

Alcune riflessioni sulle cause reali della crisi finanziaria.

Giuseppe Travaglini
12 marzo 2009

Introduzione

Ci troviamo in questi mesi nel mezzo della più grave recessione economica internazionale dal tempo della Grande Depressione.

Fino ad oggi, la principale preoccupazione delle istituzioni e della politica è stata quella di salvaguardare la crescita dell'economia mondiale. Questa preoccupazione è stata sentita principalmente per l'economia statunitense, dove la crisi finanziaria è iniziata con l'esplosione della bolla immobiliare dei mutui *subprime*, ma anche nei confronti di quelle mature economie europee, come la nostra, che già da almeno un quindicennio manifestavano una carenza strutturale nella crescita del prodotto pro capite e della produttività.

Tanto che la difficoltà di sciogliere il nodo della relazione tra crisi finanziaria e reale si è manifestata in un iniziale immobilismo e nella successiva indecisione dei Governi di scegliere il capo della corda da cui risalire la crisi, come se vi fosse il dubbio sulla causa prima della recessione, sia essa stata di natura finanziaria piuttosto che reale. E quest'ultimo dubbio sarebbe un notevole passo avanti per capire quale ruolo hanno avuto gli *squilibri reali* dell'economia mondiale nel creare gli *antefatti* della crisi finanziaria.

In questa prospettiva, e a differenza di qualche mese fa, oggi è divenuto più chiaro che, al di là del disordinato e spesso truffaldino operare dei mercati finanziari dell'ultimo decennio, alcune responsabilità nel manifestarsi della crisi sono di natura reale e riconducibili essenzialmente a due fenomeni:

(1) il crescente squilibrio tra i disavanzi del conto corrente delle bilance dei pagamenti, che lega i paesi economicamente avanzati a quelli di nuova industrializzazione o produttori di petrolio, con conseguenze sui movimenti internazionali di capitale e risparmio;

(2) il mutamento della distribuzione del reddito a discapito del lavoro, che ha agito da detonatore dei processi di indebitamento, sostenendo lo sviluppo ascendente della finanziarizzazione con una manifesta degenerazione e fragilità della finanza globale.

Sulla natura e le modalità della crisi finanziaria si è già detto molto. Meno si è discusso sulle cause reali che ne sono alla base. E' su queste cause che concentriamo la nostra attenzione nell'analisi che segue.

1. Partite correnti e risparmio internazionale

I danni conseguenti al collasso del sistema finanziario internazionale sono stati, fino ad oggi, contenuti dall'intervento delle banche centrali e dai salvataggi bancari dei governi subentrati al posto dei privati come creditori di ultima istanza. Tuttavia, l'enorme ammontare di risorse impiegate non appaiono sufficienti per evitare una severa recessione che rischia di trasformarsi in una delle crisi più rovinose del dopoguerra. Le massicce iniezioni di risorse (e di fiducia) verso il sistema finanziario hanno difatti un carattere congiunturale e limitato, mentre la risoluzione degli squilibri

economici internazionali richiede un rivoluzione nei flussi di merci e di risparmio con un riequilibrio dell'economia mondiale nel lungo periodo. La crisi finanziaria è il dato più eclatante della fase attuale, ma essa ha trovato terreno fertile negli squilibri del saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti. Vediamo il perché.

1.1 Saving Glut

Guardiamo più da vicino a cosa è accaduto nelle maggiori economie mondiali nel periodo 1996-2008. Negli Stati Uniti il deficit commerciale era di 125 miliardi di dollari nel 1996, pari all'1.6% del Pil; nel 2008 aveva raggiunto il valore di 677 miliardi di dollari (700 nel 2007) e superato la soglia del 4.5% del prodotto nazionale. Una dinamica simile si è registrata nelle principali economie europee, con eccezione della Germania, che nell'ultimo decennio hanno perso quote del commercio internazionale, e subito il deterioramento del saldo delle partite correnti. Nel 2008 in Italia il saldo è stato negativo (-2.8); similmente in Francia (-2.8) e ancora peggiore in Spagna (-10.1). Anche la Grecia (-14%) e il Portogallo (-12%) hanno mostrato le stesse difficoltà. Disavanzi simili si sono avuti nel Regno Unito (-3.6%) e in Australia (-4.9%).

A livello mondiale il valore aggregato dei deficit deve essere esattamente compensato dagli avanzi commerciali dei restanti paesi. Così non sorprende che all'emergere del disavanzo commerciale negli Usa, e in molti paesi nell'area dell'euro, abbia fatto da contraltare l'avanzo dei paesi esportatori di petrolio (+813 miliardi di dollari, pari al 14.2% del loro Pil complessivo, nel 2008), e di alcuni paesi *non* produttori di petrolio come la Cina (+399 miliardi di dollari, 9.5% del Pil), la Germania (+279 miliardi di dollari, 7.3% del Pil) il Giappone (+194 miliardi di dollari, 4% del Pil). E' però sorprendente il fatto che il risparmio si sia generato principalmente nelle economie emergenti piuttosto che in quelle industrializzate. L'ammontare è di tutto rispetto. Secondo il Fmi, al termine del 2008 l'eccesso di risparmio sugli investimenti nei paesi in avanzo si è aggirato complessivamente intorno ai 2000 miliardi di dollari.

A questo fenomeno se n'è poi aggiunto un secondo: la crescita della quota di risparmio sul reddito disponibile nelle economie emergenti è avvenuta *senza* effetti negativi sugli investimenti interni. In altre parole, l'aumento del reddito disponibile ha accresciuto la quota del risparmio nei paesi emergenti riversandosi nei mercati finanziari internazionali, senza spiazzare l'accumulazione interna di capitale nel breve periodo. Il risparmio così generato in Cina e in alcuni altri paesi asiatici di nuova industrializzazione come Singapore, Taiwan e la Malesia, unitamente a quello dei paesi produttori di petrolio, compresa la Russia, ha contribuito ad accrescere a livello mondiale l'offerta di risparmio, fino a far parlare il governatore della Fed Ben Bernanke di un vero e proprio *Saving Glut*.

2. Vasi comunicanti e flussi di capitali

Qual è stata la conseguenza di questo squilibrio commerciale per i flussi internazionali di capitale?

La contabilità nazionale insegna che il saldo delle partite correnti è necessariamente identico alla differenza tra il risparmio e gli investimenti nazionali. Ad ogni deficit commerciale corrisponde quindi un eccesso d'investimento sul risparmio nazionale, e ad ogni avanzo un risparmio di risorse interne sull'investimento. Così, il crescente risparmio dei paesi emergenti è entrato nel

circuito internazionale finanziando l'investimento dei paesi industriali con disavanzo commerciale, che sono divenuti contemporaneamente importatori netti di merci e di risparmio. Questo fenomeno ha avuto una dimensione non paragonabile a quella dei decenni precedenti. La conseguenza è stata l'accumulo di un debito netto notevole delle economie avanzate verso l'estero, e la formazione di un eccesso di risparmio globale associato a bassi tassi di interesse di lungo periodo a livello mondiale.

I principali paesi europei, compresa l'Italia, ma ad eccezione della Germania, insieme agli Usa, al Regno Unito e all'Australia sono in posizione debitoria: essi hanno ricevuto prestiti dai paesi emergenti, finanziando in questo modo la loro domanda interna. Il risultato ultimo di questo processo da "vasi comunicanti" è che negli ultimi 15 anni è *diminuito* il risparmio nazionale nei paesi economicamente avanzati (vedi per esempio il grafico della figura 1), con una conseguente esposizione in termini di indebitamento verso il resto del mondo; e a questo movimento è corrisposta la crescita del risparmio nei paesi di nuova industrializzazione ed esportatori di petrolio. Questo risparmio è affluito, sotto forma di prestiti dall'estero e di movimenti di capitale, verso i paesi con bilancia commerciale in deficit.

Quali sono le implicazioni reali e finanziarie di questi movimenti di capitale? Può l'economia mondiale frustrata dalla crisi finanziaria continuare a sostenere una crescita basata sul *Global Imbalances* ed il *Saving Glut*?

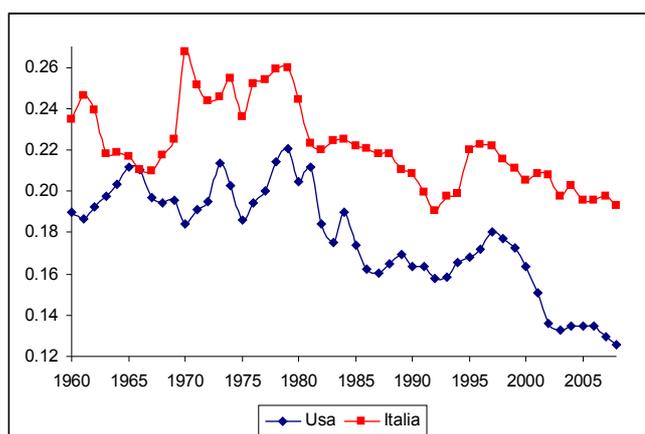


Figura 1. Il risparmio nazionale in rapporto al Pil.
Elaborazioni su dati Ameco e Fed.

3. Global Imbalances e indebitamento interno

La situazione economica internazionale era già abbastanza critica un anno fa. Da settembre 2008, con il fallimento della *Lehman Brothers*, ad oggi la crisi si è approfondita. La natura internazionale della recessione richiede un cambiamento complessivo del modello di crescita in grado di invertire la tendenza in atto.

Al *Global Imbalances* ha corrisposto lo squilibrio strutturale nei flussi di capitale internazionale. Questo sbilanciamento ha reso le economie avanzate sempre più dipendenti dai prestiti dei paesi risparmiatori, che sono quelli emergenti, ad eccezione del Giappone e della Germania. I capitali raccolti nei mercati internazionali, facilitati dalla deregolamentazione dei mercati dei capitali, sono stati poi reinvestiti all'interno dei paesi industrializzati, accrescendone il grado di indebitamento. Il disequilibrio esterno delle partite correnti si è dunque riflesso in un corrispondente squilibrio finanziario interno.

La somma dei prestiti netti dall'estero - che coincide con il saldo commerciale - è pari alla somma dei disavanzi interni. Ma l'accumularsi dei disavanzi crea i debiti.

Fino alla metà degli anni Ottanta gli Stati Uniti hanno accumulato ricchezza estera netta. Ma a partire dal 1987, per la prima volta dopo la Prima Guerra Mondiale, l'economia statunitense è diventata debitrice netta verso l'estero. Il debito estero ha continuato a crescere alimentato dal disavanzo corrente, e alla fine del 2008 lo stock complessivo di debito – ossia la somma di quello pubblico con quello privato di imprese e famiglie – ha raggiunto il livello di tre volte e mezzo il Pil. Oltre il 40% del totale è a carico delle famiglie, il 25% delle imprese e il restante dell'amministrazione pubblica. Nell'area dell'euro e in Italia il debito totale ammonta a circa due volte il Pil. A questo volume vanno aggiunti i debiti del Giappone e dei paesi in via di sviluppo per un totale di circa 100 mila miliardi di euro di debito a livello mondiale. Questo debito si alimenta dei deficit dei diversi settori istituzionali.

Sempre negli Stati Uniti il disavanzo commerciale si è manifestato in coincidenza con la forte diminuzione del risparmio nazionale. La controparte dei prestiti netti dall'estero è stato inizialmente il deficit federale, a cui si è aggiunto quello delle famiglie e delle imprese. Con la recessione, il deficit dello Stato è tornato a crescere, mentre quello delle famiglie si è ridotto. Il debito privato tende così a diminuire per via dell'attività di *deleveraging* delle banche, sostituito però dal nuovo debito pubblico emesso dallo Stato.

Se guardiamo all'Italia la controparte del disavanzo commerciale è tradizionalmente riconducibile al deficit pubblico, a cui si affianca quello crescente delle imprese e un saldo finanziario positivo delle famiglie che tendono perciò a risparmiare. Le famiglie italiane detengono ancora oggi ricchezza netta, anche se in diminuzione rispetto agli anni precedenti. E questa ricchezza netta serve a finanziare il debito dell'amministrazione pubblica e delle imprese. Nell'ultimo decennio tale meccanismo si è però incrinato, e la caratteristica più saliente è stata una dinamica dei consumi delle famiglie *superiore* a quella del reddito disponibile, sicché il risparmio delle famiglie si è costantemente ridotto (vedi figura 2).

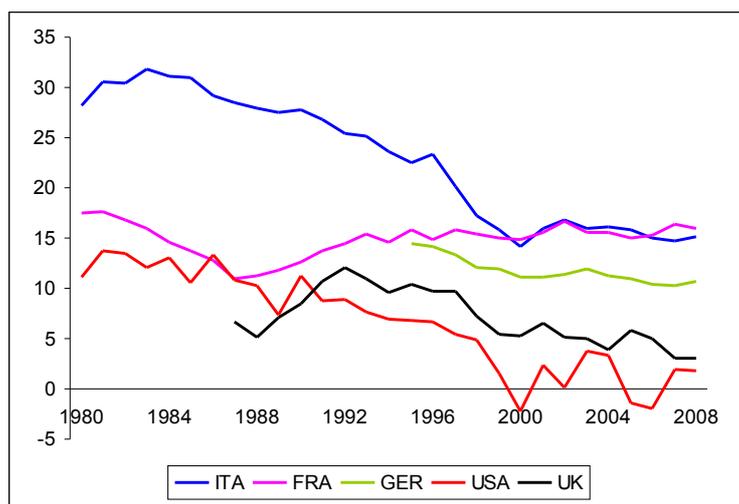


Figura 2. Il risparmio delle famiglie in rapporto al reddito disponibile
Elaborazioni su dati Ameco e FED.

Il deterioramento della quota del risparmio si è accompagnato al crescente indebitamento (esterno ed interno). In Italia quello delle famiglie è salito al 50 per cento del reddito disponibile, un valore elevato ma ancora inferiore a quello osservato in media nell'area dell'euro (il 90 per cento) e negli Stati Uniti che arriva al 135 per

cento. Nell'ultimo quinquennio, è cresciuta in misura rilevante anche l'esposizione delle imprese. Per quelle italiane ha raggiunto la consistenza del 74 per cento del Pil, valore molto elevato rispetto a quello osservato nell'ultimo decennio. Questa progressione è peraltro comune a quella delle maggiori economie mondiali. Inoltre, nel medesimo periodo il debito complessivo italiano è tornato a crescere anche per il rinnovato contributo del debito pubblico. Oggi esso è il secondo a livello mondiale per incidenza sul Pil (circa 104% a fine 2008) dopo quello giapponese (138%), ed il terzo in valore assoluto alle spalle degli Stati Uniti e del Giappone.

Nel confronto internazionale, le punte di maggiore criticità finanziaria rimangono negli Stati Uniti. I rischi legati all'indebitamento americano divengono ancora più evidenti ricordando che esso è raddoppiato rispetto agli anni Cinquanta e Sessanta del Novecento, ed è perfino superiore a quello della Grande Depressione. Oltre ciò, nell'economia americana la distribuzione del debito tra i diversi soggetti economici è diversa dalla nostra, con una esposizione particolarmente preoccupante delle famiglie oltre che delle imprese. Questi saldi finanziari a carico del settore privato palesano a quali rischi sia esposta l'economia statunitense, e di riflesso quella mondiale, per gli effetti negativi che la crisi finanziaria può avere (e sta già avendo) sulla domanda aggregata e sull'occupazione.

4. Una prima conclusione

La leva del debito ha così contribuito a sostenere i consumi al di sopra di quanto consentisse il reddito disponibile, ed ha finito per deprimere il risparmio. Il fenomeno è generalizzato. Se, nei paesi economicamente avanzati, confrontiamo il risparmio delle famiglie con il reddito disponibile ci accorgiamo che durante gli ultimi venti anni la propensione al risparmio è diminuita considerevolmente. Questa trasformazione è illustrata nella figura 2: la riduzione della propensione al risparmio si è accentuata durante gli anni Novanta, proprio in concomitanza con l'ascesa della finanziarizzazione e dell'indebitamento. Nelle economie anglosassoni, come gli Stati Uniti, dove la quota del risparmio è tradizionalmente bassa, la propensione al risparmio è stata *negativa* per alcuni anni, con ovvi riflessi sull'indebitamento.

Per riassumere. Sovrabbondanza di risparmio nei paesi emergenti, e sua asimmetrica distribuzione a livello mondiale, diminuzione della propensione al risparmio nelle economie industrializzate, e crescente indebitamento *strutturale* delle stesse caratterizzano il quindicennio appena trascorso. In paesi come l'Italia, dove il debito pubblico è alto, ma rimane relativamente contenuto l'indebitamento delle famiglie ed elevato il risparmio, il superamento dell'attuale crisi, oltre la ridefinizione di "regole" internazionali, richiede misure che diano subito la certezza del riequilibrio dei bilanci nel medio periodo. Per le altre economie avanzate in cui la leva finanziaria è più elevata la richiesta di riequilibrio è ancora più urgente.

Tuttavia, la riduzione dell'indebitamento nasconde un paradosso. Essa implica un riequilibrio tra risparmio e consumi che nel breve periodo può aggravare la recessione. Ciò che in tempi normali appare come una libera scelta individuale tra consumo e risparmio, può essere invece ragione di un inasprimento della crisi reale durante una fase recessiva. Il rischio è quello di condurre l'economia in un avvitamento poiché il crescente risparmio (interno) contribuirebbe a deprimere il consumo e gli investimenti aggregati, avvilendo ulteriormente la produzione e l'occupazione. L'apparente absurdità di voler superare la crisi sostenendo i consumi risiede nel timore di cadere nel "paradosso della parsimonia" secondo cui nel breve

periodo un aumento del risparmio può portare ad una minore crescita della produzione.

A questo fenomeno se ne aggiunge un secondo. Il consumo non dipende solamente dal reddito corrente, ma anche dalla ricchezza e dalle aspettative sul reddito futuro. La prima è in contrazione per la caduta dei valori di borsa e di quelli immobiliari, e tende perciò a deprimere il consumo. La seconda riguarda le aspettative sui redditi presenti e futuri sull'arco di una vita. Qualunque cambiamento che riduce in maniera *permanente* i redditi attesi futuri ha l'effetto di abbassare la domanda aggregata corrente. Così, gli interventi di politica economica che mirino all'aumento del risparmio interno attraverso il taglio dei consumi privati e di quelli pubblici - come per esempio, una riforma previdenziale che riduca le prestazioni future, oppure un taglio degli investimenti pubblici - avrebbero l'effetto opposto di generare variazioni negative permanenti del reddito, con una discesa verso il basso di consumi e risparmio. Poiché anche l'investimento delle imprese dipende dai profitti attesi, se esse anticipano una recessione prolungata dei consumi e della produzione si riduce l'accumulazione in beni strumentali e tecnologie, con addizionali effetti negativi sulla produzione e sull'occupazione. Al contrario, un incremento degli investimenti stimola la produzione e il reddito, da cui scaturisce il risparmio necessario per finanziarli.

Oggi, la domanda aggregata non può essere alimentata da indebitamento aggiuntivo. La formazione di nuovo risparmio privato, che per le famiglie nel migliore dei casi avverrebbe a parità di reddito disponibile, avrebbe altresì l'effetto di ridurre i consumi nel breve periodo. D'altra parte, nelle fasi recessive la creazione di risparmio pubblico ha un effetto depressivo tale da ridurre il reddito corrente (e permanente), peggiorando ulteriormente la domanda aggregata. I consumi devono perciò essere sostenuti dalla crescita del reddito disponibile, che nelle attuali condizioni economiche può derivare da uno spostamento della distribuzione del reddito a favore del lavoro.

5. La distribuzione del reddito

E' utile cominciare l'analisi illustrando come è mutata, a partire dall'inizio degli anni Novanta, la distribuzione del reddito nelle principali economie mondiali, e quali fattori hanno contribuito a questo cambiamento. Tale precisazione non è un mero esercizio di contabilità, ma attiene alla questione di qual è, e di quale dovrebbe essere, la distribuzione del reddito che le consuetudini sociali e la collettività di un paese ritengono generalmente desiderabile. Questa visione prescinde dall'idea che esista una distribuzione naturale definita in modo rigido da fattori esclusivamente tecnologici. Le regole del mercato del lavoro, quelle del mercato dei beni, e le istituzioni in generale influenzano il processo della distribuzione che rimane indefinito entro margini piuttosto ampi. Così, criteri come l'equità sociale, le pari opportunità, e l'efficienza possono modificare la distribuzione del reddito, che comunque dovrebbe essere funzionale a garantire la crescita del prodotto pro capite e del tenore di vita. Vediamo cos'è cambiato negli ultimi quindici anni.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale e i processi di globalizzazione hanno accresciuto il grado d'integrazione dei mercati del lavoro a livello mondiale. Le aperture economiche della Cina e dell'India, ma anche le riforme dei paesi dell'Europa dell'est, l'innovazione tecnologica dell'informatica che ha rivoluzionato i processi produttivi e l'organizzazione del lavoro, nonché la deregolamentazione del mercato del lavoro, prima negli Stati Uniti e poi nei paesi dell'area dell'Euro, hanno reso più "competitivo" il fattore lavoro accrescendone la mobilità e comprimendone la

dinamica retributiva. Queste trasformazioni sono state sostenute anche dai nuovi flussi migratori con conseguenza diretta sul volume, la composizione e la qualità della forza lavoro, nonché sui minimi salariali.

La globalizzazione del mercato del lavoro apre una serie di questioni circa gli effetti che la crescente offerta di lavoro può avere sulle retribuzioni e sulla distribuzione del reddito nei paesi economicamente avanzati, specialmente quando essa si manifesta, come nel caso dell'ultimo quindicennio, in concomitanza dei mutamenti del paradigma tecnologico e di riforme del mercato del lavoro che ne accrescono la flessibilità. Ma cosa dicono i dati?

Se misuriamo la quota del prodotto nazionale che va ai redditi da lavoro, la cosiddetta *wage share*, si registra un evidente declino dagli inizi degli anni Novanta ad oggi in tutte le economie avanzate. La figura 3 illustra come in Italia lo spostamento sia particolarmente evidente, ma è comune a tutti i paesi dell'Europa a 27. Gli Stati Uniti, il Giappone, l'Australia e il Canada sperimentano un'evoluzione simile; in Francia e nel Regno Unito la distribuzione si è mantenuta inizialmente stabile, per cambiare a svantaggio del lavoro negli ultimi anni. Naturalmente, la riduzione della *wage share* implica l'aumento corrispondente del *profit share*, ossia della quota del reddito nazionale a favore dei profitti. In Italia il cambiamento della distribuzione è stato significativo, con uno spostamento di circa 8 punti di Pil (120 miliardi di euro circa) dai redditi da lavoro ai profitti.

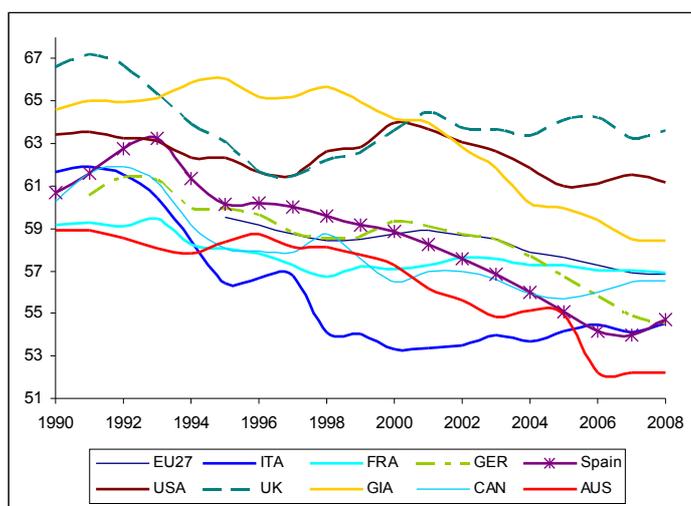


Figura 3. Quota del lavoro sul Pil. Elaborazioni su dati Ameco

L'aspetto controverso di questo mutamento è che la diminuzione della *wage share* è avvenuta in un'epoca in cui i tassi di attività e di occupazione sono tornati a crescere dopo il decennio Ottanta di diffusa disoccupazione. Ancora una volta il fenomeno è globale, anche se dipende dai livelli di partenza. Negli Stati Uniti tra il 1995 ed il 2008 l'incremento è stato positivo ma contenuto (dal 71 al 73 per cento del tasso di occupazione). Nell'Europa a 15 paesi, per lo stesso periodo, il tasso di occupazione è passato dal 60 al 66 per cento, mentre quello di disoccupazione è sceso dal 10 al 7 per cento.

In Italia il tasso di occupazione è cresciuto a ritmi sostenuti (dal 56 al 62 per cento). Tra il 1995 e il 2008 si sono creati tre milioni e mezzo di posti di lavoro, soprattutto grazie all'andamento moderato delle retribuzioni e alla maggiore flessibilità del lavoro. La crescita dell'occupazione è conseguenza diretta delle riforme

del mercato del lavoro varate a livello comunitario e nazionale (in Italia, leggi Treu e Biagi) che hanno accresciuto la flessibilità del rapporto lavorativo. Oggi in Italia sono più che raddoppiate le posizioni temporanee: alla fine del 2008 l'insieme dei lavoratori a termine, interinali e a progetto sfiorava i tre milioni. E poiché per circa il 90 per cento di questi lavoratori il contratto è temporaneo con scadenza entro un anno, essi sono esposti ad un rischio particolare in quanto la loro posizione lavorativa ha natura prociclica.

6. Produttività del lavoro e retribuzioni

Le riforme del mercato del lavoro hanno consentito di accrescere l'occupazione, ma il successo non è stato completo. Infatti, l'aumento dei livelli occupazionali è avvenuto attraverso l'utilizzo di forme contrattuali transitorie, ed a questi nuovi posti di lavoro non è corrisposto il parallelo sviluppo della produttività e delle retribuzioni. Questo fatto è comune a tutte le economie avanzate, ma è particolarmente evidente in quelle europee. La misurazione della produttività del lavoro mostra, difatti, che negli ultimi quindici anni la crescita della produttività si è ridotta della metà rispetto ai due decenni precedenti, e che in Italia è praticamente crollata. Solo negli Stati Uniti, almeno fino alla metà del 2007, si è registrato una tenuta della produttività.

Tasso medio di crescita	1971/80	1981/94	1995/2007
Italia			
Produttività lavoro: <i>di cui</i>	2.7	1.8	0.4
progr. Tecnologico	1.8	0.9	0.1
intensità di capitale	0.9	0.9	0.3

Tasso medio di crescita	1971/80	1981/94	1995/2007
Usa			
Produttività lavoro: <i>di cui</i>	1.1	1.5	1.5
progr. Tecnologico	0.8	1.2	1.0
intensità di capitale	0.3	0.3	0.5

Tasso medio di crescita	1971/80	1981/94	1995/2007
Francia			
Produttività lavoro: <i>di cui</i>	2.7	1.9	1.2
progr. Tecnologico	1.4	1.1	0.7
intensità di capitale	1.3	0.8	0.5

Tasso medio di crescita	1971/80	1981/94	1995/2007
Spagna			
Produttività lavoro: <i>di cui</i>	4.1	1.9	0.2
progr. Tecnologico	2.3	0.9	0
intensità di capitale	1.9	0.9	0.2

Tasso medio di crescita	1971/80	1991/94*	1995/2007
Germania			
Produttività lavoro: <i>di cui</i>	-	2.3	1.1
progr. Tecnologico	-	1.0	0.5
intensità di capitale	-	1.3	0.6

Tasso medio di crescita	1971/80	1981/94	1995/2007
Regno Unito			
Produttività lavoro: <i>di cui</i>	2.6	2.2	1.5
progr. Tecnologico	1.7	1.7	1.2
intensità di capitale	0.9	0.5	0.3

Tabella 1. Tasso di crescita della produttività del lavoro e sua scomposizione in alcune economie avanzate. Elaborazioni su dati Ameco

Vale la pena di rilevare che questo risultato dipende in maniera determinante dal modo in cui la flessibilità del mercato del lavoro è stata interpretata dalle imprese ai fini dell'accumulazione di capitale e del progresso tecnologico. La scomposizione della produttività del lavoro nelle sue due componenti legate al progresso tecnico (la così detta produttività totale dei fattori) e all'accumulazione per occupato testimonia che questo rallentamento è dovuto al minore contributo del capitale per lavoratore e alla frenata del progresso tecnologico (vedi tabella 1). In altri termini, la crescita della produzione è stata in gran parte trainata da quella occupazionale piuttosto che dall'accumulazione e dalla tecnologia. Si è assistito così nell'ultimo decennio al rallentamento del tasso di crescita del

rapporto capitale-lavoro, con uno spostamento dell'intero sistema produttivo verso produzioni a bassa intensità di capitale.

Se ne può dedurre qualcosa circa le conseguenze della maggiore flessibilità e della globalizzazione del mercato del lavoro sulla crescita e sulla distribuzione del reddito? E' sovente sostenuto che ad una maggiore flessibilità del lavoro corrisponda un'occupazione più produttiva che consente alle imprese di allocare in maniera efficiente il lavoro attraverso l'innovazione del capitale e delle tecnologiche. I dati appena ricordati ci dicono però che le cose sono andate in maniera diversa. Essi suggeriscono che la maggiore occupazione è stata indirizzata verso produzioni ad alta intensità di lavoro, a cui è corrisposta una bassa produttività e un minore progresso tecnologico. In altre parole, l'accumulazione di capitale è stata prevalente nei settori tradizionali con ridotto valore aggiunto, bassa produttività e scarsa competitività internazionale.

Come si raccorda il declino della produttività del lavoro con il cambiamento nella distribuzione del reddito? Il rallentamento della crescita della produttività ha significato una bassa crescita dei redditi da lavoro. Siccome la *wage share* è calcolata come rapporto tra il totale delle retribuzioni ($W*N$) e il prodotto nazionale (Y) - ma può anche essere pensata come il rapporto tra il costo del lavoro unitario (W) e la produttività del lavoro (Y/N) - la sua riduzione a livello mondiale testimonia che nell'ultimo quindicennio la retribuzione unitaria del lavoro (W) è cresciuta *ancora meno* di quanto sia cresciuta la corrispondente produttività (Y/N). Nei paesi europei la situazione è particolarmente preoccupante perchè la produttività è avanzata a stento, e in alcuni paesi come l'Italia si è sperimentata una vera e propria regressione. Alla sua stagnazione è corrisposta un'evoluzione dei redditi da lavoro ancora più contenuta; e in Italia, al solito, si è avuta la peggiore progressione delle retribuzioni tra i paesi economicamente avanzati (vedi figura 3).

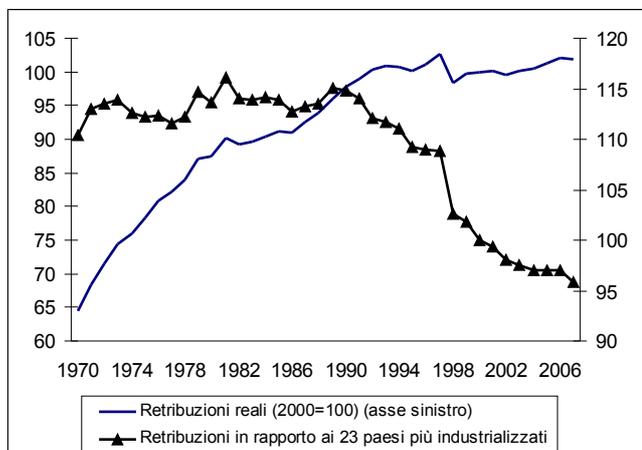


Figura 3. Retribuzioni in Italia. Elaborazioni su dati Ameco.

Insomma, la globalizzazione e la deregolamentazione del mercato del lavoro, unite alla rimozione di barriere al libero movimento internazionale dei capitali, e al mutamento tecnologico hanno finito per schiacciare i redditi da lavoro nei paesi avanzati. La competizione internazionale tra aree economiche è avvenuta sul costo del lavoro, e la mobilità dei capitali e dei flussi finanziari ha richiesto una forte moderazione salariale nei paesi economicamente avanzati per trattenere le attività produttive al suo interno. Oltre ciò, la riduzione del prezzo relativo tra lavoro e capitale ha trattenuto le imprese nei settori produttivi ad alta intensità di lavoro.

L'effetto ultimo è stato quello di ridurre le capacità di crescita potenziale dell'economia con riflessi negativi sul prodotto procapite, sulla produttività e sulle

retribuzioni. Ne è seguito il cambiamento della distribuzione del reddito a danno del lavoro, e, un crescente indebitamento *interno* delle economie avanzate che è andato di pari passo con il maggiore indebitamento *esterno*. I paesi emergenti esportatori di risparmio e merci ne hanno comunque tratto vantaggio reimportando parte di questa domanda internazionale. La bolla finanziaria sull'onda della deregolamentazione e dell'innovazione finanziaria ha poi fatto il resto accrescendo la fragilità dell'intero sistema economico.

Un'implicazione del precedente ragionamento va infine rimarcata. Nelle economie europee, il basso costo del lavoro ha agito da disincentivo per le imprese ad accrescere l'efficienza, rendendo profittevoli attività a basso valore aggiunto, altrimenti marginali. Tuttavia, la crescita della quota dei profitti ha rassicurato le imprese trattenendole nei settori produttivi *capital saving* e con bassa produttività. La moderazione salariale quindi oltre che a deprimere le retribuzioni e i consumi, favorendo l'indebitamento, ha depresso l'investimento di qualità, i processi innovativi e la crescita della ricchezza nazionale.

7. Conclusioni

A quale conclusione arriviamo? Dai primi anni Novanta la deregolamentazione dei mercati del capitale e del lavoro ha diminuito il potere di mercato dei lavoratori con l'effetto di abbassare il loro "salario di riserva". L'occupazione è cresciuta, mentre rallentava la dinamica delle retribuzioni. Il contributo dei redditi da lavoro alla crescita dei consumi è stato modesto, e accompagnato dal crescente indebitamento. Ma i mali non vengono mai da soli, e la ricomposizione dell'occupazione verso i settori produttivi con ridotto valore aggiunto ha avvilito la produttività e l'accumulazione, con una conseguente riduzione del rapporto capitale-lavoro, pur accrescendo la quota dei profitti. Oggi, le decisioni di spesa incorporano le attese pessimistiche circa gli andamenti futuri dei redditi. La recessione in corso e gli alti livelli di indebitamento lasciano dubitare sulla possibilità di rilanciare a breve la crescita.

La crisi attuale ha dunque radici reali e finanziarie. Su quelle finanziarie si è già scritto molto. Sulle cause reali la riflessione è ancora in corso. Qui abbiamo indicato una possibile interpretazione. La crescita degli anni Novanta è stata realizzata nelle economie avanzate importando risorse reali e finanziarie dall'estero; è stata accompagnata dallo spostamento nella distribuzione del reddito; è stata sostenuta dalla deregolamentazione del mercato internazionale dei capitali e del lavoro; è stata "gonfiata" dall'indebitamento; infine, è stata spazzata via dallo scoppio della bolla finanziaria che ha reso instabile il sistema economico mondiale.

Guardiamo ancora ai fenomeni reali. Da una parte ci sono i paesi emergenti con avanzo commerciale e risparmio netto positivo. E' auspicabile (anche se poco credibile) un riequilibrio *esterno* attraverso l'impiego delle risorse reali e finanziarie a loro disposizione che rientrano nel circuito degli scambi internazionali. La domanda così finanziata potrebbe contribuire al riequilibrio dei *Global Imbalances* riducendo l'indebitamento nelle economie avanzate in un contesto di domanda aggregata espansiva. La maggiore richiesta di merci dall'estero avrebbe l'effetto di sostenere la domanda nelle economie avanzate, dando fiato alla produzione e agli investimenti e riequilibrando i saldi finanziari esteri.

Alcune difficoltà naturalmente permangono. Per esempio, nel regime monetario dell'euro i meccanismi di riequilibrio sono complicati. Oggi i paesi aderenti alla moneta unica registrano un deficit nelle partite correnti, tranne la Germania; ma il

saldo consolidato di tutti questi paesi è positivo. Così mentre il deprezzamento del tasso di cambio sarebbe la naturale conseguenza dei deficit, con vantaggio per le merci europee che diventerebbero relativamente meno costose rispetto a quelle estere a parità di prezzi, si assiste ad un apprezzamento della valuta europea con crescenti difficoltà per le iniziative commerciali e la competitività dei paesi come l'Italia.

Ovviamente, il processo di riequilibrio esterno richiede anche un riequilibrio *interno* del reddito nazionale a favore del lavoro. Tuttavia, in un sistema economico aperto agli scambi internazionali non circolano solo le merci, ma anche i fattori produttivi. E anche se uno di questi ha una mobilità relativamente bassa vi sarà la tendenza ad omogeneizzare la sua retribuzione a livello mondiale. E' questo il caso del costo del lavoro che risente direttamente della globalizzazione del mercato del lavoro, e indirettamente della crescente mobilità dei capitali. Così, il riequilibrio nella distribuzione del reddito a favore del lavoro richiede un nuovo "patto sociale" che non può limitarsi alle singole economie, ma che deve essere *disegnato* a livello internazionale con un coordinamento delle politiche dei redditi, pena il fallimento di ogni tentativo.

Bibliografia essenziale.

Banca d'Italia (2008). Relazione annuale.

Bernanke B. (2007). *Global imbalances: recent developments and prospects* (FED).

Commissione Europea (2007). Moving Europe's productivity frontier. *The EU economy: 2007 review*.

Draghi M. (2009) "La recessione globale", Milano, 21 febbraio.

Fondo Monetario Internazionale (2008). *World Economic Outlook Report* (ottobre)

Mann C. (1999). *Is the US trade deficit sustainable*, Institute of International Economics.

Saltari E. e G. Travaglini (2008) "Il rallentamento della produttività del lavoro e la crescita dell'occupazione. Il ruolo del progresso tecnologico e la flessibilità del lavoro" *Rivista Italiana degli economisti*, 1