

Non far morire i mercati

di Francesco Giavazzi

Diversamente dagli europei, i quali pensano che la priorità siano nuove regole e trasformazioni radicali nel modo in cui operano i mercati finanziari, le autorità americane stanno lavorando per riportare i mercati alla normalità. Si rendono conto che le regole devono essere migliorate, ma ritengono che regole perfette applicate a mercati morti non servirebbero a granché. La priorità di Washington è far rivivere i mercati.

Negli ultimi vent'anni i mercati finanziari americani si sono profondamente trasformati: non sono più le banche commerciali il principale canale attraverso il quale il risparmio delle famiglie affluisce alle imprese. Un po' più della metà dei finanziamenti all'economia vengono concessi da istituzioni che si finanziano non con i depositi alla clientela, bensì indebitandosi sui mercati, e lo possono fare perché una leva elevata (cioè un'elevata quantità di debito) consente loro di offrire rendimenti interessanti e quindi attirare investitori privati.

Uno dei motivi che oggi impedisce ai mercati di funzionare, e quindi al credito di affluire alle imprese, è l'eccessiva riduzione della leva finanziaria, cioè il fatto che siamo passati dall'eccesso di debito ad una situazione in cui molte istituzioni non riescono più a indebitarsi. Il volume di commercial paper, ad esempio, si è ridotto in pochi mesi da 2.200 a 1.500 miliardi di dollari, un calo del 30 per cento che si è riflesso in una riduzione equivalente dei finanziamenti a famiglie e imprese. Con una leva eccessivamente ridotta queste istituzioni non riescono più a generare rendimenti capaci di attrarre investitori privati. La riduzione drastica nella leva è uno dei canali attraverso i quali la crisi si è trasmessa all'economia reale.

La possibilità di utilizzare la leva è anche determinante per convincere investitori privati a partecipare ai nuovi fondi pubblici-privati che, nel piano del ministro Tim Geithner, dovrebbero acquistare dalle banche i titoli cosiddetti «tossici». Valutare questi titoli è difficile: se si offre troppo poco, le banche non hanno interesse a venderli; se si offre troppo si fa loro un regalo. E il problema non si risolve affidandone la valutazione ad una legge o a funzionari pubblici. La partecipazione di investitori privati che rischiano in prima persona è l'unico modo per scoprire il valore dei titoli tossici. Ma senza leva i rendimenti dei nuovi fondi creati da Geithner non attraggono nessuno e il piano non parte.

La priorità del Tesoro e della Federal Reserve è quindi ricostruire la leva delle istituzioni finanziarie. Finché ciò non avviene gli investitori non torneranno sui mercati, i prezzi rimarranno depressi, i titoli tossici rimarranno nei bilanci delle banche e dalla crisi non si uscirà.

Chi ripete, come Angela Merkel e il nostro ministro dell'Economia, che «da una crisi nata dall'eccesso di debito non si esce creando nuovo debito» non capisce né come funzionano i mercati finanziari negli Stati Uniti, né ciò che stanno cercando di fare le autorità di Washington. Questa incomprensione - più ancora che le differenze di opinione sull'opportunità di politiche di sostegno alla domanda - è ciò che dividerà europei ed americani al G20 di domani e renderà difficile raggiungere risultati concreti.