

## Quel male oscuro del biglietto verde

*di Marcello De Cecco*

La crisi finanziaria americana, per la sua natura di veloce decumulazione di una immensa leva costruita dal cosiddetto sistema finanziario ombra a su una relativamente esigua base di capitale, ha colpito innanzitutto le istituzioni di quel sistema, mettendole in stato di progressiva e paralizzante illiquidità. Si è poi propagata al centro del sistema ufficiale, investendo le banche d'affari, che più di tutti avevano contribuito a costruire il sistema finanziario ombra e a gestirlo con enormi profitti per più di un decennio. Quando è arrivata alle banche d'affari, la crisi ha coinvolto insieme a loro il mercato azionario. A questo punto, le banche d'affari, che non hanno una base di depositi propria e stabile, ma lavorano su una piramide di prestiti a breve costruita sul proprio capitale, sono fallite o sono state assorbite da banche commerciali fornite di vaste reti per la raccolta di depositi, o sono state ricapitalizzate con afflussi esterni (come Goldman Sachs, soccorsa dal miliardario Warren Buffet o Morgan Stanley, salvata dall'intervento della Mitsubishi UFJ).

Nonostante ciò, la borsa ha continuato a scendere. Quando la crisi è arrivata al centro del sistema, le autorità di governo e la Fed si sono finalmente convinte ad agire, non più affrontando i problemi uno alla volta, ma presentando un piano di intervento generale, che servisse a ricostruire il patrimonio di fiducia sul quale si basa un sistema finanziario moderno, che non ha più ancora come la convertibilità aurea. E' così stato prodotto il Piano Paulson, che stanziava 700 miliardi di dollari per comprare i famosi "titoli tossici" di proprietà di istituzioni finanziarie in pericolo a prezzi stabiliti dal ministro del Tesoro a proprio arbitrio e senza che le sue azioni possano essere sottoposte ad alcuna censura politica o legale. Poiché negli Stati Uniti non esiste il decretollege, il Piano, per divenire operativo, deve essere approvato dal Congresso. Questo prima ha cercato di non essere coinvolto, ributtando la palla nel campo di Paulson e del governatore della Fed. Poi, quando è stato direttamente richiesto di varare il Piano Paulson in una settimana, ha cominciato a reagire molto negativamente.

Il 5 novembre gli americani saranno chiamati a eleggere non solo il Presidente della Repubblica, ma anche a rinnovare una buona parte del Senato e della Camera dei Rappresentanti. Ognuno dei deputati e senatori che affronterà la prova sa che l'elettorato è composto di gente che ha perso molto nel crollo della borsa o ha visto gli interessi sui propri mutui immobiliari crescere minacciosamente negli ultimi due anni. Alcuni di loro temono di perdere la casa. Poi ci sono gli elettori che hanno perso il posto o temono di perderlo a breve e i pensionati che hanno le pensioni legate al mercato azionario. Facendo la somma, chi se la sente di vendere il Piano Paulson prima maniera agli elettori, spiegare loro perché si è dovuto salvare coloro che hanno portato la finanza americana alla rovina e l'economia a una probabile stagnazione e perché il ministro del Tesoro che, quando era alla testa di Goldman Sachs, è stato uno dei massimi architetti del sistema così rovinosamente crollato, sia legittimato ad agire con discrezionalità e irresponsabilità assolute. Quando il Congresso ha mostrato con chiarezza che il Piano Paulson, nella sua veste originaria, non lo avrebbe approvato né in una settimana né mai, l'opinione degli esperti, ma anche degli investitori e dei cittadini, ha rapidamente girato verso una fase di sfiducia nera.

A questo punto non poteva essere risparmiato l'ultimo baluardo dell'egemonia finanziaria americana, il dollaro. Il mercato dei cambi, man mano che la decumulazione della leva finanziaria aveva luogo secondo le tappe prima ricordate, ha mostrato una calma quasi irreale. Un anno fa il dollaro era ancora sotto 1.40 nei confronti dell'Euro. Poi, con il primo manifestarsi della crisi, è salito gradualmente fino a 1.56 e lì è restato da aprile a giugno. A luglio ha fatto un passetto a 1.58. Ma ad agosto, incredibilmente per i non specialisti, ha cominciato a rivalutarsi, arrivando a 1.3882 l'undici settembre scorso, record di dodici mesi. Perché saliva il dollaro, in mezzo agli sfasci del

sistema finanziario americano? Perché i protagonisti del sistema finanziario ombra, ma anche il resto della finanza americana, stavano cercando di rifornirsi di liquidità in dollari dovunque la trovavano, vendendo tutto quel che avevano investito sulle piazze di tutto il mondo e trasformandolo in dollari. Il cambio del dollaro in euro, unica moneta non manovrata dalle autorità, sarebbe schizzato ancora più in alto, se non fosse stato frenato da interventi massicci richiesti dalla Fed ai suoi colleghi europei, ma anche a giapponesi, cinesi, canadesi, coreani, e ai i quali la stessa Fed ha fornito i necessari dollari da vendere per calmierare i cambi.

L'accoglienza disordinata e malevola che il Congresso ha riservato al Piano Paulson, giustificata dalle arroganti clausole che conteneva e delle quali abbiamo già detto, ha convinto infine i mercati che una soluzione generale alla crisi americana non era imminente. Le scommesse sul dollaro sono di nuovo divenute a una direzione, e il dollaro ha cominciato non a scendere ma a cadere.

Dove si arresterà la caduta? Ovviamente dipenderà dalla fine che farà il Piano Paulson. E ancor più dipenderà dalla impressione che darà di sé la élite politica e finanziaria americana. Finora la sensazione trasmessa al resto del mondo è quella di una disordinata cacofonia, nella quale si distinguono voci di gente che sembra star cercando di farsi gli affari propri, senza molta attenzione all'effetto aggregato delle proprie azioni, dichiarazioni, omissioni. Paulson è entrato in azione dopo che il Wall Street Journal lo aveva accusato apertamente di star cercando di passare la patata bollente al suo successore, ricorrendo a rappezzi di breve tenuta per arrivare al 6 novembre. Il Congresso ha cercato di chiamarsi fuori, col leader della maggioranza repubblicana Reid che dichiarava che sarebbe stato opportuno affidare tutto il dossier della crisi finanziaria a Paulson e Bernanke, visto che nessuno dei membri del Congresso ne capiva nulla. Il candidato Mc Cain, poi, ha addirittura cercato di sospendere la campagna elettorale, cosa che non si è fatta nemmeno in occasione di guerre civili o mondiali, pur di non dovere affrontare il dibattito di venerdì con Obama. Quanto a Obama, ha fatto capire che intende, se eletto, mantenere Paulson al suo posto. Anche di fronte a questo poco edificante spettacolo, le autorità monetarie dei paesi principali non hanno perso la testa e hanno contenuto le oscillazioni del dollaro. Ma potranno impedire che esso continui nella fase discendente in cui si era collocato a partire dal 2004? Pur registrando riprese anche lunghe e cospicue, la quotazione del biglietto verde mostra un trend di lungo periodo inesorabilmente discendente, dal picco post1971 di 1,6 euro registrato nel 1985 fino al livello di un euro, toccato nel 2002 e a quello attuale, che risulta da una caduta del 6% nel solo mese di settembre.

Forse la crisi finanziaria, propagandosi all'economia reale, farà crollare le importazioni americane e diminuire il deficit delle partite correnti, riducendo la pressione sul dollaro, che sarà alleviata anche dalla probabile crescita delle esportazioni. Ma tutto questo impallidisce di fronte alla possibilità che diventi una fuga l'abbandono degli investimenti in dollari da parte degli stranieri, a un certo punto imitati anche dagli americani. Lo stock di titoli denominati in dollari raggiunge attualmente il livello di 9 mila 400 miliardi di dollari a fronte dei 14 mila miliardi del pil americano. Le autorità dei paesi che hanno accumulato riserve in dollari cercheranno in tutti i modi di non disfarsene per non aggiungere legna al fuoco, ma da parecchio hanno cominciato a diversificare, sia comprando euro che cercando, coi famosi "fondi sovrani", di acquistare attività reali e partecipazioni azionarie nei paesi sviluppati e anche altrove. Quanto ai privati, hanno smesso di accumulare dollari da un bel po' e anzi li hanno venduti in buona quantità, costringendo le autorità a riacquistarli. Solo la assoluta necessità di recuperare liquidità da parte dei finanzieri americani ha, nei mesi scorsi, invertito temporaneamente questa deflusso.

Ora esso è ricominciato e sta acquistando dimensioni minacciose. Poiché ha avuto origine dalle reazioni disordinate delle élite politiche e finanziarie americane alla crisi finanziaria nel periodo cruciale della campagna elettorale, esso può essere arrestato, prima delle elezioni, solo da una credibile manifestazione di determinazione bipartisan ad affrontare la crisi: una approvazione, rapida e unanime, di una variante meno arrogante e vaga del Piano Paulson. Altrimenti il giorno delle elezioni vedrà un dollaro in rotta, tenuto a malapena dai disperati sforzi di tutte le autorità

monetarie del mondo. In quel caso, (se alla crisi finanziaria non si aggiunge una improvvisa crisi militare internazionale) la vittoria democratica sarà certa e non marginale, dando al giovane senatore Obama la possibilità di mostrare se è un vero uomo di stato. Ma forse nemmeno questo basterà ad arrestare la perdita di valore del dollaro, specie se si considera l'aumento in corso del deficit pubblico e del debito, quasi raddoppiato, dopo la presa in carico da parte dello stato degli impegni di Fannie Mae e Freddy Mac, e il costo uguale al pil olandese previsto, per difetto, per il salvataggio del sistema finanziario. Può invece verificarsi un nuovo ciclo breve di recupero. Ma nel periodo più lungo il biglietto verde continuerà a scendere. Oggi è a poco più di un terzo di quel che valeva nel 1985 in euro e a meno di un terzo di quello che valeva in yen lo stesso anno. A questa velocità di caduta, la perdita di egemonia economica americana avverrebbe gradualmente, come ha fatto finora. Ma quanto è realistico questo aggiustamento dolce? La storia mondiale dell'ultimo secolo mostra cadute assai più repentine e gravi. Pensiamo solo alla Gran Bretagna e alla sua moneta.