



The EEAG Report on the European Economy 2009

Summary

Questo è l'ottavo rapporto dell'*European Economic Advisory Group*. Come per i precedenti rapporti, iniziamo con una valutazione della situazione macroeconomica. Nelle precedenti relazioni, al primo capitolo generalmente seguivano capitoli a tema che si occupavano di problematiche di medio e lungo termine rilevanti per l'intera economia Europea. Quest'anno la relazione è strutturata in modo differente. Una sensazione di caos ha colpito l'economia mondiale nell'autunno 2008 non appena la crisi finanziaria ha preso piede e ha cominciato a toccare l'economia reale, che poi ha portato alla recessione economica. Nel Capitolo 2 si fornisce una dettagliata descrizione della crisi e delle varie fasi della sua evoluzione, e si sottolineano le politiche chiave riguardanti la regolamentazione delle istituzioni finanziarie e dell'architettura della finanza internazionale. Riteniamo che norme, come i requisiti di capitale minimo, dovrebbero essere estese a tutte le istituzioni di tipo bancario piuttosto che essere limitate al settore delle banche commerciali, e che dovrebbe essere introdotta una definizione più sofisticata di *value-at-risk* che possa tener conto di elevati premi di liquidità e di bolle azionarie, e riteniamo che ci sia la necessità di avere un sistema comune di regolamentazione finanziaria e di supervisione a livello Europeo.

La crisi ha alimentato un crescente dibattito circa le virtù del capitalismo finanziario e nessuna delle sue componenti è stata risparmiata. In particolare, tra le varie innovazioni che sono apparse negli ultimi due decenni, le società di private equity sono quelle che sono state sottoposte ad un più attento scrutinio e critica. Nel Capitolo 3 si analizza come queste società funzionino e come esse contribuiscano alla allocazione delle risorse. Complessivamente, siamo scettici riguardo le critiche, e crediamo che non ci sia alcun rischio di sistema associato a queste società. (Le loro passività hanno un leverage limitato e, sebbene esse facciano leva sui loro investimenti, questo è associato a garanzie limitate che riducono il rischio di fallimento)

A partire da questo momento, ogni edizione dell' EEAG report includera' un capitolo che focalizza la propria attenzione su uno dei paesi membri EU. Quest'anno tale capitolo sara' dedicato alla Francia, la quale ha eletto un nuovo presidente nel 2007 con promesse di coraggiose riforme economiche. Il nostro giudizio su tali riforme e' misto: avere un gran numero di riforme non implica necessariamente grandi effetti economici se tali riforme vanno in direzioni diverse e se possono essere facilmente cambiate in futuro. Ampie riforme dello Stato sembrano essere piu' promettenti rispetto a riforme sulla tassazione, sul welfare, o norme sul mercato dei prodotti e del mercato del lavoro, dove sembrano esserci molte inconsistenze.

Capitolo 1: Situazione macroeconomica e policy

La crisi finanziaria globale ha raggiunto un punto critico nell'autunno 2008. Mentre per un lungo periodo di tempo i problemi erano limitati a fornire liquidita' al settore bancario, la situazione e' andata fuori controllo quando alcune grandi istituzioni finanziarie sono diventate insolventi. Per prevenire un collasso del sistema finanziario globale, i governi sono dovuti intervenire su larga scala in quasi tutti i paesi industrializzati. Tuttavia, cio' non e' stato sufficiente a evitare una caduta mondiale della fiducia e di conseguenza, grandi aree dell'economia mondiale sono entrate in recessione nello scorso anno. Dopo quattro anni di rapida crescita, la crescita media del PIL mondiale, utilizzando misure di parita' di potere d'acquisto (PPP), ha raggiunto solamente il 3,4 percento nel 2008, o il 2,3 percento se si considerano tassi di mercato. Per quest'anno, ci si attende, rispettivamente, un tasso di crescita del PIL mondiale pari all'1,4 percento e allo 0,3 percento.

Durante la prima meta' dello scorso anno, l'economia americana ha comunque registrato una crescita positiva. Sebbene l'occupazione abbia cominciato a diminuire gia' in Gennaio, la produzione e' aumentata e la maggior parte degli indicatori di ciclo economico suggerivano una prosecuzione di crescita moderata. Dal punto di vista della domanda, un piano di stimolo fiscale varato all'inizio del 2008 e' stato in grado di mantenere positivi i consumi privati durante la prima meta' dell'anno. La situazione e' pero' cambiata drammaticamente verso la fine dell'estate. In Agosto, la produzione industriale e la capacita' di utilizzo e' precipitata. Inoltre, a Settembre, il governo americano ha deciso di votare contro il salvataggio della banca d'investimento Lehman Brothers, innescando cosi' una pesante caduta della fiducia e delle attivita' di investimento. Da Giugno in poi, anche la spesa per consumi privati e' diminuita. Di conseguenza, nel terzo quadrimestre dello scorso anno la crescita del PIL in America e' diventata negativa.

Nell'anno fiscale 2008, il deficit di bilancio e' aumentato al 3,3 percento del PIL. L'aumento delle spese del 9 percento e' stato il piu' grande incremento dal 1990. Per l'anno fiscale 2009, e come reazione alla persistente crisi nel sistema bancario e finanziario, il governo americano ha deciso di implementare un consistente pacchetto di salvataggio. Inoltre, la Federal Reserve ha tagliato il tasso di riferimento dal 5,25 percento del Settembre 2007 allo 0,25 percento alla fine dello scorso anno.

Nonostante una politica fiscale espansiva e una politica monetaria accomodante, la recessione negli Stati Uniti continuera' per tutto l'anno. Quest'anno, il PIL diminuira' dell'1 percento. Una lenta ripresa e' attesa solamente verso la fine del 2010. Questa flessione sara' cosi' persistente principalmente perche' i consumatori americani hanno vissuto al di sopra dei propri mezzi per troppo tempo. Per ristabilire un percorso di crescita sostenibile, tale comportamento deve essere corretto. Solamente le esportazioni nette saranno in grado di contribuire positivamente alla crescita economica degli Stati Uniti.

In generale, i mercati asiatici sono stati in grado fino ad ora di giocare un ruolo di stabilizzatore nella crisi attuale. Sebbene i loro elevati risparmi abbiano reso possibile l'enorme deficit della bilancia dei pagamenti americana e, di conseguenza, il boom dei consumi americani, le riserve che essi hanno accumulato in questo modo stanno adesso aiutando a stabilizzare l'economia globale. Dal 2005, il differenziale di crescita tra l'Asia e gli Stati Uniti e' aumentato. Tuttavia, la crescita economica dell'Asia rimane dipendente dagli Stati Uniti, e il surplus di commercio e il contributo alla crescita delle esportazioni nette e' diminuito sostanzialmente.

Poiche' la maggioranza delle economie sviluppate sono in recessione, nei paesi asiatici, la crescita guidata da esportazioni e investimenti sara' particolarmente colpita nel 2009 e nel 2010. Nonostante il fatto che la domanda interna continuera' a crescere in molte economie, e nonostante la crisi finanziaria abbia gia' causato una completa inversione di tendenza della politica monetaria della regione, la crescita rallentera' ulteriormente.

L'economia europea

Dopo un *outlook* relativamente positivo all'inizio dell'anno, la situazione economica e' deteriorata progressivamente con il trascorrere dell'anno. Le turbolenze sui mercati finanziari internazionali, oltre al collasso della fiducia osservato nel settore industriale e tra i consumatori di tutta Europa nella seconda meta' dell'anno, hanno trovato riflesso sui dati della produzione economica reale. Come conseguenza, molti paesi Europei sono, o saranno presto, in recessione. Questo significa che, a differenza del passato,

diminuzioni della domanda nazionale non saranno compensati dalla crescita di altri paesi, e la crescita della domanda finale nell'Unione Europea raggiungerà un minimo storico. In questo scenario, il PIL quest'anno diminuirà dell'1,2 per cento.

In generale, il consolidamento delle finanze pubbliche si è arrestato, e il deficit di bilancio, sia quello corrente che quello corretto per il ciclo economico, è peggiorato; il consolidamento fiscale non è più all'ordine del giorno. In particolare, dall'autunno gli stati membri continuano ad annunciare pacchetti di salvataggio, prima di tutto per il settore bancario, e più recentemente per altri settori dell'economia.

All'inizio dello scorso anno, dopo un ulteriore irrigidimento dovuto ad un supplementare apprezzamento dell'Euro, le condizioni monetarie nell'area dell'Euro sono rimaste ad un livello restrittivo fino all'estate dello scorso anno. In seguito, la BCE ha gradualmente abbassato i tassi di interesse, ma l'Euro ancora forte non permette, ad oggi, di parlare di una situazione monetaria accomodante.

Soprattutto in quei paesi che stanno affrontando una marcata flessione del mercato immobiliare, in particolare Irlanda, Spagna, e il Regno Unito, durante tutto l'anno si sono registrate grandi cadute nella spesa per investimenti residenziali. In generale, un basso livello di investimenti graverà sulla crescita di quest'anno. Una combinazione di cadute dei profitti, condizioni finanziarie più dure, e basse prospettive di crescita, hanno bruscamente ridotto la volontà di investire delle imprese.

Mentre la spesa privata è stata un importante pilastro della crescita in Europa nel 2007, essa è praticamente ristagnata nel 2008. L'aumento dell'inflazione nel primo quadrimestre e un mercato del lavoro in lento declino, insieme con un brusco deterioramento delle prospettive future, hanno avuto un impatto negativo sul comportamento del consumatore. Tuttavia, la rapida diminuzione dell'inflazione alla fine dello scorso anno ha permesso una lenta ripresa dei consumi. Dei componenti della domanda, solamente la spesa privata e quella pubblica saranno in grado di contribuire positivamente alla crescita di quest'anno. Quei paesi che stanno soffrendo la crisi immobiliare dovranno affrontare una sostanziale minore crescita dei consumi.

Nonostante la forza dell'Euro, le esportazioni nette dello scorso anno hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL dell'Unione Europea. Il rallentamento nella crescita delle esportazioni è andato incontro ad una pari caduta dei tassi di crescita delle importazioni. Solamente verso la fine dell'anno il surplus di commercio ha cominciato a diminuire a causa della ripresa delle importazioni. Una domanda estera ancora più debole porterà ad un ulteriore rallentamento della crescita delle esportazioni.

A partire dal primo quadrimestre dello scorso anno, il tasso di disoccupazione e' aumentato. La debole congiuntura economica porterà, quest'anno, ad un incremento del tasso di disoccupazione nell'Unione Europea ad una media dell'8,1 per cento, e la disoccupazione continuerà a crescere per tutto il resto del nostro orizzonte di previsione.

Capitolo 2: La crisi finanziaria

Il Capitolo 2 riconsidera le radici micro e macroeconomiche della crisi finanziaria.

Il processo di securitisation

Il capitolo comincia con l'analisi del processo di securitisation dei mutui subprime nel mercato ipotecario degli Stati Uniti, dove tutti i problemi hanno avuto inizio. Attraverso questo processo, flussi di cassa provenienti da diversi contratti di mutuo tra debitori e banche, sono stati trasformati in omogenei *asset-backed-securities* (ABSs), con diversi ratings, e scambiati nei mercati globali. In teoria, la *securitisation* e' una buona idea: favorendo la diversificazione del rischio ipotecario, essa permette agli intermediari di aumentare i prestiti, a beneficio di famiglie e imprese. Tuttavia, a causa di fattori macroeconomici, norme sbagliate e/o insufficienti e problemi del tipo principale-agente, negli ultimi anni questo processo e' stato imperfetto. In primo luogo, un'enorme sottovalutazione del *fundamental risk* e del rischio di liquidità del mercato hanno causato sia la nascita dei mutui subprime, che l'emissione di ABS con rating AAA che derivavano dal sottostante pool di mutui, entrambi eccessivi sotto ogni punto di vista. In secondo luogo, diversi strati di securitisation, ciascuno coinvolto in qualche forma di miglioramento del credito e assicurazione del credito, si sono tradotti in una elevata opacità degli ABS, che ha ostacolato la capacità di un intermediario di valutare l'ammontare e la localizzazione del rischio del proprio portafoglio. Infine, la diversificazione del rischio e' stata solo apparente, visto che gli ABS con alti rating venduti a investitori finali (fondi pensione, fondi comuni di investimento, etc) sono stati garantiti da intermediari – quando la crisi e' scoppiata, gli ABS sono stati assorbiti in gran parte da istituzioni con un alto rapporto di indebitamento. Con un elevato livello di opacità, la diversificazione degli ABS tra gli intermediari, ha creato in realtà un rischio di sistema generando pericolose esternalità di rete, le quali alla fine hanno minato la liquidità del mercato per varie classi di attività e mercati finanziari.

Le due fasi della crisi: dal soft-landing all'hard-landing.

Il capitolo analizza due fasi distinte della crisi. Durante la prima fase, dal 2007 fino all'estate 2008, i *policy-makers* hanno creduto in una morbida uscita dalla crisi (lo scenario soft-landing). La visione prevalente è stata quella che i problemi fondamentali alla radice della dichiarata pericolosa patologia del mercato monetario erano relativamente gestibili, nel senso che essi col tempo potevano essere assorbiti utilizzando politiche con un duplice approccio. Da un lato, le banche centrali avrebbero risolto la mancanza di liquidità nel mercato interbancario fornendo agli intermediari finanziari sufficiente liquidità operativa, evitando così che esse dovessero contare l'uno su l'altro per il credito. Tale liquidità avrebbe così dato tempo alle banche di ristrutturarsi, di aumentare cioè il capitale proprio e svalutare i debiti "cattivi" – sebbene contenente la necessità di un mercato *de-leveraging*, con i relativi effetti negativi sull'attività reale. Dall'altro lato, ministeri del tesoro e banche centrali sarebbero intervenuti caso per caso per aiutare le banche sotto il rischio di fallimento – sia come risultato di una "corsa agli sportelli" o a causa di perdite fondamentali (il principio che guida l'intervento è la necessità di preservare il funzionamento di grandi intermediari, il cui fallimento avrebbe forti ripercussioni al livello di sistema).

La seconda fase (hard-landing) è scoppiata quando la coordinazione delle aspettative sull'ipotesi di soft-landing è svanita nel Luglio-Agosto 2008. La valutazione e percezione della grandezza della crisi finanziaria è cresciuta con i numeri sulle percentuali di inadempienze sui mutui e quando la Federal Deposit Insurance Corporation ha assunto il controllo della californiana Indymac Bank, successivamente colpita da una corsa agli sportelli. Come risposta al crescente caos finanziario, il Tesoro, a Luglio, ha incrementato il suo impegno a supportare Fannie Mae e Freddie Mac, rendendo inizialmente il governo esplicito garante, prima di metterle sotto il controllo federale all'inizio di Settembre. Ma ancora più importante, la prospettiva che l'economia reale sarebbe stata risparmiata non era più ritenuta valida di fronte all'evidenza.

Le difficoltà del governo nel presentare un piano coerente e possibilmente coordinato per risolvere la crisi, ha quasi causato una corsa agli sportelli nella metà di Ottobre, quando nervosi investitori hanno cominciato a ritirare denaro dalle banche (molti quotidiani hanno riportato un inusuale aumento della domanda di *home safes*), e molti hanno cambiato banca alla ricerca di intermediari supportati da robuste garanzie statali.

Un elemento importante per la nostra interpretazione della fase di soft-landing è il fatto che, inizialmente, l'effetto della crisi sul deleveraging sia stato abbastanza contenuto. Nello scenario hard-landing dopo l'autunno 2008, è molto probabile che il mondo

conoscera' un ciclo di deleveraging, eventualmente con un impatto sul livello di attivita' delle imprese e sui piani di spesa delle famiglie. Da Settembre 2008, un ribilanciamento globale e' andato avanti nella forma di sostanziali svalutazioni degli intermediari finanziari. A fronte di stime di perdite totali degli intermediari finanziari che vanno dagli 1.4 trilioni di dollari (IMF 2008) ai 3 trilioni di dollari, il totale delle svalutazioni riportate alla fine del 2008 ammontava gia' intorno ad un trilione.

Lezioni dalla crisi e proposte di riforma

Come risultato della crisi, le proposte di riforma abbondano. In questa relazione, cerchiamo di trarre delle lezioni dalla crisi, e definiamo dei principi basilari da seguire per correggere i difetti del sistema. I meriti di proposte diverse non risiedono necessariamente nell'essere radicali, ma sulla loro coerenza con l'obiettivo finale di governo pubblico del sistema finanziario.

Alcune di queste lezioni sono condivise da molte altre istituzioni e studiosi. Gli intermediari che, come le banche, sono coinvolti nella trasformazione di scadenze e sono esposti a corse agli sportelli, dovrebbero essere soggetti agli stessi principi normativi e supervisione delle banche. Norme e supervisione sono motivati dall'implicito impegno del governo a salvare gli intermediari quando il loro default ha un effetto sistemico e esternalita' negative sul sistema dei pagamenti. Il fallimento di banche commerciali minaccia direttamente il sistema dei pagamenti, attraverso le conseguenze sui depositanti. Per altri intermediari, il fatto e' che tale minaccia e' radicata nell'esternalita' di rete, attraverso le implicazioni sistemiche del loro fallimento circa la liquidita' del mercato e il bilancio patrimoniale di altri intermediari. Difatti, con la crisi dei subprime, la fiducia tra le banche e' svanita: il mercato interbancario e' virtualmente collassato. Secondo un diverso punto di vista, le attivita' di questi intermediari e' cresciuta fino a diventare una minaccia per la stabilita' finanziaria *perche'* garanzie di salvataggio, secondo il principio del "troppo grande per fallire", forniscono un incentivo a crescere eccessivamente, a prendere troppi rischi, e a indebitarsi troppo. A meno che queste garanzie non possano essere eliminate completamente – il che non e' credibile alla luce delle passate e recenti esperienze – appare razionale legare la fornitura di contingenti risorse pubbliche a norme e supervisione.

In questo modo, le banche d'investimento, cosi' come ogni altra istituzione che esegue funzioni bancarie devono essere sottoposte alle stesse norme che si applicano alle banche commerciali. La restrizione delle norme dovrebbe dipendere dal tipo di business

piuttosto che dallo stato legale della banca che si occupa del business. Questo vale in particolare per i requisiti di capitale.

Prima di tutto, ampi accordi internazionali devono essere raggiunti circa l'armonizzazione della supervisione delle banche. Questi accordi possono essere basati su un riformato sistema Basilea II, il quale comprende tutte le istituzioni che eseguono funzioni bancarie, e prende in considerazione fattori sistemici e ciclici. I requisiti di capitale minimo in Basilea II dovrebbero essere riconsiderati, in modo tale da aumentare l'incentivo degli azionisti a considerare modelli di business piu' prudenti e scegliere schemi di incentivi piu' conservativi per i managers delle banche. In ogni caso, dovrebbero essere considerati i fallimenti dei controlli di corporate governance e i problemi insiti nelle compensazioni dei dirigenti.

L'apparente fallimento dell'attuale sistema nell'ottenere l'uso di corretti modelli di valutazione del rischio da parte degli intermediari e garantire trasparenza, e' forse il punto piu' difficile per ricostruire la fiducia nel sistema finanziario. Semplicemente aumentare il coefficiente di capitale minimo non funzionera'. Quello che e' rilevante invece e' uno standard di valutazione degli asset che (alla fine) tocchi i problemi principali in tema di normativa prudenziale: la possibilita' di errato prezzamento dovuto a speculazioni o illiquidita' del mercato, che generano una non-fondamentale volatilita' nel prezzo degli asset; prestiti pro-ciclo economico; trasparenza e informazione agli investitori.

Secondo, quando possibile, prodotti derivati, tipo CDS, dovrebbero essere scambiati in mercati trasparenti, organizzati, e non in opachi mercati OTC. C'e' un'opinione comune secondo la quale, mentre scambi centralizzati possono essere fattibili per alcuni prodotti derivati, molti altri sono specializzati e disegnati specificamente per investitori/impres, in modo tale che un mercato organizzato non sarebbe efficiente. Tuttavia, seguendo i recenti problemi di marking-to-market quando il mercato non esiste, coloro che comprano tali prodotti probabilmente ora otterrebbero un maggiore beneficio dall'avere un mercato per i derivati che fosse centralizzato, trasparente, e liquido. I bisogni specifici dei clienti, in molti casi, possono probabilmente essere considerati formando degli appropriati portafogli di contratti esistenti scambiati sui mercati liquidi. Allo stesso modo, vendite allo scoperto non dovrebbero essere proibite; al contrario, la vigilanza su potenziali manipolazioni del mercato dovrebbe essere potenziata.

Quarto, l'Europa ha bisogno di un comune sistema di normativa finanziaria e supervisione. Il Sistema Europeo delle Banche Centrali dovrebbe assumere un ruolo esplicito di garante del sistema, acquisire poteri di supervisione sui gruppi Europei, e coordinare con le banche centrali nazionali gli intermediari finanziari nazionali.

Proponiamo un sistema a due velocità. Per i gruppi finanziari pan-europei, la supervisione dovrebbe essere assegnata alla BCE. A questi gruppi dovrebbe poi essere richiesto di sottoscrivere un fondo di assicurazione dei depositi europei (European Deposit Insurance Fund) a complemento degli schemi nazionali di assicurazione sui depositi. Altrimenti i paesi dovrebbero individualmente avere la responsabilità di caricarsi le perdite create dai propri intermediari.

Quinto, la specificità del settore bancario nella competition policy dovrebbe essere riconosciuta esplicitamente e formalmente. Ciò assicurerebbe coerenza tra competition policy e politiche di stabilità finanziaria, e consentirebbe il contenimento di pressioni politiche per estendere salvataggi finanziari ad altri settori dell'economia.

Inoltre, è fortemente raccomandabile, ove esista (per esempio negli Stati Uniti), riconsiderare la responsabilità personale limitata per i mutui e altri prestiti real-estate. La promozione dell'acquisto della proprietà della casa dovrebbe essere esaminato attentamente da un punto di vista finanziario, date le potenziali implicazioni sistemiche di incentivi che aumentano il profilo di rischio dei beneficiari dei prestiti contro garanzie pubbliche.

Capitolo 3: Il private equity

Il private equity svolge un ruolo importante nel sistema finanziario. Gli anni precedenti la contrazione del credito sono stati probabilmente gli anni più favorevoli che sono mai esistiti per il private equity – con abbondante capitale, bassi tassi di interesse, valore crescente dei mercati azionari, e un'incredibile volontà da parte delle banche e altri investitori di fornire finanziamenti su una scala e a dei termini mai osservati precedentemente. Ciò ha portato ad una grande espansione dell'ammontare di capitale allocato a fondi di private equity, e ad un conseguente allargamento dei loro scopi: fondi di private equity hanno acquisito alcune imprese multimilionarie e fatto affari in virtualmente ogni settore dell'economia. Di conseguenza, fondi di private equity attualmente controllano una significativa frazione dei business in molti paesi Europei. Questo incremento di attività ha inevitabilmente richiamato l'attenzione dell'opinione pubblica, in particolare riguardo un tipo di private equity: il leveraged buyouts. Preoccupazioni sono state espresse circa l'entità e la fonte di creazione del valore, la trasparenza, e questioni sulla tassazione. Tuttavia, la maggior parte del dibattito, nei media e tra i politici, è stato caratterizzato da fraintendimenti circa il funzionamento del private equity. Questo non è del tutto sorprendente data la natura riservata di molti fondi di private equity. Il primo contributo di questo capitolo è fornire alcune

conoscenze di base sul private equity, documentando la sua crescita all'interno dell'Europa e facendo luce sul funzionamento del settore.

Il private equity crea valore?

L'impatto economico del private equity può essere misurato in vari modi. I ritorni finanziari sono chiaramente l'obiettivo chiave dei fondi e dei loro investitori. In questo caso, l'evidenza in Europa è mista: il venture capital nelle sue fasi iniziali ha prodotto bassi profitti medi, mentre i profitti del leveraged buyouts, negli anni recenti, appaiono impressionanti. Tuttavia, risulta difficile individuare un benchmark per questi profitti – per esempio, rispetto ai profitti guadagnati da imprese quotate pubblicamente – senza correggere per il rischio. E correggere per il rischio – in particolare il rischio finanziario – è critico, poiché gli investimenti sono ad alto livello di leverage. Certamente, nel periodo precedente alla chiusura del mercato del credito nell'estate 2007, i fondi di private equity hanno usato livelli record di leva finanziaria, e quindi hanno incrementato il rischio delle loro imprese di portafoglio. Ma scarsa ricerca è stata fatta per analizzare i profitti aggiustati per il rischio, data la necessità di informazione sulla struttura del capitale del portafoglio imprese, che è difficile da ottenere. Ma nello stesso modo in cui la leva finanziaria ha amplificato i profitti guadagnati dai fondi di private equity quando l'economia stava crescendo, l'impatto di questa leva finanziaria sul rischio porterà sicuramente gravi perdite durante la recessione, e alcune significative perdite per i profitti di alcuni fondi. Tuttavia, potrebbero esserci meno fallimenti di quanto ci si potesse aspettare a causa di blande covenants legate a molti dei prestiti. Dall'altro lato, i fondi di private equity dovranno probabilmente mantenere più a lungo i loro investimenti nelle imprese di portafoglio.

L'impatto della proprietà private equity sull'occupazione

Politici e media sono spesso più interessati all'impatto del private equity sull'occupazione piuttosto che sulla creazione di valore. L'evidenza, in questo caso, è molto più difficile da interpretare, data la sempre presente questione controfattuale: quale sarebbe stato il livello occupazionale senza il private equity? Questo è particolarmente problematico dato che molti obiettivi del private equity hanno bisogno di grandi ristrutturazioni. In generale, l'evidenza circa l'impatto del private equity sull'occupazione è difficile da interpretare. Semmai, l'evidenza sembra suggerire che l'occupazione cresce a tassi minori rispetto a società scambiate pubblicamente. Se ciò sia una cosa positiva o negativa è un'altra questione. Ma le rivendicazioni di alcuni sindacati e politici, che i fondi di private equity tendano sempre a licenziare i lavoratori, sono basati più su prove aneddotiche che su prove sistematiche.

Il dibattito sulla trasparenza

Una questione principale riguardante il private equity è che si sa poco su come esso aggiunga valore o il suo impatto sulle società in cui investono. Questo, in particolare, è dovuto alla cultura della riservatezza all'interno del settore, il che costituisce un grande impedimento per la pubblica comprensione del ruolo svolto nell'economia dal private equity. Sebbene alcune analisi siano state pubblicate, esse sono spesso selettive e parziali, e frequentemente sovvenzionate e controllate dalle associazioni degli industriali. Per molti dei fondi di successo, esiste una storia positiva da raccontare, ma fino ad oggi solo i grandi investitori istituzionali ne sono a conoscenza. Come risultato, le rivendicazioni dei fondi di private equity sono spesso accolte con scetticismo.

Una conseguenza dovuta al velo di segretezza è stata la spinta ad incrementare la trasparenza in molti paesi. Sebbene non sia una cosa negativa, è probabile che abbia un impatto limitato. Gli investitori dei fondi di private equity avevano già accesso a regolari e dettagliati rapporti. Non c'è asimmetria informativa per quelli che forniscono il capitale e, se ci fosse, in qualità di grandi e sofisticati investitori globali, essi potrebbero ottenere tutte le informazioni desiderate. Non è chiaro se le imprese private debbano conformarsi ai diversi standard di rapporto, in base a chi siano i proprietari. In generale, il rapporto Walker, e simili iniziative in altri paesi, potrebbero avere alcuni effetti marginali in termini di flusso di informazioni agli impiegati e alle altre parti interessate, ma è improbabile che ciò soddisfi le critiche.

Politiche di tassazione del private equity

Un'altra questione che ha alimentato interesse nei confronti dei fondi private equity è stata la tassazione. Al livello corporate, una tassazione per rendere il leveraged buyouts più difficile o costoso ha una giustificazione discutibile e un impatto incerto. La struttura ottimale del capitale differisce da impresa a impresa, e restringere la deducibilità del debito alzerà il costo del capitale al netto delle tasse o incoraggerà l'evasione delle tasse da parte di imprese che si ritrovano limitate dall'azione politica. Nella maggior parte dei casi, l'impatto principale di tali politiche è probabile che sia sentito dai proprietari delle imprese che possono essere acquisite dai fondi di private equity, piuttosto che nei profitti guadagnati dai fondi stessi. A livello personale, la tassazione dei dirigenti di private equity è un'area che richiede un'attenta considerazione, poiché appare discutibile che la loro fetta di profitti sia tassata come capital gains e non come reddito, o una forma ibrida. Data la natura internazionale del settore, non è chiaro quanto denaro potrebbe essere raccolto – soprattutto nei prossimi

anni quando i profitti potrebbero diventare memoria lontana – e politiche mal concepite potrebbero risultare in significativi cambiamenti nella localizzazione dei fondi.

Il probabile impatto della crisi finanziaria sul private equity

Infine, sebbene i futuri profitti, ottenuti dai fondi di private equity che hanno investito massicciamente nel periodo precedente la bolla del leverage scoppiata nell'Agosto 2007, saranno probabilmente bassi, l'entità delle difficoltà finanziarie e i fallimenti delle imprese di portafoglio potrebbero essere minori di quanto ci si aspettasse. In gran parte, esso è dovuto al fatto che i fondi di private equity si siano pienamente avvantaggiati delle generose condizioni legate al finanziamento del debito durante la bolla del leverage. Mentre le banche di investimento, hedge funds e fondi CLO (collateralised loan obligation) che hanno fornito il credito hanno visto delle perdite spettacolari, molte delle imprese di portafoglio adesso godono tassi fissi di lungo periodo, un finanziamento del debito a buon mercato e con poche garanzie. Certamente, il leverage aumenta il rischio di un dissesto finanziario e di insolvenza, e non c'è dubbio che ci saranno alcuni fallimenti di alto profilo. Ma la struttura finanziaria impiegata da molti fondi di private equity può mettere molte delle imprese di portafoglio nella condizione di continuare a operare senza default, per un tempo abbastanza lungo tanto da poter superare la recessione. È indubbio che i periodi di stasi si allungheranno, i tassi di investimento si ridurranno, le condizioni per i prestiti futuri torneranno sui loro livelli storici, e la maggior parte dei fondi esistenti avrà margini di guadagno significativamente minori.

Tuttavia, la storia ci insegna che alcuni dei periodi migliori per investire in private equity sono quelli di inizio recessione, quando i prezzi degli asset sono bassi e il bisogno di rapide trasformazioni corporate sono sopra la pari. Il fundraising del private equity continua, limitato principalmente da over-allocation di alcuni investitori istituzionali che hanno impegnato fondi futuri assumendo che i profitti sarebbero continuati a tassi simili agli ultimi anni. Il modello di private equity fornisce una forma alternativa di governance, con la proprietà non più separata dal controllo. Nella sua forma migliore, ciò può risultare in una rapida trasformazione di imprese e una significativa creazione di valore. Le economie hanno bisogno di diverse fonti di capitale, e le politiche pubbliche dovrebbero lasciare decidere il mercato quale fonte è più appropriata per una data impresa, senza imporre tasse o altre norme restrittive per favorire l'una o l'altra fonte.

Capitolo 4: la Francia

Nel 2007, un nuovo presidente, Nicolas Sarkozy, è stato eletto in Francia dopo aver promesso radicali cambiamenti in molti settori, incluso quello delle politiche economiche. In questo rapporto EEAG, facciamo il punto sul suo primo anno e mezzo in carica, e proviamo a valutare la performance economica del paese e le riforme che sono state intraprese.

Ad un primo sguardo, i risultati sembrano essere complessivamente positivi, perlomeno se uno ignora la crisi finanziaria. La disoccupazione è diminuita fino all'estate 2008, e un vasto programma di riforma è stato lanciato.

Tuttavia, una analisi più dettagliata suggerisce una maggiore cautela nel giudizio. La diminuzione della disoccupazione è ampiamente un fattore ciclico, condiviso con molti altri paesi Europei. Il tasso di disoccupazione rimane sopra la media dell'eurozona e segue da vicino i suoi movimenti. Lo spazio di manovra per la politica fiscale è ristretto, poiché deficit strutturali sono stati la norma negli ultimi vent'anni. Di conseguenza, il debito pubblico tende a crescere molto rapidamente nei periodi di crisi ed è solamente stabilizzato in periodi di ripresa economica, cosicché il margine di stabilizzazione è piccolo e si riduce dopo ogni crisi. La crisi attuale non fa eccezione e ci aspettiamo che la Francia ne esca con una pericolosa posizione fiscale. In aggiunta, la performance di crescita rimane modesta. Infine, la Francia ha uno dei più grandi settori pubblici e welfare state, e il governo deve affrontare il dilemma tra soddisfare i propri impegni ad un crescente costo fiscale, o ridimensionare ad un considerevole costo politico.

Per quanto riguarda le numerose riforme che sono state intraprese, abbiamo alcune preoccupazioni riguardo la mancanza di un valore quantitativo per molte di loro, oltre all'esistenza di contraddizioni e all'assenza di una chiara direzione.

Tradizionalmente, le riforme francesi hanno sofferto di tre problemi. Primo, esse sono generalmente progressive. Piuttosto che mirare a un radicale cambiamento del sistema esistente, molto spesso, le riforme intervengono ai margini, spesso aggiungendo nuovi schemi limitati. Le riforme di Sarkozy non sono una eccezione. Secondo, il sistema normativo è complesso. Più il sistema è complesso, più è difficile gestirlo. Questo significa che le politiche non hanno i loro effetti desiderati, sia perché la loro interazione con i sistemi pre-esistenti è ignorata, o perché i livelli più bassi di potere hanno una considerevole discrezione nell'applicare la legge, poiché è praticamente impossibile applicarla interamente. Invece di affrontare tale complessità, le attuali riforme generalmente la aumentano attraverso progressive aggiunte. Terzo, le riforme

sono state spesso invertite. Se le riforme sono altamente reversibili, gli agenti economici le ignoreranno nel preparare le loro strategie, ma saranno felici di incassare qualsiasi beneficio sia disponibile. Il risultato finale è che tale politica risulta essere inefficace.

La mancanza di una chiara direzione è dovuta alla diversità di ispirazioni implicite nelle riforme. Questo riflette vari filoni del dibattito pubblico e posizioni ideologiche; identifichiamo quattro paradigmi tra di loro in concorrenza.

Alcune riforme sono motivate dalla volontà di liberalizzare i mercati e promuovere la concorrenza, che è tradizionalmente parte della ideologia di Destra. Altre sono motivate dal nazionalismo economico (“Francia S.p.a.”), per esempio dal desiderio di stimolare l’occupazione e l’attività economica per gli affari francesi, non considerando se le politiche siano efficienti o a favore della concorrenza. Alcune sono motivate da un paradigma corporativo, che tende ad assegnare un grande peso istituzionale ai cosiddetti “social partners” (rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro), ignorando il problema degli outsiders che è inerente a tale processo, oltre al fatto che esso può portare al massimo modeste riforme. Infine, alcune politiche sono motivate dalla visione secondo cui dovrebbe esserci costantemente un “social progress”, implicando che qualsiasi misura redistributiva sia irreversibile. Questo spiega il secolare aumento delle dimensioni del governo, o il numero di lavoratori a cui si applica il salario minimo, che adesso si trova a ad uno sbalorditivo 16 percento dell’occupazione totale.

Queste motivazioni concorrenti spiegano perché alcune delle riforme di Sarkozy si controbilancino l’una con l’altra. Per esempio, la riduzione delle tasse approvata con la prima ondata di riforme è stata annullata da nuove tasse che avevano come obiettivo il finanziamento di nuove spese sociali.

Possiamo così concludere che la politica del governo sia essenzialmente aria fritta (*hot air*), e che ci attendiamo che la Francia rimanga un paese a bassa crescita, con poco lavoro e poche opportunità economiche? Non esattamente, poiché abbiamo due ragioni per un maggiore ottimismo. Primo, anche se le riforme sono limitate, riforme ugualmente piccole hanno fallito in passato a causa di proteste organizzate. La strategia *catch-all* delle riforme della amministrazione Sarkozy, ha reso più difficile coordinare tali proteste. Di conseguenza, molte riforme che all’inizio si credeva fossero destinate a fallire, hanno avuto successo, e le riforme in generale hanno guadagnato legittimità. Secondo, una rivoluzione silenziosa, (chiamata la revisione generale della public policy, RGPP) è in corso nel settore pubblico nella forma di un piano per fondere insieme e razionalizzare i servizi pubblici e aumentare la portata di incentivi economici, concorrenza e autonomia. Sebbene sia un caso da manuale di un progetto dove “the devil is in the details”, se gestita correttamente la riforma alla fine ridurrà le dimensioni

del settore pubblico al livello di un normale paese OECD piuttosto che a quello di un paese scandinavo. Questo rendera' possibile una riduzione delle tasse diciamo dai 3 ai 6 punti percentuali del PIL, che a sua volta inneschera' un circolo virtuoso tra una maggiore occupazione privata e una minore spesa sociale. Inoltre, riducendo il numero di attrattive posizioni top-level nel settore pubblico, la riforma potrebbe anche curare la lungo dibattuta "malattia" francese, per cui individui piu' talentuosi lavorano per la burocrazia piuttosto che per i settori piu' innovativi; e' probabile che questo fenomeno sia invertito nel caso in cui il settore pubblico diventi meno attrattivo, e ci si attende che cio' avra' un effetto positivo sull'innovazione e sulla crescita.

Secondo il nostro punto di vista, l'amministrazione dovrebbe usare il proprio capitale politico recentemente acquisito per concentrarsi su poche riforme chiave. Una di queste riforme e' in corso, la RGPP, e noi crediamo che essa potrebbe avanzare piu' speditamente e gli si potrebbe dare piu' attenzione se si potesse fare a meno della moltitudine di altre riforme marginali. Un'altra riforma, di gran lunga piu' controversa, sarebbe la riduzione del salario minimo. Noi sosteniamo che un'importante opportunita' sia stata persa con l'introduzione della *earned income tax credit* (RSA), uno schema welfare supplementare che elimina la trappola della poverta' per coloro che beneficiano dell'assistenza. Mentre la RSA aumenta l'offerta di lavoro dei lavoratori low-skilled, essa non agisce sul lato della domanda. Molti dei relativi posti di lavoro non saranno creati perche' non risulta essere profittevole per le imprese. Invece, la RSA avrebbe dovuto essere confezionata con una riduzione del salario minimo. Questo avrebbe creato le condizioni per la progressiva sostituzione di questo schema distorsivo a favore di un sistema molto meno distorsivo quale e' la *earned income tax credit*; questo avrebbe ridotto l'eccessiva proporzione di lavoratori al livello di salario minimo; e avrebbe stimolato la domanda di lavoro in modo equivalente allo stimolo dell'offerta di lavoro da parte della RSA.