

# LA CRISI AMERICANA: APPUNTI DI VIAGGIO

MASSIMO FLORIO

Working Paper n. 2009-10

MARZO 2009

 UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO



***DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE AZIENDALI E STATISTICHE***

Via Conservatorio 7  
20122 Milano

tel. ++39 02 503 21501 (21522) - fax ++39 02 503 21450 (21505)

<http://www.economia.unimi.it>

E Mail: [dipeco@unimi.it](mailto:dipeco@unimi.it)

In pubblicazione su *QA rivista dell'Associazione Rossi-Doria*

## LA CRISI AMERICANA: APPUNTI DI VIAGGIO

di Massimo Florio\*

Nell'Ottobre 2008, mentre raccoglievo i materiali per alcuni seminari alla Banca Mondiale, Iadb e Georgetown University, mi sono imbattuto in un breve articolo di Casey B. Mulligan, Professore di Economia all'Università di Chicago (Mulligan, 2008). Mulligan è un macroeconomista che ha al suo attivo numerosi articoli in riviste prestigiose: *Quartely Journal of Economics*, *American Economic Review*, *Economic Journal*, *Journal of Economic Literature*, *Journal of Political Economy*, *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of Economic Perspectives*, ecc, nonché decine di working papers Nber. I suoi indicatori bibliometrici soddisferebbero più di un cultore della materia. Editoriali di Mulligan appaiono frequentemente nel *New York Times*, nel *Chicago Tribune* e in altri giornali che fanno opinione. Ho messo quel breve scritto fra le cose da leggere in aereo. Lo ho poi riletto a distanza di qualche mese. È un testo prezioso per capire le radici (anche) intellettuali della crisi che gli Stati Uniti hanno regalato al mondo negli ultimi sei mesi. Divido questi appunti in sezioni, ciascuna delle quali si apre con una citazione testuale, cui faccio seguire un breve commento basato sulle mie impressioni di viaggiatore occasionale a Washington, a pochi giorni dall'elezione di Obama, nelle ultime settimane dell'epoca Bush, in una fase ancora iniziale della crisi.

### 1. La nazionalizzazione delle banche: un errore

Mulligan: «*The Treasury Department is now thinking about using some of the \$700 billion it has been given to rescue Wall Street to buy ownership stakes in American banks. The idea is that banking is so central to the American economy that the government is justified in virtually nationaliz-*

---

\* Università degli Studi di Milano

*ing much of the industry in order to save us from a potential depression. There are two faulty assumptions here. First, saving America's banks won't save the economy. And second, the economy doesn't really need saving. It's stronger than we think.»*

Ci si riferisce qui al primo pacchetto di interventi (“Troubled Asset Relief Program”), non a quello, di dimensioni analoghe, ma di diverso contenuto che sarebbe stato presentato nel Marzo 2009 dalla nuova presidenza. Il Ministro del Tesoro dell’ultima amministrazione repubblicana, Henry Paulson, già Ceo di Goldman Sachs, penso meriterà un suo piccolo posto nella storia di questa crisi. Resteranno alcune sue dichiarazioni di assoluta serenità sull’orlo del precipizio ([http://en.wikipedia.org/wiki/Henry\\_Paulson](http://en.wikipedia.org/wiki/Henry_Paulson)). Ma il più memorabile contributo è stata la sequenza di mosse: intervento tramite la Fed nel tentativo di salvare Bear Stearns, prima il diniego poi il salvataggio delle agenzie semi-pubbliche di mutuo immobiliare Fanny Mae e Freddie Mac, inerzia di fronte all’insolvenza di Lehman, intervento iniziale insufficiente, poi nuovo intervento sul colosso assicurativo Aig. Nel giro di poche settimane Paulson riusciva così a trasmettere un inequivocabile messaggio di *random walk* nella condotta governativa verso le banche. La svolta di credibilità è stata con il Chapter 11 di Lehman (simile ad una amministrazione controllata per dichiarata insolvenza), lasciata fallire mentre ancora i suoi titoli di debito erano considerati *investment grade* dalle inaffidabili agenzie di *rating*. A quel punto gli operatori hanno concluso che Washington non avrebbe gestito la situazione, avrebbe lasciato fallire le banche. Si è scatenato il panico, non irrazionale, perché tutti sapevano che c’era ben altro dopo i *subprime*.

Mentre a Washington, nella massima confusione, si predisponeva il pacchetto di intervento sul bilancio federale, che veniva prima bocciato, poi rinegoziato e infine approvato dal Congresso, in Gran Bretagna il moderato laburista Gordon Brown, procedeva non solo alla nazionalizzazione progressiva di una quota imponente del sistema bancario di quel paese (otto grandi banche in due settimane in Ottobre), ma otteneva le dimissioni senza liquidazione e altri benefici dei loro dirigenti, nominando al loro posto *civil servants* del Tesoro. La nazionalizzazione di una banca in difficoltà, sull’esempio svedese, e sulla base di quanto fatto in Europa negli anni ’30 del Novecento, secondo Mulligan è tuttavia un errore. La distanza fra un neoliberista americano e uno europeo è molto grande, se si considera che

l'ex-direttore di *The Economist*, Bill Emmott<sup>1</sup>, ha sostenuto che i governi sono semmai in ritardo e debbono risolutamente nazionalizzare le banche in difficoltà, senza limitarsi ad acquistarne solo azioni di risparmio.

Quando una banca viene nazionalizzata si producono questi effetti:

- il suo debito ha automaticamente o quasi la stessa garanzia del debito sovrano, la fiducia si rafforza,
- gli amministratori vengono sostituiti a meno che non collaborino ad aprire gli armadi,
- le possibilità di credito interbancario si riattivano,
- se poi è opportuno e quando opportuno si chiude, si fonde con altro istituto o si rivende a privati.

Se invece si insiste a rifinanziare le banche *zombie*, gli effetti sono:

- ognuno si tiene la liquidità che lo ha graziato, certo non la presta ad altri che potrebbero avere gli stessi guai,
- gli amministratori pasticcioni restano al loro posto,
- la sfiducia semmai cresce, perché si vede lo stato donare sangue senza niente in cambio e ci si comincia a chiedere se non sia un pozzo senza fondo.

Ma Mulligan non è solo contrario alle nazionalizzazioni, ma a qualunque salvataggio delle banche. Vediamo perché.

## **2. Lasciate fallire le banche. Qualcuno le comprerà**

Mulligan: «[...] *When banks failed during the Great Depression, there were not so many foreign investors that were cash-rich (or these days, oil-rich) and appreciative of how some of the bank assets, personnel and brand names in the United States could be used to earn profits in the future [...] the financial system is more resilient today than it has been in the past, because it's a much easier industry for companies to enter than it was in the 1930s.*»

Problema: si entra in un mercato perché si pensa di guadagnarci e si sa che cosa si compra. Ancora subito dopo Lehman qualche cordata globale

---

<sup>1</sup>. Emmott, B. (2009)

era pensabile per salvataggi specifici. Ma nel giro di poche settimane era chiaro che semplicemente non esiste la disponibilità del mondo a riempire il buco statunitense. Si consideri la posizione dei paesi detentori di avanzi commerciali (petroliferi e di altro tipo). La perdita dei fondi sovrani (Johnson, 2007) negli *assets* statunitensi è difficilmente calcolabile, semplicemente perché non si sa bene dove abbiano investito in passato. Ma è indubbio che la perdita è molto severa e quindi i fondi si sono guardati bene da correre ad acquistare le banche di investimento e ordinarie agonizzanti. Ad esempio il valore netto di Temasek, uno dei due fondi di Singapore, si è ridotto di \$38,5 miliardi fra Aprile e Novembre 2008<sup>2</sup>, una perdita del 30 per cento nella fase iniziale della crisi, a fronte di riserve in valuta della banca centrale di 167 miliardi.

Fondamentalmente questi fondi, di proprietà diretta o indiretta degli stati esportatori netti, sono espressione dei surplus di bilancia commerciale, in gran parte verso gli stessi USA. Nel 2007 i loro *assets* erano stimati \$3 trilioni (tremila miliardi di dollari). In quell'anno, il Pil degli Stati Uniti era \$12 trilioni, il valore totale dei titoli azionari e di debito denominati in dollari era 50 trilioni, ed il valore di tutti i titoli del mondo prima della catastrofe finanziaria era di 165 trilioni. Ovviamente nessuno sa esattamente quanto sia il *leverage* di questo tipo di finanza (pare sia 10 per gli *hedge funds* e le banche ordinarie, ma oltre 20 per le banche di investimento) e quanto valga la cancellazione di valore di *assets* detenuti dalle banche (e altri operatori) negli Usa e nel resto del mondo. Ma è evidente dall'entità dei numeri in gioco e dalla perdita di valore contabilizzata in pochi mesi, che solo un management amante della roulette russa potrebbe pensare di mettere quanto resta di disponibilità liquida dei paesi esportatori nell'acquisto di banche statunitensi o di altri paesi a rischio. Uno dei maggiori proprietari di fondi sovrani, la Repubblica Popolare Cinese, ha dichiarato in modo piuttosto asciutto che le perdite subite e la volatilità del dollaro, unitamente alla necessità di sostenere l'economia interna, sconsigliano di incrementare il portafoglio di attività statunitensi. L'entrata di nuovi attori è sicuramente più *easy* che negli anni '30, ma questi attori oggi se debbono detenere attivi in dollari preferiranno tenerli nella forma più liquida possibile, e cioè moneta e Treasuries, come mostra platealmente l'*apprezzamento* del dollaro proprio mentre Paulson apprestava il suo confuso piano di intervento.

---

<sup>2</sup>. Wassener (2009)

### 3. E comunque le banche non sono così importanti

Mulligan: « *Although banks perform an essential economic function - bringing together investors and savers - they are not the only institutions that can do this. Pension funds, university endowments, venture capitalists and corporations all bring money to new investment projects without banks playing any essential role.*»

Il mercato ha preso alla lettera questa idea. Le cinque maggiori banche di investimento statunitense sono uscite tutte di scena in poche settimane (due matrimoni, un funerale, due cambiamenti di genere, con la trasformazione in banche ordinarie per potersi mettere sotto l'ala protettiva della Federal Reserve e del Tesoro).

I fondi delle università come alternativa alle banche? Mi dicono i colleghi che i patrimoni di Georgetown e Boston College, entrambe università private e gestite dai gesuiti (forse non particolarmente spericolati nelle politiche finanziarie) hanno subito perdite tali da costringere ad adottare misure straordinarie che incidono sul funzionamento ordinario. L'*endowment* dell'Università di Chicago, l'*alma mater* di Mulligan, al 30 Giugno 2008 era valutato 6.63 miliardi di dollari, triplicato in dieci anni e con un rendimento medio annuo dell'11,5% : ottimo, se non fosse che oltre il 77% a quella data era investito in titoli azionari e assimilati (<http://www.uchicago.edu/annualreport/financials/endowment.shtml>). Mi sembra bizzarra l'idea che ora possa finanziare le imprese, dato che ha perso in pochi mesi un terzo del suo valore, costringendo l'Università a tagliare le proprie spese di funzionamento. Le perdite di valore dei fondi di dotazione delle università esacerba un altro problema: la chiusura delle operazioni di gran parte delle 60 agenzie private di prestito agli studenti universitari, prestiti indispensabili alle classi medie per finanziare le rette dei college.

Quanto ai fondi pensione come alternativa al credito, ovviamente i più importanti sono quelli aziendali, e storicamente quelli dell'industria automobilistica. Il ritardo nell'attuazione della separazione patrimoniale fra fondi pensione e imprese, ad esempio in GM, non solo rende assurda l'idea che oggi questi fondi possano prendere ulteriori posizioni in capitale di rischio, ma mette addirittura in forse la sostenibilità delle prestazioni previdenziali per cui esistono. Notizie recenti ad esempio dicono che al 31 dicembre 2008 GM non era in grado di coprire trasferimenti dovuti al fondo pensioni per l'enorme importo di 12 miliardi di dollari. Infine, fra i canali alternativi suggeriti da Mulligan, l'autofinanziamento degli investimenti delle imprese ovviamente è possibile se le imprese fanno profitti, non

quando fanno perdite. Ammesso che le imprese vogliano ancora fare investimenti se la domanda crolla.

#### **4. Questa non è una crisi economica, solo una fluttuazione finanziaria**

Mulligan: «... *the financial sector has had a long history of fluctuating without any correlated fluctuations in the rest of the economy [...] We're in a financial crisis, not an economic crisis. We're not entering a second Great Depression.*»

Un amico italiano, da molti anni residente a Washington<sup>3</sup>, ha attirato la mia attenzione su una particolare versione di questa idea secondo cui siamo semplicemente di fronte ad una crisi finanziaria. È un paper presentato ad una conferenza congiunta Imf-World Bank (Caprio *et al.*, 2008). Il messaggio è che la crisi della *securitization* dei debiti (mutui casa, credito al consumo per le auto) sia dovuto ad un sistema di incentivi sbagliato che coinvolge sia i governi, le autorità pubbliche di vigilanza, le società di rating, il management delle compagnie finanziarie. Le singole cose che vengono dette sembrano condivisibili (ad esempio: certamente le società di rating, visto che sono pagate da chi emette debito e non da chi lo acquista, soffrono di *moral hazard*; la nozione che i governi alla fine faranno dei salvataggi distorce la percezione dei rischi; i bonus ai manager sono pagati sui profitti e non detratti dalle perdite ecc). Ma l'insieme del discorso è sbagliato. Il coro neoliberista che ha fornito la giustificazione ideologica al disastro, a partire dagli anni '80 ha puntato su indicare la prevalenza delle *government failures* (spesa pubblica, tassazione, servizi pubblici, regolamentazione). Oggi di fronte ad una macroscopica *market failure*, si costruisce una retorica che deve convincerci che se il mercato si è "sbagliato" è perché è stato mal regolato, quindi un'altra *government failure*!

È come se dicesse che il problema non è il mercato della droga, ma il fatto che il governo non lo regola bene, offrendo ai consumatori le opportune informazioni sui rischi e benefici del consumo di droga. Molti invece, credo potrebbero pensare che la droga è droga, e la gente compra e vende droga perché la desidera, ritiene che il proprio benessere a breve termine aumenti. Ora, la finanza degli ultimi venti anni è una forma di spaccio di stupefacenti su vastissima scala.

---

<sup>3</sup>. Ringrazio Ugo Finzi, con cui ho spesso discusso vari punti trattati in questo articolo.

Piccola digressione: Marx, Schumpeter e Keynes, con costruzioni analitiche diverse, ma su questo abbastanza convergenti, pensavano che il capitalismo contiene in se stesso un meccanismo autodistruttivo. L'accumulazione di profitti é asimmetrica rispetto alla determinazione dei salari, perché richiede continuo reinvestimento, mentre per la maggiore parte dei lavoratori l'accumulazione di capitale umano resta molto al di sotto della possibilità di rendimenti decrescenti. Per mantenere adeguato il rendimento del capitale occorre inventare nuove cose. Questa é la grande forza del capitalismo, la sua spinta propulsiva. Il suo problema é invece che per fare profitti occorre che chi vive di salari possa comprare beni e servizi in misura adeguata. Ora Keynes, ma ripeto su questo in linguaggio diverso anche Marx e Schumpeter, sapevano che c'è una contraddizione fra struttura della proprietà, quindi distribuzione dei redditi, e accumulazione continua. La soluzione per Marx era *tout-court* la socializzazione della proprietà. Per Schumpeter era la accettazione delle periodiche distruzioni di valore, ma egli era convinto che alla lunga democrazia e capitalismo imprenditoriale, con i suoi cicli, fossero incompatibili. Quindi temeva che il socialismo, che aborrisce, avrebbe prevalso. Keynes pensava che la soluzione fosse una economia mista, in cui la spesa pubblica periodicamente mette un argine al ciclo autodistruttivo di valore. Più in generale pensava che occorresse minimizzare i rendimenti del risparmio (“eutanasia del *rentier*”) e favorire alti consumi. Una combinazione di queste tre visioni (con una aggiunta di solidarismo cristiano e socialdemocrazia in Europa), ha retto la politica economica dei paesi sviluppati fino agli anni '70, quando si é temuto che il mondo andasse “troppo” in direzione anticapitalista, anche per la concomitanza dell'espansionismo sovietico successivo alla sconfitta Usa in Vietnam, delle rivolte giovanili, e della crisi fiscale.

La straordinaria e vincente controffensiva Reagan-Thatcher ha determinato due cose: un enorme indebolimento delle forze genericamente anticapitaliste (Urss, sindacati, movimenti giovanili) e un grande ridimensionamento del ruolo pubblico nelle economie occidentali (privatizzazioni, politiche fiscali e monetarie restrittive, contrazione dei servizi pubblici). Quello che si é verificato, invece dell'eutanasia del *rentier*, é una sua spettacolare resurrezione, la cui origine è ancora da indagare a fondo.

Mentre la distribuzione dei redditi diventava spettacolarmente più diseguale (meno imposte progressive, meno lotte sindacali, meno garanzie, e la quota del lavoro cadeva di oltre dieci punti in molti paesi nell'arco di un



ventennio<sup>4</sup>), si determinavano bolle speculative una dietro l'altra. La massa dei profitti generata da questa redistribuzione doveva trovare impiego in qualcosa per sostenere sempre nuova accumulazione. Uno dei primi target storicamente sono stati gli immobili, in moltissimi paesi cresciuti a prezzi fantastici. Poi ci sono state le privatizzazioni, che sono state generalmente una operazione speculativa connessa all'ampliamento delle capitalizzazioni borsistiche. Si sono collocati qualche trilione di dollari in *assets* in forma azionaria con rendimenti a lungo anormali (Florio, Manzoni, 2004). Poi è arrivata la bolla della *new economy*, con inaudite quotazioni di società virtuali in pura perdita nel loro conto economico e una capitalizzazione multipla di quelle con i conti in ordine. Fino a poche settimane prima della crisi americana c'era ancora una insostenibile bolla sulle materie prime (prezzi del petrolio passati da 40 a 150 dollari al barile e poi scesi di nuovo a 40), sostenuta da un vortice di barili virtuali (*dot.com bubble*). La bassissima inflazione di questi venti anni, praticamente zero se misurata tenendo conto della qualità dei prodotti, ha protetto i creditori e tendenzialmente impoverito in modo strisciante i debitori, ma solo con *default* periferici, anche se significativi (crisi "asiatica" e Russia 1998, ad esempio Florio, 2002).

L'epicentro concreto e ideologico di questa redistribuzione sono gli Stati Uniti, che da oltre venti anni "vivono al di sopra dei propri mezzi" non come fatto culturale, ma come fatto strutturale, avendo scoperto che per non fare esplodere le bolle dovevano, da un lato inondare il sistema di possibilità di indebitamento (Greenspan), dall'altro consentire agli operatori di passare da un gioco speculativo all'altro senza soluzione di continuità<sup>5</sup>. Per fare questo è stato probabilmente commesso ad un certo punto un errore fatale. Le fervidi menti degli spacciatori di droga hanno visto nella vendita di immobili alle minoranze etniche e ai ceti a minore reddito, la nuova grande occasione. Finanziamo gente che in realtà non ha redditi per pagare il mutuo, poi cartolarizziamo il debito, poi affettiamolo e costruiamoci dei derivati mescolando vari tipi di rischio.

Fantastica idea nel settore allucinogeni, ma se comparata con il gioco delle carte di credito al consumo (Fig. 1) e delle vendite di auto a rate (Fig. 2), la casa ha il tremendo difetto che la garanzia sottostante è altamente visibile, immobile appunto. Quindi ciò che prima rendeva l'industria dei *mor-*

---

<sup>4</sup>. IMF (2007) per una analisi econometrica degli effetti sulla quota del lavoro della globalizzazione, flessibilizzazione del mercato del lavoro e cambiamento tecnologico.

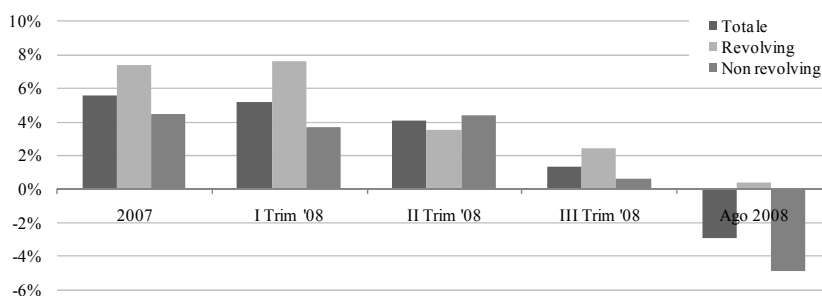
<sup>5</sup>. Shin (2009) propone un raffinato modello teorico che dimostra le radici necessarie dell'esplosione dei prestiti.

*gages* il settore più tranquillo possibile, perché la casa con la sua solida materialità essa stessa garantiva il prestito, nella nuova versione diventava un gioco al rialzo a carte facilmente scopribili. Non appena il rialzo del prezzo delle case si fosse fermato tutto crollava. Questo era ben noto, e ovviamente dava un incentivo ancora maggiore a espandere il gioco per tenere su il prezzo delle case. Finché si è raschiato il fondo del barile. Ho visto interviste televisive a dipendenti precari di Mc Donald, pagati pochi dollari l'ora, cui erano stati fatti mutui immobiliari da centinaia di migliaia di dollari. Molti contratti di mutuo sono stati semplicemente falsificati, facendo dichiarare a quasi nullatenenti che avevano redditi regolari e accettabili.

Ironia: un sistema che *non* vuole assicurare alle persone redditi sicuri e accettabili, che rende praticamente impossibile il ricorso al sindacato, che terrorizza una parte considerevole dei meno abbienti con la mancanza di copertura delle cure mediche universali e delle pensioni garantite dallo stato, che li fa indebitare per la scuola e università se vogliono emergere, poi ha bisogno di fingere che questi stessi godono di un discreto reddito per far credere ai risparmiatori che il loro è un buon debito.

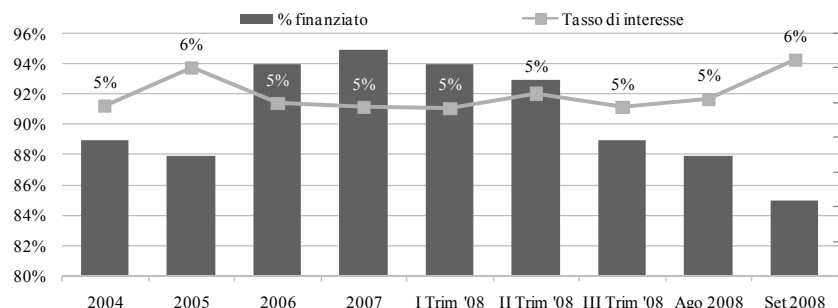
Nessuna ri-regolazione, nessun appello all'etica degli affari, può raddrizzare quello che è uno squilibrio strutturale fondamentale che continuerà a riprodursi se la distribuzione dei redditi fra profitti e salari non ricostituisce una capacità solvibile di consumo. La soluzione a breve non ha a che fare con l'etica e con le regole, quelle sono questioni secondarie, come lo sono gli sgarri di bande di quartiere, messi poi in riga dai professionisti. La vera questione è la divisione della torta fra capitale e lavoro, il cui equilibrio tradizionale è stato alterato dalla offensiva neoconservatrice sulle due sponde dell'Atlantico a partire dagli anni '80.

Fig. 1 - Credito al consumo. Variazioni percentuali



Fonte: US Census Bureau

Fig. 2 - Finanziamento per l'acquisto di nuove auto



Fonte: Federal Reserve

## 5. L'economia è solida: ce lo dicono i rendimenti del capitale

Mulligan: «*One important indicator is the profitability of non-financial capital, [...] the marginal product of capital [...] a macroeconomic version of the price-to-earnings ratio followed in the financial markets [...] Since World War II, the marginal product of capital, after taxes, has averaged 7 per cent to 8 per cent per year [...] And what happened during 2007 and the first half of 2008, when the financial markets were already spooked by oil price spikes and housing price crashes? The marginal product was more than 10 per cent per year, far above the historical average. The third-quarter earnings reports from some companies already suggest that America's non-financial companies are still making plenty of money.*»

La prova della solidità dell'economia starebbe quindi proprio nell'anormalmente alto rendimento del capitale, del venti o trenta per cento maggiore della tendenza di lungo periodo, nonostante l'espansione della base di *assets*. Come dicevo sopra, veniamo da oltre un ventennio di enormi profitti per le imprese in Usa e altrove, e di formidabile compressione dei salari, la cui quota sul Pil é caduta, mentre in precedenza era rimasta stabile, tanto da potere essere stilizzata nelle funzioni di produzione aggregata come un coefficiente "tecnologico" esogeno. Le imprese hanno venduto auto, case, viaggi, sogni, a gente che non aveva i soldi per comprarli, proprio per il declino della quota dei salari. Normalmente questo avrebbe determinato eccesso di offerta e caduta dei profitti, ma l'invenzione post moderna é stata quella di finanziare gli acquisti facendo indebitare i consumatori oltre ogni prudenza. I mutui *sub prime* sono solo una parte di questa storia, quello esploso in modo più plateale. Mulligan vuole convincerci

che non poteva succedere niente all'economia reale perché guardando all'indietro trova alti profitti. Ma se avesse guardato avanti avrebbe visto l'industria delle costruzioni, che è economia reale strettamente dipendente da quella finanziaria, fronteggiare una domanda paralizzata dai mutui bloccati o molto rincarati (Tab. 1). Il crollo dell'industria dell'automobile era automatico a sua volta data la paralisi del credito al consumo. Gli Stati Uniti si sono retti su un indebitamento insostenibile per chiunque altro, solo perché tutti, Cina inclusa, hanno venduto loro a credito. E stanno continuando a farlo per necessità. L'alta efficienza del capitale era profitto fasullo e molti lo sapevano. Il gioco poteva continuare finché continuava, come sempre nella storia di questo tipo di catene di sant'Antonio, che vanno benissimo finché arriva uno e dice: voglio indietro i mie soldi! E tutto frana. Solo che questa volta non è successo in Albania.

*Tab. 1 - Edifici residenziali completati, previsioni 2008-2009. Variazioni percentuali*

	2008	2009
Numero di edifici residenziali completi	-28,6	-2,7
- edifici unifamiliari	-35,4	6,1
- edifici plurifamiliari	-5,9	-22,8

Fonte: University of Michigan

## **6. Investimenti e consumi non sono poi così importanti nel breve periodo**

Mulligan: *«And if it takes a while for banks and lenders to get up and running again, what's the big deal? Saving and investment are themselves not essential to the economy in the short term. Businesses could postpone their investments for a few quarters with a fairly small effect on Americans' living standards. How harmful would it be to wait nine more months for a new car or an addition to your house?»*

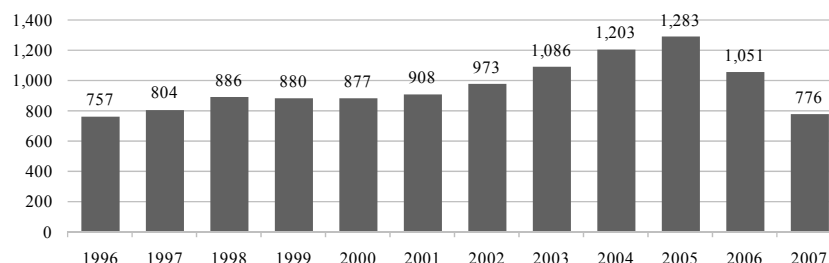
Già: che problema c'è se la gente rinvia le spese di qualche trimestre? Se non siete un professore di economia a Chicago potreste essere indotti a pensare che se la maggior parte dei consumatori per sei mesi smette di comprare automobili, è appena caduta del cinquanta per cento la domanda.

Forse se siete la General Motors potete resistere un po', ma se siete una piccola o media impresa di componentistica potreste essere tentati di volere sopravvivere e licenziare metà dei dipendenti. Non saprei a Chicago, ma in Brianza andrebbe così: prima scenderebbero un po' prezzi, poi la produzione, poi l'occupazione e gli investimenti, quindi i consumi, e quindi ancora prezzi, produzione, ecc, generando un meccanismo cumulativo di recessione e deflazione tendenziale. Negli ultimi mesi gli istituti di previsione hanno rivisto continuamente al ribasso le stime del prodotto del mondo, proprio perché il meccanismo che si è instaurato è di tipo cumulativo, viene dall'economia reale (distribuzione dei redditi), si manifesta come crisi finanziaria, e torna da dove viene, dallo squilibrio macroeconomico di fondo.

Da Novembre 2008 si discute della possibilità che General Motors non riesca con la liquidità di cui dispone ad andare oltre le prossime settimane. Nonostante la retorica conservatrice, che con l'occasione si è concentrata sull'alto costo del lavoro nel sindacalizzato Michigan, come se fosse la causa principale dei mali del mondo, le implicazioni sulle aspettative per l'economia reale sarebbero pari all'effetto Lehman sull'economia finanziaria, quindi una possibile nuova ondata di panico.

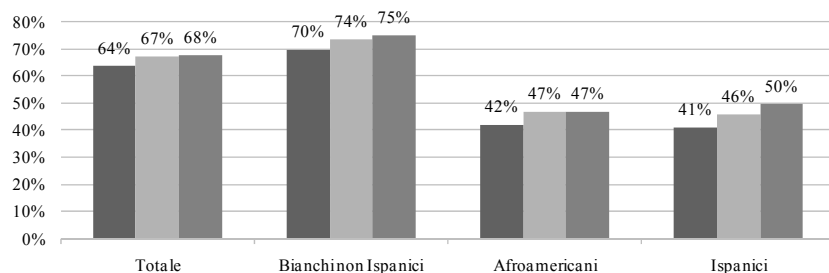
Alcuni numeri possono dare l'idea della dimensione dei problemi statunitensi. Si stima, ad esempio, che vi siano forse 45-50 milioni di contratti di mutuo immobiliare a fine 2008, su una popolazione di 305 milioni di abitanti, un contratto di mutuo ogni sei - sette abitanti. Una interessante testimonianza ad un *panel* del Congresso del Tesoro, ancora in epoca Paulson, stima in oltre 200 mila dollari il loro valore medio. Come dirò sotto, si stima in 12 trilioni di dollari il debito per mutui immobiliari, pari a circa 40mila dollari procapite. Secondo alcuni dati, 12 milioni di famiglie in più sono diventate proprietarie di casa in dieci anni, una proporzione molto consistente rapportata alla popolazione (Fig. 3). Il 75 per cento dei bianchi sono proprietari, ma ancora solo il 45 per cento dei neri e degli ispanici: era soprattutto fra questi la riserva di caccia della finanza immobiliare creativa (Fig. 4). Secondo alcune stime a fine 2008 le famiglie che non sono state in grado di fare fronte al mutuo sono 1,2 milioni. Questa era una percentuale del 2,5 % sul totale. Ma potrebbe diventare secondo altre stime il 10 % dei nuovi contratti, che includono i *sub prime*, ma probabilmente anche una vasta ampia zona grigia. Nessuno però è in grado di dire quante famiglie in totale potrebbero non essere più in grado nel 2009 di fare fronte al pagamento dei mutui se la disoccupazione e tagli dei redditi si diffondono, e se continua la svalutazione dei prezzi degli immobili, che comporta contrattualmente la possibilità di revisione da parte dei creditori per proteggere le loro garanzie.

Fig. 3 - Vendite di nuove abitazioni, 2000-2007. Milioni di dollari



Fonte: US Census Bureau

Fig. 4 - Proprietari di casa per gruppo etnico. Percentuali



Fonte: US Census Bureau

A Novembre, Fannie Mae e Freddie Mac, ormai pienamente nazionalizzate, erano di nuovo nei guai, per il cumularsi di illiquidità dei mutui e delle obbligazioni collegate. È evidente che la questione non riguarda più il segmento dei mutui *sub prime*, nella accezione iniziale, ma il fatto che anche famiglie un po' meno "sub" non riescono a pagare le rate. Le due agenzie hanno in mano 5 trilioni di mutui su 12 degli Usa. Per dare un ordine di grandezza, il colossale tesoro della Cina in riserve valutarie è poco più di un quinto di questa cifra.

Un secondo indizio della situazione è che Aig, il maggiore assicuratore bancario del mondo, non è salvo. A Novembre si parlava di altri 150 miliardi di dollari di *bad debt* (oltre un quinto del piano Paulson, come ordine di grandezza). Dato che qui il debito è del sistema bancario, prevalentemente perché si tratta di assicurazione di crediti, questa è una spia che il circuito del credito negli Usa è più malato del previsto, le banche a rischio (semplifico) sono moltissime. Loro lo sanno, e per questo non si prestavano soldi

fra loro. Centinaia di istituti sono ricorsi al piano Paulson, che di fatto comunque non poteva risolvere nulla.

Ma dove è il *bad debt*, oltre alla proprietà immobiliare? Il caso Aig è una spia che in realtà una quota significativa del credito alle famiglie e alle imprese è a rischio. Bank of America e American Express a fine 2008 annunciavano che la percentuale di insolvenze sulle carte di credito è più che raddoppiata in qualche mese. Il mercato delle carte di credito si basa sulla vendita di obbligazioni per il 40 per cento. A ottobre del 2007 le emissioni erano di 42.5 miliardi di dollari, a ottobre 2009 solo il 2 per cento di questa somma. Insomma si era prosciugata la possibilità di sostenere il consumo con il debito.

In questo clima, i grandi magazzini Macy's, da profitti per 33 milioni di dollari nel terzo trimestre 2008 passava a perdite di 44 milioni il trimestre seguente, un indizio fra mille di come da subito la crisi finanziaria significa meno camicie acquistate.

Se quindi inizialmente il meccanismo di contagio era fondamentalmente finanziario, e in certo senso le ondate di panico sulla borsa e le crisi bancarie in Europa e altrove possono essere interpretate, come direbbe Mulligan, come fluttuazioni, quello che è globale è il fatto che se negli Usa cadono i consumi e il commercio mondiale frena bruscamente, il meccanismo di propagazione diviene principalmente commerciale (il crollo dei noli delle flotte di navi cargo ne è la spia più chiara).

## **7. I pacchetti di stimolo fiscale non servono**

Mulligan: *«So, if you are not employed by the financial industry (94 per cent of you are not), don't worry. The current unemployment rate of 6.1 per cent is not alarming, and we should reconsider whether it is worth it to spend \$700 billion to bring it down to 5.9 per cent.»*

Se invece di essere un manager di Citibank da prepensionare sono un colletto blu di General Motors, forse qualche pensiero potrei averlo. A fine Febbraio 2009 i disoccupati negli Usa erano 12.5 milioni, pari all'8.1% della forza lavoro, con un aumento di oltre cinque milioni di unità in dodici mesi. Negli Usa un lavoratore licenziato ha diritto generalmente a 26 settimane di indennità di disoccupazione al 36 per cento del salario. Perde l'assistenza sanitaria in gran parte. Se il fondo pensioni non è scorporato dall'azienda che lo ha licenziato e questa fallisce, potrebbe perdere la pensione. Se ha un mutuo potrebbe perdere la casa. *Don't worry?*

In caso di deflazione generalizzata nel 2009, stile giapponese, è abba-

stanza certo che la crisi sarà severa e prolungata (diversi anni). Non succederà solo se la reflazione sarà energica e tempestiva. Mentre scrivo, il deficit del bilancio federale programmato dall'amministrazione Obama è del 13 per cento, quasi tre volte di più di quanto si stia programmando nell'area Euro.

Fra una recessione e una catastrofe c'è una discreta differenza. La catastrofe è se, come con linguaggio non esattamente misurato di Strauss Kahn, direttore del Fondo Monetario Internazionale (che ancora in Giugno pre-pensionava il suo staff pensando di non avere molto lavoro da svolgere) dichiarava «Siamo sull'orlo del collasso del sistema finanziario mondiale». In quello scenario diviene inevitabile una disoccupazione di massa in Occidente, e la carestia in molti paesi più poveri. Con la recessione si convive, con una nuova grande depressione, quando la disoccupazione supera il 20 per cento come nel 1929, la società è scossa nelle sue fondamenta. Il Giappone, di fronte all'esplosione della sua bolla nazionale venti anni fa, non ha esitato ad aumentare vertiginosamente il debito pubblico. In questo modo non è che si sia salvato dalla crisi, ma è sopravvissuto come economia organizzata e come una società ragionevolmente coesa. Obama, nonostante il suo staff piuttosto moderato non ha alternative a seguire quella strada. Gli Stati Uniti che ne usciranno saranno molto diversi da quelli che conosciamo. In questo senso il rafforzamento del dollaro come effetto paradossale della crisi, nonostante un tasso di sconto prossimo allo zero, è un pessimo segnale, come lo è l'aumento del prezzo dell'oro. È un indizio di paura.

Persino Fmi e Ocse, in questo quadro, si sono resi conto che la politica monetaria di per sé non funziona.

Non si può non pompare moneta, è una condizione necessaria ma non sufficiente. Se del resto tutto il mondo corre a comprare debito pubblico, persino debito federale Usa, il mondo ha già votato, mette il risparmio nelle mani dello stato, lo toglie alle banche e ai maghi della finanza. Che cosa debbono fare gli stati con tutti questi soldi che vengono messi a loro disposizione? Debbono spendere. Fra i primi a capirlo è stato il governo cinese che a Novembre lanciava la più grande manovra fiscale della loro storia post maoista: il pacchetto fiscale cinese è di 586 miliardi di dollari, forse 4 punti di Pil.

Parafrasando un celebre scritto di Keynes "Can Obama do it?". I bersagli di *deficit spending* diretto sono quelli ovvi: se crolla il settore delle costruzioni private, si debbono fare infrastrutture e abitazioni con soldi pubblici; i lavoratori con la disoccupazione in Usa perdono anche l'assicurazione sanitaria: si deve espandere l'offerta pubblica di copertura delle spese di cura; le università private non sanno come finanziarsi perché hanno investi-



to in azioni, i donatori non donano, ecc.: bisogna mettere soldi pubblici nelle tasche degli studenti. Costruzioni, sanità, educazione, pensioni, indennità di disoccupazione. La riduzione delle tasse non serve, perché se ho perso il posto di lavoro o mi tagliano il salario la riduzione delle imposte ha minore effetto sui consumi. L'aumento della progressività della tassazione invece serve, perché comprime il risparmio privato, in un momento in cui non sostiene investimenti, a favore del finanziamento della domanda pubblica. E inizia, sia pure timidamente, a ridistribuire reddito, una politica di cui non vergognarsi.

Nazionalizzare le banche ovunque necessario, un deficit federale sopra il 10 per cento negli Usa per almeno due anni, forse tre, e portare almeno al 6 per cento il deficit pubblico in Europa e Giappone, (Krugman propone il 4%) politica monetaria accomodante, aiutare il dollaro a svalutarsi in modo controllato, forse re-inventare un nuovo sistema di paniere valutario di riserva. L'eresia è tornata di moda. L'ortodossia neoliberalista di questi anni si rivela improvvisamente per quello che è: assurdità e fanatismo. Ora che molti si riscoprono Keynesiani, e Paul Krugman incassa il Nobel, c'è il rischio di dimenticare troppo presto da dove veniamo, da quale combinazione di pensieri e di pratiche venga questa crisi. No: il Professor Mulligan va letto, riletto, e meditato.

#### **Riferimenti bibliografici**

- Caprio G., Demircuc-Kunt A., Kane E. (2008), «The 2007 meltdown in structured securitizations: searching for lessons non scapegoats», Policy Research Working Paper Series, 4157, The World Bank
- Emmott B. (2009) «I wasn't right. But that's ok», *The Guardian*, January 3, p 32
- Florio M. (2002), «Economists, Privatization in Russia and the waning of the "Washington consensus"», *Review of International Political Economy*, Summer, pp 359-400
- Florio M., Manzoni K. (2004), «Abnormal returns of UK privatisations: from underpricing to outperformance», *Applied Economics*, 36, 2, pp. 119-136.
- IMF (2007), *World Economic Outlook*, Washington DC
- Johnson S. (2007), «The rise of Sovereign Wealth Fund», *Finance and Development*, Imf, September, 44, pp 56-57
- Mulligan C. (2008), «Needless Bail Out: An Economy You Can Bank On», *The New York Times*, October, 10, p A33  
<http://www.iht.com/articles/2008/10/10/opinion/edmulligan.php>
- Shin H. S. (2009) «Securitisation and financial stability», *Economic Journal*, Vol 119, March, pp 309-333
- Wassener B. (2009), «Temasek Holding loses 31 percent of Portfolio», *New York Times*, February 11, pB2