

transizione verso dove? la ripresa americana e l'economia mondiale

salvatore biasco

La configurazione dell'economia internazionale che si è affermata negli anni Novanta incorpora il paradosso di un centro (gli Usa) condannato a crescere continuamente per non cadere in un meccanismo perverso, che potrebbe destabilizzare l'intero sistema. Evoluzione dopo evoluzione, si è venuto costruendo negli Usa un meccanismo pro ciclico, che funziona virtuosamente nelle fasi di espansione, ma che, per la stessa esagerazione ciclica che produce, ha il vincolo di non fermarsi.

Questa compulsione alla crescita (e a un regime di bassi tassi di interesse) si capisce meglio con uno sguardo ai vari settori

I fondi pensione privati registrano a tutt'oggi uno squilibrio tra attività e passività vicino a 400 miliardi di dollari (innalzato anche dai bassi interessi), e fondano sulla crescita futura del valore delle azioni e del reddito la loro capacità di far fronte agli impegni a venire. Quelli pubblici a ripartizione, alle prese con generosi impegni pensionistici e l'avvicinarsi all'età critica dei *baby boomers* degli anni Sessanta, hanno seguito la via dell'indebitamento presso il pubblico (con i *pension bonds*) per raccogliere fondi da investire in borsa, esponendosi quindi ai rovesci di Wall Street e all'addizione di perdite alle difficoltà preesistenti.

Le domanda delle famiglie è in buona parte fondata sui guadagni in conto capitale, l'anticipazione in moneta degli stessi e l'indebitamento. Quando i guadagni azionari sono divenuti perdite, la scelta antirecessiva di ridurre al minimo i tassi di interesse ha consentito che la crescita di valore degli immobili – che quella scelta ha reso protagonisti di un nuovo boom – fornisca una compensazione più che equivalente nei bilanci delle famiglie. Negli Usa infatti la casa è un bene liquido, per via di un mercato dei mutui che consente di tradurla continuamente in moneta fino al 95 per cento del suo valore. In aggiunta a ciò, l'abbassamento dei tassi di interesse ha reso possibile, con l'estinzione del vecchio mutuo e l'accensione contestuale di un altro, intascare un congruo margine in contanti e con questo continuare a sostenere i consumi.

La situazione patrimoniale delle imprese, prima della ripresa in corso, era molto peggiorata, per via del massiccio indebitamento contratto per riacquistare azioni proprie, e il saldo finanziario si presentava inusualmente deficitario nonostante la recessione avesse fatto ridurre gli investimenti.

Le assicurazioni, poi, sono il rovescio della medaglia di un sistema bancario che manifesta solidità, il quale negli anni passati non solo ha venduto i crediti, ma li ha "impacchettati" in obbligazioni strutturate che ne incorporavano il rischio; obbligazioni collocate in massa nei portafogli delle società di assi-

curazione. Per avere un'idea di cosa sia successo cito dall'"Economist" il caso di un'emissione della Barclays del 1999 del valore di 2,9 miliardi di dollari, valutata all'epoca con tripla A. Nel 2002 la tripla A sopravviveva solo per 128 milioni, per 126 milioni l'emissione risultava insolvente, per un miliardo era valutata sotto l'*investment grade* (la valutazione minima di rischio prudenziale).

In sintesi, c'è un intero meccanismo che ruota attorno al debito che si espande e che ha a garanzia esplicita o implicita attività a valore variabile. Solo con la crescita del valore di queste attività e del reddito il tutto si convalida.

All'origine di questa evoluzione vi è la caduta dell'inflazione, che invece di promuovere stabilità finanziaria – come si pensava – ha portato con sé una situazione in cui si è ridotta la percezione dei rischi, sono saltati tutti i parametri di controllo monetario, si è prodotta un'abbondanza di disponibilità liquide diffusa in tutto il mondo. Non è un caso se tutti i mercati immobiliari, incluso quello cinese, sono in fase di boom.

A questo meccanismo finanziario interno fondato sul debito, negli Usa, fa *pendant* il deficit di conto corrente della bilancia dei pagamenti. L'abbondante liquidità si riversa altrove (via merci importate al netto o via movimenti di capitale) ma il debito estero Usa trova un "finanziamento automatico" e contestuale in entrate di capitali. Ogni dollaro che "esce" dagli Usa è un dollaro che "entra" e, in ultima analisi, quel dollaro non esce mai, cambia solo la sua titolarità (entrando in possesso di non residenti) e la sua forma finanziaria. Chi non lo vuole lo cede ad altri, ma è sempre lo stesso dollaro che continua a permanere negli Usa. Per gli Stati Uniti è un privilegio, ma il problema è il valore di quel dollaro; quindi il "prezzo" a cui il detentore ultimo è disposto a cedere materie prime o la sua valuta per acquisirlo. Non ci può essere un'uscita collettiva dal dollaro, così come invece avviene per il cruzeiro, il peso o il rublo. Ci può essere un'uscita individuale, che, se rischia di trovare acquirenti solo ad un prezzo troppo basso, induce l'intervento delle banche centrali che comprano dollari per evitare un'eccesso di rivalutazione della propria divisa su quella americana. È ciò che stanno facendo in questi ultimi anni le banche centrali di Cina, Giappone e altri paesi del Sud-Est asiatico, che, pur di evitare una rivalutazione, che arrecherebbe danno all'export di quei paesi, accumulano riserve in dollari, finanziando così circa metà del deficit estero degli Stati Uniti.

Quanto può durare tale meccanismo? In prima battuta si può rispondere che dura finché l'accumulo di debiti non venga giudicato eccessivo dal mercato (e dai creditori); finché non si verifichi uno di quegli improvvisi scarti di umore che travolgono il mercato. Ma, così posta, è una risposta generica, perché i meccanismi esterni e interni, sebbene siano uno l'interfaccia dell'altro, non sono coincidenti e agiscono in condizioni di relativa autonomia influenzandosi l'un l'altro in modo asimmetrico.

Una inversione del meccanismo di accumulazione di dollari nelle riserve ufficiali potrebbe non avere ripercussioni (o, al limite, essere benigno) finché la caduta del dollaro non produca inflazione interna negli Stati Uniti o finché un calo della domanda di attività denominate in dollari non imponga un brusco rialzo dei tassi di interesse americani.

Il punto di rottura è ancora lontano per gli attori pubblici (è più dubbio invece l'assorbimento spontaneo di dollari dei privati), ma la banca centrale della Cina (e quelle degli altri paesi esportatori netti, che tengono cambi fissi col dollaro) può continuare ad accumulare dollari fino a che sarà capace di reggere le ripercussioni interne dell'intervento sul mercato dei cambi. Già oggi si vedono i primi riflessi negativi nel rialzo speculativo dei valori immobiliari cinesi e nelle circostanze che hanno spinto le autorità di quel paese a imporre una stretta creditizia. E se per il Giappone le capacità di assorbimento di dollari sono oggi ampie, domani una ripresa produttiva potrebbe cambiare la politica valutaria del paese.

Non tutto quadra ugualmente nel meccanismo di "finanziamento automatico" del debito estero Usa, che, attraverso le banche centrali, impedisce disordine e allontana ripercussioni indesiderate interne agli Usa, finché dura. Al lato opposto, esso crea uno "zoccolo duro" al di sotto del quale il dollaro non si svaluta, impedendo l'uso della svalutazione, oltre certi limiti, per aumentare la competitività. Guardando agli Usa di oggi, non si può pensare, neppure alla lontana, ad un paese che si stia indebolendo, vista la leadership tecnologica, nella ricerca e l'innovazione, viste le performance di produttività e reddito; tuttavia esso rimane un paese che trova difficoltà a competere, con uno squilibrio commerciale insostenibile nel lungo periodo e imprese che decentrano all'estero gran parte della loro produzione (la ripresa ha infatti un debole impatto sull'occupazione). È difficile pensare che i servizi possano compensare del tutto la compressione del settore manifatturiero (sceso al 15 per cento del Pil) o che essa possa supplire la forza delle multinazionali fuori dagli Stati Uniti. Né il recupero è dietro l'angolo, visto che le asimmetrie della fase di svalutazione non fanno recuperare quei settori e quelle linee di produzione che vanno fuori mercato nei periodi di rivalutazione.

Il meccanismo interno agli Usa è ancor più delicato, precario e pieno di complesse implicazioni. Oggi i dati per gli Stati Uniti indicano un risparmio privato di poco superiore allo zero e un indebitamento delle famiglie che, raggiunto l'80 per cento del Pil, comporta esborsi in conto interessi pari ormai al 14 per cento dei redditi personali (con tassi di interessi così bassi). D'altra parte, sembra fuori dubbio che il mercato immobiliare, che oggi regge debiti e potere di spesa delle famiglie, sia in una bolla, visto che, rispetto ad altri cicli storici, non c'è nulla che giustifichi un comportamento così anomalo dei prezzi: né l'incremento della popolazione, né l'andamento degli affitti, né l'espansione

sione del reddito o il costo dei mutui che, pur bassi in assoluto, sono più alti in termini reali rispetto ad altri cicli espansivi.

Il deficit pubblico, che si combina alla politica monetaria come *deus ex machina*, ha raggiunto nel frattempo prospettive inquietanti. L'insieme delle proiezioni per la previdenza pubblica, la sanità, le spese militari e le altre incombenze dell'attuale politica estera statunitense, aggiunto agli sgravi fiscali programmati, disegna un sentiero non sostenibile senza correzioni, non previste peraltro nel breve periodo. Il punto è che prima o poi il mercato valuta i sentieri di indebitamento e produce un prezzo che si misura nel rialzo dei tassi di interesse. Prima o poi le bolle scoppiano. Quanta accondiscendenza della politica monetaria è necessaria ad evitare che ciò avvenga? Non vi è il rischio che un tamponamento all'interno faciliti eventi che poi ripropongano dall'esterno esiti maligni? Anche una modesta inversione dei tassi può essere un problema oggi negli Stati Uniti (si pensi solo al rifinanziamento dei mutui). Ma certo non sarà tale da far crollare il castello. Questo sarebbe invece a rischio se si dovesse instaurare un vero e proprio regime di tassi di interesse elevati, un salto repentino. Non è in vista per ora e il fatto che i prezzi delle merci importate non risentano del calo del dollaro ne allontana lo spettro. La svalutazione, però, per quanto elevata verso l'euro, è ancora contenuta rispetto alle altre valute.

In definitiva, il ciclo espansivo avrà modo di resistere, aiutato da una politica pubblica che dovrà consentire a Bush di arrivare in fase di boom alle elezioni, ma la forza interna, autonoma, di questo ciclo, ciò che dovrebbe consentire alla crescita di proseguire quando si attenuerà la spinta elettorale, è un'incognita. È vero che con l'espansione del reddito alcune situazioni possono modificarsi in meglio, ma è altrettanto vero che se prendiamo i dati di partenza del ciclo precedente (1992) e di quello attuale (2002), tutti gli indicatori sono peggiori, come ha fatto rilevare Morgan&Stanley. L'indebitamento delle famiglie era allora pari al 65 per cento del Pil, ora è all'80 per cento. Il servizio del debito era al 12 per cento del reddito delle famiglie, ora è all'11,4 per cento, i consumi durevoli delle famiglie erano al 7 per cento dei consumi, ora sono al 14 per cento, il peso dell'edilizia residenziale era al 3,3 per cento del Pil, ora è al 4,3 per cento, il conto corrente estero era in pareggio, oggi è a -5 per cento, e così via per il bilancio pubblico e il risparmio netto privato (8 per cento, contro il 2 per cento di oggi). Tutto appare con caratteristiche che siamo soliti attribuire alla fine più che all'inizio di un ciclo espansivo. Perfino il mercato azionario si sta riportando verso i massimi. Quando il ciclo espansivo si svilupperà, dove dovrebbero arrivare questi indici e con quali conseguenze?

Si sta sottovalutando quanto la precarietà sia "precaria". Se, per ragioni esogene ai processi in atto (terrorismo o evoluzioni politiche internazionali improvvise) o ad essi endogene, qualcosa dovesse andar storto i margini di controazione non sono più quelli del 2001: i saggi di interesse sono già bassissimi, il debito pubblico robustamente negativo e crescente, il deficit di conto corrente raddoppiato in due anni. Stiamo danzando su una polveriera. Non è detto che necessariamente le polveriere deflagrino e fioriscono teorie che escludono che le moderne polveriere possano scoppiare. Ma sarebbe più confortevole esserne lontani.