

# Sei risposte alla crisi dei mercati

**Mario Margiocco**

L' irrazionalità dei mercati può durare più a lungo della solvibilità degli operatori. Era John Maynard Keynes a formulare questo concetto, ed è il timore di questa vera o apparente - irrazionalità che sta preoccupando milioni di persone in tutto il mondo. Al momento più ancora che avere rendimenti alti è vitale assicurare il capitale. Anche se, a guardarci dentro, le difficoltà attuali dei mercati non sono quella "crisi più grave dell'ultimo mezzo secolo" di cui ogni tanto qualcuno parla. Tuttavia il piccolo risparmiatore di un qualsiasi angolo d'Europa e d'Italia deve al momento fare i conti con l'inflazione cinese che, esportata attraverso i costi crescenti di un made in China al quale siamo ormai legati, impatta con quella europea ed italiana. Deve fare i conti con la velocità del crollo del prezzo delle abitazioni unifamiliari a Green Bay, Wisconsin, o in qualsiasi altra area d'America, parte di un fenomeno che sta portando al fallimento circa due milioni di mutuatari americani. Per loro sta diventando conveniente mollare tutto e sparire, se ci riescono, visto che il peso del mutuo è ormai nettamente superiore al valore, attuale e futuro, della casa. La finanza americana - ed europea - ha incassato grazie alle cartolarizzazioni il colpo di tanti mutui andati in fumo, o che vi andranno, e si sta massaggiando le ferite. Il piccolo risparmiatore europeo infine deve fare i conti con un prezzo di petrolio, oro e delle materie prime in genere che segnala chiaramente inflazione. Il prezzo cresce infatti anche perché già sconta l'inflazione del dollaro. Che cosa sta accadendo? Partendo dal dollaro, è possibile tentare alcune brevi risposte.

## **1 - Dove arriverà il dollaro?**

Impossibile prevederlo, ma Paul Ruddock, ceo dell'inglese Lansdowne partners limited, 18 miliardi di dollari in gestione, ritiene che "per un paio d'anni probabilmente il dollaro non darà soddisfazioni". Negli Stati Uniti sono in atto due grandi aggiustamenti. Quello degli squilibri con l'estero, che migliorano dopo il picco del 2005, e che hanno bisogno di un dollaro debole. E il "Grande salvataggio americano" non solo dei due milioni di mutuatari subprime, ma dell'intero sistema finanziario inquinato da derivati inaffidabili, spesso a causa delle cartolarizzazioni subprime. La ricchezza evaporata finora è valutata realisticamente per i soli Stati Uniti a circa 600 miliardi di dollari, di cui 160 già ufficializzati. Anche questo deprime il dollaro, oltre i desiderata di Washington.

## **2 - Ci sarà un salvataggio pubblico dei mutui subprime?**

Casa Bianca e Tesoro si oppongono, ma il Congresso preme. E intanto sono stati ampliati i limiti di intervento per Fannie Mae e Freddie Mac, le due grandi finanziarie semi-pubbliche che dal 1938 la prima, dal '68 l'altra gestiscono i mutui secondari; garantiscono cioè i primari cartolarizzandoli e rivendendoli sul mercato. In una delle sue ultime interviste, nel 2002, il grande storico dell'economia Charles P. Kindleberger denunciò i rischi della bolla immobiliare e indicò in Fannie Mae e Freddie Mac il motore della bolla, perché fornitori di liquidità in eccesso con le loro garanzie. Ora, contrariamente a quanto molti pensano negli Stati Uniti, Fannie Mae non è più garantita dal bilancio federale, come Alan Greenspan e Ben Bernanke hanno ripetutamente ricordato, e Freddie Mac non lo è mai stata. "Se avessi 30 anni di meno, scriverei un libro su Fannie Mae e Freddie Mac", diceva Kindleberger, scomparso nel 2003. Un diretto intervento del contribuente è sempre più probabile. Anche perché si è aggiunto, innescato dai prodotti finanziari inquinati, il caso delle assicurazioni monoline, che assicurano i bond municipali, e che erano un ottimo business fino a quando non si sono buttate su mille miliardi circa di derivati inquinati dai subprime, per il 10% un colabrodo che ha generato un buco da 130 miliardi.

### **3 - La politica della Fed è quella giusta?**

Portare i tassi reali a zero ha un impatto forte e positivo sui mutui subprime in difficoltà. Nel 2008 ad esempio ci sarà il ricalcolo dei tassi per circa 1,5 milioni di mutui subprime, che dopo 20 mesi prevedevano una revisione e tassi più alti. Se la Fed taglia di altri 100 punti base il costo del denaro, per 1,5 milioni di mutui non cambierà niente. "Ma la Federal reserve è un'autorità monetaria indipendente o un'appendice di forze della politica e del mercato?", ha chiesto il 28 febbraio con un editoriale di fuoco Allan H. Meltzer, che della Fed è lo storico più autorevole, al punto da essere considerato un governatore-ombra. Come negli anni 70 il dollaro è spinto verso l'inflazione, e questo tradisce la fiducia degli americani, dice Meltzer. Come è noto, Bernanke ha due obiettivi contrastanti, e finché privilegerà la liquidità spingerà l'inflazione. Per Jim Grant, del Grant's interest rate observer, una sorta di contemporaneo Walter Bagehot americano, il passaggio è cruciale perché il dollaro è la prima moneta internazionale a non avere un collaterale (l'oro, da quando esiste il mondo moderno) che lo sostenga. Dietro il dollaro c'è direttamente l'America, "e credo che il mondo incominci a chiedersi che cosa questo vuol dire", dichiara Grant.

### **4 - Che cosa cambiano i fondi sovrani?**

Intanto i fondi sovrani hanno fiducia negli Stati Uniti, dove hanno effettuato i 2/3 dei loro acquisti recenti. Sono comunque il simbolo della nuova mappa finanziaria. Se come si prevede avranno 12 mila miliardi di dollari di assets nel 2015, vorrà dire che il mondo sarà cambiato, come già sta cambiando. Prima e fino al 1915 c'era solo Londra come piazza dove raccogliere denaro. Poi si è aggiunta New York, che ha preso il primo posto, nel 39 probabilmente. Ora c'è anche il Golfo e l'Asia, dove la Cina avrà un peso superiore al Giappone, non appena il renminbi sarà convertibile. Singapore già impone il suo ruolo. L'asse finanziario Atlantico è ormai in relativo declino. Ed emerge un nuovo capitalismo di Stato, anche cinese e russo.

### **5 - Quali rischi per l'Europa e l'euro?**

"C'è un relativo e limitato decoupling, e mi sembra che l'Europa stia reagendo positivamente, anche se greggio e materie prime pesano", dice Arnab Banerji, banchiere internazionale e già senior advisor di Tony Blair, a Londra. L'export nell'area dollaro sta comunque diventando molto difficile. Se la Fed dovesse continuare a sottovalutare l'inflazione, esportandola in parte anche in Europa, sarà poi la prova del fuoco per l'euro, che fu creato per vari motivi ma anche per limitare in Europa i rischi delle oscillazioni della valuta americana, che si ripetono da 40 anni. L'euro è destinato ad ampliare il ruolo di moneta internazionale, con vantaggi e rischi, ma sempre come seconda valuta a fianco del dollaro.

### **6 - La crisi finanziaria attuale, epicentro gli Stati Uniti, "è la più grave dell'ultimo mezzo secolo"?**

"Questo è il 1929", disse George Soros dopo il Lunedì nero del 1987. "La peggiore crisi degli ultimi 60 anni", disse Alan Greenspan dopo il fallimento Ltcn del 1998. E Robert Rubin ministro del Tesoro di Bill Clinton, parlava di Comitato per la salvezza mondiale per la crisi del peso messicano del 94-95. Oggi c'è chi, come il citato Jim Grant, vorrebbe abbassare il rating della New York Fed, visto che la banca del sistema federale si è presa 44,9 miliardi dei 60 della Taf, lo sportello che il sistema Fed usa da un mese per dare liquidità straordinaria a fronte di collateral non proprio perfetti. Ma al massimo, secondo i pessimisti, il Grande salvataggio americano sarà del tipo attuato per le Savings and Loans del 1984-91 e pari al 7% del Pil, cioè mille miliardi di dollari. Fa tremare i polsi. Ma si è anche visto di peggio.