

Non serve gridare all'untore

di Francesco Giavazzi

Le economie occidentali sono state colpite da due shock gravi, ma abbastanza tradizionali: un aumento del prezzo delle materie prime e una crisi bancaria. Si prefigura un periodo di forte rallentamento dell'economia americana. Negli Stati Uniti potrebbero prevalere le obiezioni politiche alle ricapitalizzazioni pubbliche delle banche private e dei loro azionisti. Ma in una recessione severa il protezionismo attecchisce facilmente. E se i politici europei pensano che per proteggersi basti gridare all'untore vanno incontro a una forte delusione.

Prima i nostri politici si svegliano dall'illusione che la **crisi** che ha colpito le economie dell'Occidente sia colpa di qualche "untore", della globalizzazione, della trasformazione dei mercati finanziari, meglio è. I due shock che ci hanno simultaneamente colpito sono gravi, ma abbastanza tradizionali: un aumento del prezzo delle materie prime e una crisi bancaria. Come già è avvenuto in passato si prefigura un periodo di forte rallentamento dell'economia americana e, temo, anche di quelle europee. In questa situazione è stupefacente che si perda tempo a difendere teorie che non hanno alcun conforto nei dati, ad esempio la proposizione che l'aumento del prezzo del petrolio sia l'effetto perverso delle transazioni nel mercato dei futures, anziché chiedersi che cosa possa fare la politica per attenuare lo *tsunami* che sta per colpirci.

LE TAPPE DELLA CRISI

In primavera, dopo il salvataggio di Bear Sterns, la crisi finanziaria sembrava sulla via di una **risoluzione**. Ai circa 500 miliardi di dollari di perdite subite dall'agosto scorso, la banche internazionali avevano fatto fronte con 350 miliardi di capitali freschi, per lo più reperiti grazie all'intervento di fondi sovrani. I vecchi azionisti avevano accettato lor malgrado di venire diluiti, e avevano subito perdite importanti. (1)

All'inizio di giugno il processo di ricapitalizzazione si è interrotto e la crisi si è improvvisamente accentuata. Il motivo è stato il diffondersi dell'opinione che il livello raggiunto dal prezzo "reale" del **petrolio**—il 40 per cento circa sopra il livello che raggiunse nel 1980—non fosse un'impennata temporanea, ma un nuovo equilibrio dal quale difficilmente si tornerà indietro. Nonostante le economie dell'Occidente oggi utilizzino meno petrolio per unità di output che negli anni Settanta, questa prospettiva ha fatto cadere i mercati azionari e interrotto le ricapitalizzazioni. L'alternativa a ridurre la leva delle banche tramite l'immissione di capitali freschi è ridurla vendendo una parte dei loro attivi liquidi. Questo le banche hanno iniziato a fare e la caduta dei **corsi azionari** si è accentuata.

Il secondo shock che ha colpito le **famiglie americane** (il primo è la benzina a 4,50 dollari al gallone) è quindi la caduta della loro ricchezza finanziaria, che è per lo più investita in Borsa. Il terzo shock proviene dal mercato delle abitazioni. L'indice dei **prezzi delle case** americane ha subito per ora una flessione di quasi il 20 per cento, ma i contratti "futures" sulle case segnalano, di qui al prossimo anno, un'ulteriore flessione del 22 per cento. (2)

Difficile resistere a tre shock simultanei di queste dimensioni. È ormai quasi certo che gli Stati Uniti siano già in recessione. La domanda importante, che domina le discussioni nella campagna elettorale, è come intervenire, ammesso che sia possibile, in un anno caratterizzato dall'assenza della politica.

DUE TESI A CONFRONTO

Si confrontano due tesi. Da un lato c'è chi sostiene che si debba fermare il ciclo perverso del "deleveraging" tramite vendite di attivi liquidi. Per fermarlo occorre, nell'immediato, che le banche

centrali scontino gli attivi delle istituzioni finanziarie a prezzi superiori rispetto a quelli di “fire sale” ai quali sono oggi trattati sui mercati. Ma prima o poi il **processo di ricapitalizzazione** deve rimettersi in modo. Ciò richiede, lo sostiene Ricardo Caballero nel blog di [Martin Wolf sul Financial Times](#), che gli azionisti delle banche, quelli esistenti e quelli potenziali, non siano colpiti come è avvenuto nel caso di Bear Sterns. Altrimenti, non ci sarà ricapitalizzazione di mercato e le istituzioni finiranno per diventare tutte pubbliche—non solo Fannie Mae e Freddie Mac che già in parte lo sono, ma anche altre.

Dall’altro lato, c’è invece chi pensa che la crisi non finirà finché la bolla immobiliare non si sarà sgonfiata e che le perdite che le **banche** subiranno devono essere assorbite dai loro **azionisti**, non dallo Stato: è ad esempio la posizione che sostiene [Charles Wyplosz sul medesimo blog](#). I guai in cui ci troviamo sono anche colpa loro: usare il denaro dei contribuenti per salvare azionisti che nel decennio passato hanno ottenuto (specie se anche dirigenti della banca) rendimenti straordinari è semplicemente immorale. Quindi che siano spogliati della loro ricchezza: quando i prezzi delle banche saranno scesi abbastanza, i compratori si faranno avanti. Eventuali **interventi fiscali** dovranno essere diretti a sostenere il reddito delle famiglie, colpite dalla caduta del valore dei loro risparmi, non a compensare gli azionisti delle banche. Il guaio è che in anno elettorale è improbabile che la politica riesca a varare interventi fiscali sufficientemente incisivi. Mentre il segretario al Tesoro Henry Paulson sembra preoccupato di non danneggiare eccessivamente gli azionisti, di cui pensa di aver bisogno per ricapitalizzare le banche, il presidente della Federal Reserve pare più cauto.

Se l’obiezione politica alle ricapitalizzazioni pubbliche, non di Fannie Mae e Freddie Mac, ma delle banche private e dei loro azionisti, prevarrà, gli Stati Uniti si apprestano ad attraversare una **recessione profonda**: il passo successivo alla vendita di attivi liquidi è infatti la riduzione dei prestiti e quindi un severo credit crunch.

Forse una recessione profonda è l’unico modo per “ripulire” un’economia in cui alcuni prezzi non riflettevano più i valori fondamentali e per evitare che i cittadini paghino per responsabilità non loro. Ma intravvedo un pericolo: in una recessione severa il **protezionismo** attecchisce facilmente. Finora gli accenni protezionisti di Barak Obama erano merce elettorale. Se la disoccupazione superasse la soglia del 7 per cento—soprattutto in alcuni stati cruciali per il voto, come l’Ohio—quelli che per ora sono solo accenni potrebbero trasformarsi in impegni difficilmente reversibili.

Se i **politici europei** pensano che per proteggersi da una recessione americana basti gridare all’untore vanno incontro a una forte delusione.

(10) La rapidità con cui i mercati hanno fatto affluire nuovi capitali alle banche è stata straordinaria: all’inizio degli anni Ottanta, durante la crisi dell’America latina, una ricapitalizzazione delle banche di dimensione assai più modesta richiese alcuni anni.

(2) Sebbene in contro-tendenza rispetto al mercato dei futures sulle case, nelle ultime settimane le transazioni sono un po’ riprese.

