

20 marzo 2008

La Fed e la crisi

IL CAPITALISMO RESPONSABILE

di Francesco Giavazzi

Per quindici anni, dal 1992 al 2006, l'economia del mondo è cresciuta soprattutto grazie alla domanda che proveniva dagli Stati Uniti. I 18 milioni di nuovi posti di lavoro che l'Europa ha creato fra la metà degli anni Novanta e oggi sarebbero stati molti meno se gli Usa non fossero cresciuti a un ritmo tanto veloce. In questi anni gli Stati Uniti hanno importato di tutto, non solo beni e servizi ma anche persone: sedici milioni di nuovi immigrati ufficiali e nessuno sa quanti clandestini. Si capisce perché: gli Stati Uniti sono il Paese nel quale il tempo medio tra il giorno in cui un immigrato arriva e il giorno in cui può acquistare una casa è più breve: meno di dieci anni. Certo, anche grazie all'eccessiva facilità con cui le banche concedevano i mutui, e oggi alcuni di quegli immigrati perderanno la casa, ma se fossero arrivati in Europa il sogno di possedere una casa propria sarebbe rimasto tale, un sogno. Quando ci lamentiamo per gli effetti che la crisi americana ha sulla nostra crescita e sui nostri risparmi non dovremmo scordare i benefici di cui abbiamo goduto. E tuttavia, per crescere tanto più rapidamente del resto del mondo, gli Stati Uniti hanno accumulato ampi squilibri: la crisi di questi mesi è il modo violento in cui essi oggi stanno rientrando.

Il primo è l'enorme differenza fra il volume di importazioni e di esportazioni, che ha fatto crescere rapidamente il debito estero americano. Oggi questo squilibrio si sta riassorbendo grazie alla caduta del dollaro. La debolezza della moneta americana non è l'effetto delle turbolenze finanziarie di questi mesi: per riportare in equilibrio la bilancia dei pagamenti Usa il dollaro dovrà rimanere debole a lungo (fortunatamente le nostre imprese più accorte lo hanno capito da tempo e si sono attrezzate, spostando gli acquisti verso l'area del dollaro e le vendite verso Europa, Cina, India e Brasile). L'unica cosa che l'Europa può fare è rimuovere gli ostacoli alla crescita che limitano consumi e investimenti: più crescita in Europa accelera la correzione del deficit americano e significa meno anni di dollaro debole.

Il secondo squilibrio è il prezzo delle case che dal 2001 a oggi, negli Stati Uniti, come in Gran Bretagna, Spagna e Irlanda, è stato trainato da una vera e propria bolla speculativa. Sull'onda dell'aumento del valore della loro casa molte famiglie americane si sono indebitate e hanno aumentato i consumi. Ma, ancora una volta, prima di puntare il dito contro il sistema finanziario che ha consentito loro di farlo, non dimentichiamo che senza quei consumi le nostre economie sarebbero cresciute molto più lentamente.

Oggi la discesa del prezzo delle case mette in difficoltà quelle famiglie e chi ha prestato loro denaro. Il problema è serio, ma limitato. Nel bilancio di Bear Stearns c'erano 33 miliardi di mutui, ma solo 2 miliardi di mutui subprime. Un'ulteriore caduta del 20% del prezzo delle case (finora i prezzi sono scesi del 10% circa) metterebbe a rischio altri 10 miliardi di quei mutui: cifre sempre limitate considerando la dimensione del bilancio di Bear Stearns. E allora perché domenica la banca è arrivata sull'orlo del fallimento? Non perché fosse insolvente, ma perché era diventata illiquida.

Aveva urgentemente bisogno di liquidità ma nessuno era disposto ad acquistare i suoi mutui, neppure quelli a basso rischio, neppure a prezzi di svendita. Come al mercato, quando si diffonde la voce che nelle cassette di un venditore di arance c'è qualche

frutto marcio: nell'incertezza nessuno più si avvicina a quel banco, anche se la maggior parte dei frutti è buona e il banco è disposto a fare uno sconto.

L'asimmetria informativa è un caso tipico di fallimento del mercato, che richiede l'intervento delle autorità. Non perché la banca centrale o il governo siano meglio in grado di riconoscere i mutui buoni da quelli «marci», ma perché solo le autorità tengono conto di quanto costerebbe alla società il fallimento di una grande banca. E per evitarlo sono disposte a correre rischi che un privato non ha interesse ad assumersi. Questo spiega perché la Fed domenica sera ha assicurato l'intero magazzino mutui di Bear Stearns. Si tratta di capitalismo responsabile, non della fine del capitalismo come qualcuno vorrebbe interpretarla.

Se la Fed ha compiuto un errore è aver atteso troppo a lungo, in questo ripetendo l'errore compiuto in settembre dalla Banca d'Inghilterra. Ma la cautela della Fed ha una spiegazione istituzionale. Negli Stati Uniti vige dal 1934 una separazione netta tra banche commerciali e banche di investimento. La Fed può prestare denaro alle banche commerciali, non alle banche di investimento: in cambio esse non sono sottoposte alla sua vigilanza. E' anche per questo motivo che la Fed è intervenuta attraverso una banca commerciale, Jp Morgan. Da domenica quella separazione è di fatto sparita e le nuove regole pubblicate dalla Federal Reserve di New York (pur lasciando ancora ampie zone di incertezza che dovranno essere chiarite) aprono la strada al superamento della crisi.

Il modello europeo della banca «universale» non distingue fra banche commerciali e di investimento e quindi è più pronto a garantire liquidità: questo forse spiega perché nell'area dell'euro non vi siano stati finora casi altrettanto critici.

Salvando Bear Stearns attraverso Jp Morgan (e azzerando la ricchezza degli azionisti della banca, a cominciare dai dipendenti e dai manager, il che dimostra che i loro tanto criticati compensi non sono sempre al sicuro) la Fed ha fatto un grande regalo agli azionisti di Jp Morgan, il cui prezzo in Borsa è salito in due giorni del 20%. A Londra in settembre, Gordon Brown, di fronte a una scelta analoga, decise di nazionalizzare Northern Rock: «Se lo Stato si assume un rischio deve anche godere dei potenziali vantaggi». La nazionalizzazione di Bear Stearns era una delle opzioni sul tavolo domenica sera a Washington, ma l'amministrazione Bush l'ha subito bocciata. E' interessante chiedersi se un presidente democratico avrebbe deciso diversamente.