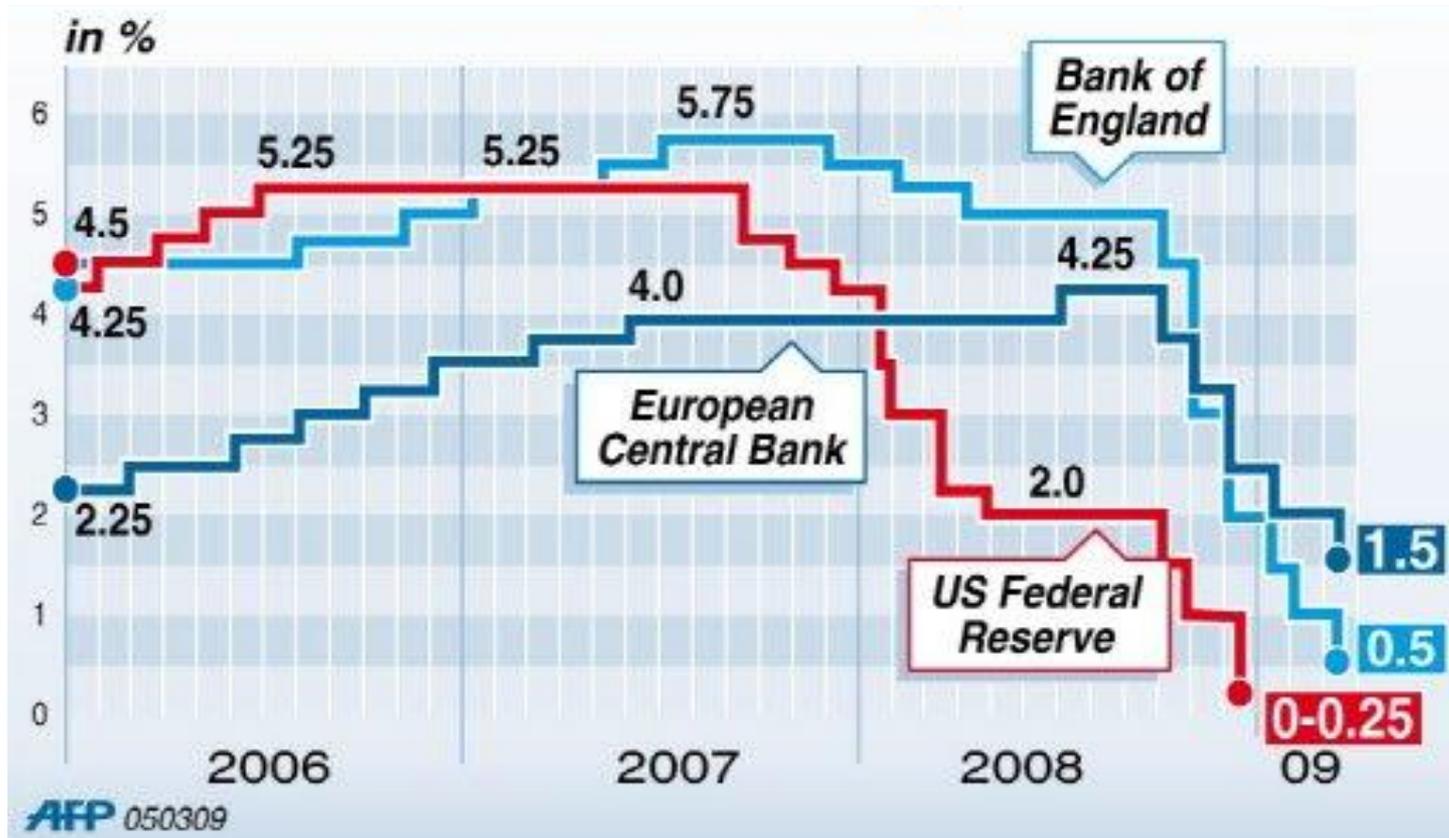
Overall market trend since World War II.

The real estate market is likely to "bottom out" around 2011.

This corresponds with a 43.5% correction in house prices.



L'andamento dei tassi in UE, UK e USA



L'evoluzione del sistema bancario

Il modello 'originate and distribute'

