

La FED dal trionfo alla crisi subprime

di Emilio Barucci, Giovanni Ferri

Ad un anno dallo scoppio della crisi dei mutui subprime, la ricerca dei colpevoli vede la banca centrale americana (Federal Reserve abbreviata in Fed) come indiziato numero uno per almeno due motivi: politica monetaria espansiva e deregulation nei mercati finanziari.

Sebbene la Fed sia responsabile per non avere punito adeguatamente l'azzardo morale dopo la crisi Long Term Capital nel 1998, è difficile addossargli tutte le responsabilità sul secondo punto, a tale proposito si rimanda ai contributi pubblicati su nelMerito.com, le responsabilità quanto alla politica monetaria invece sono dirette ma debbono essere accertate.

I columnists dei più autorevoli quotidiani adesso sono pieni di argomenti critici sulla politica monetaria espansiva della Fed e a favore della politica guardinga della BCE, ma non è sempre stato così. Occorre ricordare che la Fed ha tra i suoi obiettivi la crescita e non solo il controllo dell'inflazione come la BCE. Ebbene negli ultimi 15 anni l'economia mondiale ha vissuto una lunga fase di crescita trainata in gran parte dagli USA in un contesto di bassa inflazione. Un vero successo per la Fed che è stata accreditata per una buona gestione della politica monetaria: molti economisti hanno parlato di "grande moderazione dell'inflazione" attribuendola proprio al fatto che le banche centrali erano diventate credibili bastioni anti-inflazione. Oggi, a un anno esatto dallo scoppio della crisi subprime si va invece diffondendo la convinzione che la politica monetaria americana sia stata troppo a lungo espansiva e che si trovi di fronte a scelte non facili.

Tale convinzione si basa su tre elementi. Primo, la crisi subprime rivela che quasi 1/5 dei mutui americani è stato concesso a soggetti con dubbia capacità di ripagare il debito; non è solo colpa di un eccesso di indebitamento delle famiglie USA, a espandere ben oltre il dovuto il tradizionale ricorso al debito degli americani ha contribuito, soprattutto dal 2001 al 2006, la politica di tassi di interesse bassi praticata dalla Fed. Secondo, anche per i tassi di interesse troppo bassi della Fed, il deficit delle partite correnti USA è cresciuto a ritmi inusitati dall'1,5% del PIL nel 1995 a oltre il 6% nel 2005-06. Nonostante il deprezzamento del dollaro, una stretta sui tassi di interesse sarebbe necessaria visto che il deficit delle partite correnti americane resta sul 5% del PIL. Terzo, anche per l'indebolirsi del dollaro e per il boom dei prezzi delle materie energetiche e alimentari, l'inflazione USA mostra segni di preoccupante accelerazione.

Nel bel mezzo di una campagna elettorale, la Fed si trova stretta tra la Scilla di continuare con una politica espansiva rischiando di compromettere la propria credibilità sia sul fronte inflazione che come regolatore del sistema finanziario per i salvataggi delle banche, e la Cariddi di aggravare il rallentamento economico con l'innalzamento dei tassi di interesse.

Di fronte a questo dilemma vale la pena di chiedersi se il luccichio del successo della Fed ante crisi fosse tutto oro. Davvero la grande moderazione dell'inflazione era solo merito della credibilità anti-inflazionistica della Fed? Guardando a ritroso con attenzione si coglie che un contributo decisivo a mitigare l'inflazione dovrebbe averlo dato la globalizzazione dell'economia degli scorsi 15 anni. Al riguardo, è utile confrontare questa fase di forte intensificazione degli scambi internazionali con la prima globalizzazione degli ultimi decenni dell'Ottocento: ebbene, tra il 1865 e il 1900, il livello dei prezzi USA si ridusse in media dell'1,6% all'anno (deflazione), al contrario, negli ultimi 15 anni si è avuto solo un calo dell'inflazione e non una riduzione del livello dei prezzi. È stato spesso trascurato il fatto che delocalizzando la produzione in paesi a basso costo del lavoro (es. Cina) le aziende hanno ridotto drasticamente i costi di produzione. Se le imprese avessero trasferito queste riduzioni di costo ai consumatori si sarebbe avuta una riduzione

generalizzata dei prezzi. Invece, anche a causa di una politica monetaria espansiva che ha alimentato la domanda interna, il trasferimento è stato basso e ciò contribuisce a spiegare la profittabilità eccezionale sperimentata dalle imprese.

A tal proposito, sono evidenti le differenze tra Stati Uniti e Europa. Possiamo avere un'idea della misura in cui i benefici della globalizzazione vengono trasferiti all'economia nazionale confrontando gli andamenti del tasso di cambio reale effettivo (TCRE) con quelli del prezzo relativo medio pesato (PRMP). Il PRMP differisce dal TCRE poiché incorpora esplicitamente la differenza nel livello dei prezzi tra il paese ricco e quelli in via di sviluppo e, al tempo stesso, tiene conto del fatto che sta crescendo la quota di commercio del primo con questi paesi. Proviamo, dunque, a confrontare TCRE e PRMP per gli USA e l'Eurozona negli anni scorsi. Come si evince dalla figura 2, facendo pari a 100 i valori di tutti gli indici nel 1999, si vede chiaramente che per gli USA si è aperto un gap positivo persistente e crescente (fino a circa 12 punti nel 2007) tra PRMP e TCRE, ovvero il grado di trasferimento dei benefici della globalizzazione è stato basso con i prezzi americani che si andavano a collocare ben oltre i livelli che sarebbero stati giustificabili in base all'intensificarsi dell'interscambio con paesi (emergenti) caratterizzati da prezzi assai più bassi. Al contrario, nell'Eurozona a un gap positivo ma comunque più contenuto a cavallo degli anni 2000 (massimo 7 punti nel 2001) si è contrapposto un divario persistentemente negativo tra PRMP e TCRE a partire dal 2003. Ciò pare suggerire che la politica monetaria meno accomodante (rispetto a quella della Fed) praticata dalla BCE avrebbe spinto le imprese a trasferire in maggior misura ai consumatori i benefici della globalizzazione. Tale differente impostazione sembra confermata dalle più recenti decisioni di politica monetaria della Fed e della BCE.

Dunque, non sembra che la Fed sia priva di responsabilità nell'aggravarsi dello squilibrio interno (eccesso di indebitamento delle famiglie) ed esterno (deficit eccessivo delle partite correnti) degli USA. In molti si chiedono quanto la politica monetaria americana sia stata influenzata da Wall Street, visto che la Fed di Greenspan aveva allargato ampiamente la liquidità sia nel 1998, per salvare Long Term Capital Management, che nel 2001, per ammorbidire l'atterraggio dopo lo scoppio della bolla dot-com. Anche oggi la Fed ha seguito questa strada ampliando la liquidità per proteggere il sistema finanziario da alcuni dissesti bancari, il rischio è che si incorra negli stessi errori del passato. C'è da augurarsi che lo sconquasso prodotto dalla crisi subprime produca nuovi equilibri anche per la Fed tra Wall Street (gli interessi della finanza) e Main Street (quelli del sistema produttivo).

Figura 1. Indici TCRE e PRMP: USA vs. Eurozona (1999 = 100)

