

Gruppo: Governo della globalizzazione

I Sottogruppo: Regole

Finanza internazionale

di Marcello de Cecco

Il modello *originate to distribute* sembra aver ormai fatto il suo tempo, almeno dal punto di vista delle possibilità di ulteriore espansione che dimostra. L'essere entrato in crisi, inoltre, mette in forse persino la sua permanenza, visto che la capacità di leverage necessaria al modello stesso dovrà essere profondamente ridimensionata se si vuole che si elimini in tutto o in parte la situazione di preferenza per la liquidità assoluta della quale soffre il sistema e che lo ha condotto ad una condizione di semi immobilità da quasi un anno. La richiesta, da parte di Goldman Sachs e Morgan Stanley di diventare banche commerciali, e passare quindi sotto la vigilanza della Fed, invece che quella più indulgente della SEC che avevano lottato all'inizio del decennio per ottenere,, è la prova

evidente che i massimi operatori del modello, quelli che insieme a JP Morgan Chase e a AIG si trovano al centro della enorme rete di transazioni finanziarie innovative creata nell'ultimo decennio, ritengono che esso non ha più prospettive e che il prossimo futuro appartiene di nuovo ad istituzioni dotate di una cospicua base di depositi.

Quindi, il centro del potere finanziario mondiale cambia, e non è ben chiaro chi prenderà il posto di Goldman Sachs e altri broker dealers. Potrebbero addirittura restare loro, al centro, se resta in piedi, dopo salvataggi vari, un modello *originate to distribute* rappezzato.

Infatti, oltre che sul modello *originate to distribute*, il sistema finanziario mondiale si è sviluppato, nell'ultimo ventennio, anche sviluppando il modello di banca a rete e di credito somministrato su principi cosiddetti probabilistico-assicurativi e non più sulle relazioni stabili di credito, valutate in base a criteri tradizionali di affidabilità dei singoli clienti. Molte relazioni di credito sono state inoltre trasformate in transazioni di mercato, mettendole fuori bilancio per seguire e aggirare le direttive di Basilea 1.

Ci si chiede se anche questo modello entrerà in crisi, dato che esso si è potuto sviluppare specialmente perché il credito somministrato nella nuova maniera rende molto se è trattato come una commodity che può essere impacchettata in grosse cartolarizzazioni e ceduta rapidamente, in modo che il capitale impiegato rigiri velocemente.

Essenziale per il modello stesso è anche l'attività di assicurazione contro le insolvenze di credito, che è stata svolta dalle predette due banche d'affari, dalle due fallite, dalle defunte Bear Stearns e Merrill Lynch dalle superstiti AIG (Irizzata), e Morgan Chase. Questo mercato è cresciuto di sessanta volte dal 2005 perché era anch'esso essenziale al funzionamento del nuovo business model adottato dalla gran parte degli operatori finanziari del mondo. nelle condizioni di grave incertezza prevalenti sui mercati dopo il 2005. Come uscirà trasformato dalla regolamentazione delle transazioni che ha già annunciato lo Stato di New York e richiesto il capo della SEC?

Tale regolamentazione richiama alla mente un altro importante problema, quello della forma di mercato secondo la quale si svolge la massima parte delle transazioni finanziarie cosiddette innovative, che è quella dell' accordo tra due controparti per ogni singola transazione, senza che ci sia alcuna attività di fissazione di prezzi su mercati regolamentati o liberi, ma centralizzati. A tale forma di mercato si attribuisce ora una parte importante dei problemi di incertezza di valutazione dei nuovi strumenti finanziari, che ha facilitato il prodursi dello stato di preferenza per la liquidità assoluta al quale i mercati si sono ridotti da un anno.

Altrettanto essenziale al funzionamento del modello è l' attività di valutazione dei rischi svolta dalle società di rating. Malgrado le pessime figure fatte nella prima metà del decennio (casi Enron, Parmalat, etc.), a queste società si sono continuate ad affidare funzioni essenziali come la valutazione del rischio dei titoli che sono alla base delle cartolarizzazioni,. Si è ripetutamente deprecato il conflitto di interesse strutturale in cui queste società di rating si trovavano, e ancora si trovano, per via del fatto che i rating che esprimono sono pagati dalla stessa clientela che li chiede, ma nulla si è fatto per eliminare tale stato o sostituire le società di rating con altre istituzioni.

Alla base delle trasformazioni subite dalla finanza internazionale nel decennio, c'è anche il complesso di regole stabilite per accordo internazionale, che vanno sotto il nome di Basilea 1 e 2. Queste hanno eletto i coefficienti di capitale come metro principale di misurazione del potenziale di credito delle istituzioni bancarie e del rischio del medesimo. Insieme alle regole che vanno sotto il nome collettivo di Basilea 1 e 2 va anche un certo tipo di vigilanza sulle aziende di credito, che bada solo o quasi solo al rispetto dei coefficienti quantitativi (Basilea 2 ha modificato in qualche misura questo approccio) e che abbandona del tutto o quasi la tradizionale attività di valutazione del rischio di credito e di valorizzazione dell'attivo svolta dai supervisori caso per caso. Con la velocità di circolazione assunta dagli assets che fanno parte dei portafogli delle banche, col ricorso massiccio a transazioni bilaterali e con la diffusione del rischio ottenuta, almeno formalmente, dalle cartolarizzazioni, è d' altronde assai difficile valutare il portafoglio medesimo in un dato momento.

D'altro canto, guardando a come il sistema finanziario mondiale si è sviluppato negli ultimi due decenni, in particolare come si è sviluppato il sistema finanziario americano che ne costituisce il centro, non si può evitare di convincersi che si è trattato di un percorso di sviluppo espressamente voluto dalle autorità di politica economica degli Stati Uniti che la gran parte dei paesi sviluppati ha imitato con un misto di ammirazione e revulsione, e che le organizzazioni finanziarie internazionali hanno cercato di imporre, ogni volta che hanno potuto, anche ai paesi in via di sviluppo. Al raggiungimento di esso sono state dedicate azioni e omissioni delle autorità. Il fatto, ad esempio, che le regole di Basilea abbiano indotto le banche a sviluppare una enorme attività finanziaria formalmente al di fuori dei loro bilanci, come risposta alla fissazione di coefficienti di capitale, è stato visto dalle autorità di controllo e di politica economica americane e di molti altri paesi. come legittima attività di innovazione finanziaria, segno della vitalità degli operatori più efficienti. invece che manifesta elusione delle norme esistenti.

Dire ora che una riduzione del livello della attività finanziaria non comporterà conseguenze importanti sulla attività del sistema reale vuol dire giudicare la gran parte della innovazione finanziaria intervenuta negli ultimi vent' anni come funzionalmente irrilevante, se è vero che il fine ultimo dell' attività economica è la massimizzazione della produzione di merci e servizi. Se le bolle finanziarie vanno e vengono senza effetti seri sulla attività reale, questo vuol dire pensare che la finanza è essenzialmente fine a se stessa. E allora, perché guardare al suo sviluppo come a un segno di progresso? Se il progresso si arresta e addirittura si torna indietro, e il sistema

finanziario, quindi, si rattrappisce, vuol dire che le attività che lo compongono posso scomparire senza far danno a nessuno salvo agli addetti occupati nel settore.

Se si riduce l' ampiezza del settore finanziario, però, quelli che in esso lavorano restano senza occupazione, e la domanda di beni e servizi ne soffre. Il tasso di sviluppo di un paese, fermo restando il resto, deve diminuire rispetto alla situazione precedente.

In alcuni paesi, come USA e UK, questo effetto su occupazione e redditi è certo rilevante. Settorialmente importante, per certi tipi di domanda di consumi e di servizi.

A seguito della presente crisi, come si modificherà il sistema finanziario americano , che ha mostrato la via a quelli del resto del mondo? E' essenziale stabilirlo, anche se al momento oltremodo difficile. E' facile dire che andrà verso la ri-regolamentazione.

E' facile, ma significa poco. visto che nel corso degli ultimi decenni, le regole che sono state introdotte tendevano a demolire il sistema finanziario segmentato ereditato dal New Deal , ma erano appunto regole che abolivano e modificavano altre regole, secondo una filosofia opposta a quella precedente, ma senza che i regolatori uscissero di scena. Si consideri ad esempio appunto la panopia delle regole che vanno sotto il nome di Basilea 1 e 2. O l'insieme di regole che, negli Stati Uniti vanno sotto il nome di Prompt Corrective Action. La filosofia però è certamente opposta a quella che stava alla base del sistema precedente. Si cerca, da parte dei regolatori, di non prescrivere comportamenti specifici ai regolati, ma solo di creare ambiti entro i quali questi possano agire liberamente, nella presunzione, tuttavia, che la massimizzazione dei profitti nel breve periodo da parte delle istituzioni finanziarie debba essere il modello di comportamento di base o come si dice oggi, di default, perché porta ineluttabilmente a una maggiore efficienza del sistema.

Il nuovo modello di regolazione introdotto negli ultimi decenni, però, sembra aver costretto le autorità ad un interventismo alla fine perfino maggiore di quello che esse avevano espresso nel periodo precedente. La sua introduzione è stata accompagnata dall' aumento della frequenza e della gravità di crisi finanziarie, che hanno costretto le autorità a comportamenti in deroga dai principi che avevano ripetutamente affermato, sulla autoregolamentazione del sistema finanziario entro un ambito regolamentare leggero. Di questo, la reazione americana e inglese alla crisi attuale è solo l' ultimo e più eclatante esempio

Si credeva che la tutela del risparmio, che aveva informato le riforme degli anni trenta, potesse essere da parte dello stato ridotta all' ambito delle fasce sociali più deboli e che i forti potessero essere lasciati a badarsi da soli. Ci si è invece visti costretti, molto spesso, a invocare la protezione dei più deboli per cavare i più forti dalle peste nelle quali si cacciavano ripetutamente.

Un nuovo modello di regolamentazione deve dunque affrontare direttamente e senza infingimenti il problema del rischio morale posto in essere dall' accumularsi di successivi episodi di risoluzione delle crisi mediante impiego di denaro pubblico e con l' intervento diretto dei regolatori in funzione di salvatori del sistema e di singoli suoi componenti. In particolare, dopo la crisi in corso, e dopo i probabili sviluppi che essa potrà conoscere, sarà veramente difficile mantenere la credibilità della nozione che non ci sono operatori di mercato troppo grandi per fallire. E' noto, ad esempio, che già da qualche anno le società di rating hanno sviluppato modelli che, secondo loro, permettono di valutare la probabilità che una banca ha di essere aiutata, in caso di bisogno, dalle proprie autorità nazionali. Naturalmente, quelle che mostrano un parametro elevato, ricevono dalle società un rating più elevato.

Si tratta, evidentemente, di uno sviluppo patologico, che ben mostra quanto si sia deteriorata la filosofia di base sulla quale si credeva che il sistema stesso si fondasse.

Quali lezioni per l'Europa? Se si vuol essere pessimisti, prescindendo da articolati accordi intercontinentali, che appaiono improbabili, anche se richiesti ormai a gran voce dai podi più elevati, come l'assemblea dell'ONU, è necessario prendere misure, a livello europeo, che vadano nella direzione di una unificazione della vigilanza, stabilendosi quando verrà il momento se essa debba essere affidata alla BCE o a una istituzione da essa separata. Coloro che difendono la seconda ipotesi rischiano di apparire nella stessa luce di coloro che sostengono che il prestatore di ultima istanza deve intervenire ad aiutare banche illiquide ma non banche insolventi. E' quasi impossibile, infatti, tenere nei fatti separate le due istituzioni, quella monetaria e quella di vigilanza, anche se le si pone in paesi diversi dell'Europa. L'importante è che entrambe siano isolate dalla influenza dei governi nazionali o anche di quel governo comunitario che si riesca a creare.

Certo sia la BCE che la istituzione europea di vigilanza devono esprimere una filosofia indipendente da quella delle istituzioni sorelle degli Stati Uniti. Possono coincidere, ma devono essere frutto di elaborazioni indipendenti che siano espressione delle peculiarità delle istituzioni finanziarie europee e dell'intero sistema economico e di valori dell'Europa.

Anche se l'Europa riesce a esprimere una vigilanza comune, resta il fatto che le nostre istituzioni finanziarie e reali non potranno isolarsi da una tendenza mondiale alla concentrazione della ricchezza, che si è manifestata con particolare violenza nell'ultimo decennio e che è poi quello che ha in buona misura indotto i comportamenti finanziari ricordati (se si eccettua l'espansione dei mutui sub prime, che però è anch'essa una reazione alla tendenza stessa, un tentativo di tenere in piedi due modelli che si escludono a vicenda, quello della concentrazione della ricchezza e quello precedente della sua diffusione, il modello "russo - saudita" e quello col quale gli Stati Uniti si sono nell'ultimo secolo, guadagnati la simpatia del mondo intero. I mutui sub prime, in fondo, sono l'equivalente finanziario di Walmart e della IKEA).

Ora la decisione di Goldman Sachs e Morgan Stanley di diventare banche commerciali e probabilmente comprarsi qualche banca ricca di depositi e di sportelli, che è stata preceduta dall'acquisto da parte della Deutsche Bank del bancomat tedesco e da quella di Mediobanca di dar vita a una banca telematica per raccogliere depositi seguendo il modello del Conto Arancio di ING, dovrebbero mostrare che i protagonisti del sistema credono che si stia voltando pagina e tornando dal mercato agli intermediari.

Se è veramente così. L'Europa, col suo sistema finanziario in cui le banche prevalgono ancora sui mercati, con il suo conservatorismo in fatto di mutui immobiliari, con la capacità dimostrata anche di recente in Francia e Germania, di riuscire a lavare i panni sporchi in casa, dovrebbe trovarsi avvantaggiata rispetto agli Stati Uniti e in grado di reggere la concorrenza che viene da sistemi finanziari come quello cinese, enormemente ricco di riserve e ancora fortemente dirigistico.

Alla fine, la domanda centrale resta la seguente:

vogliamo che in Europa si rafforzino, visto che ci tocca navigare in un oceano permanentemente in tempesta, le grandi istituzioni, che hanno maggiori qualità di resistenza, mettendo da parte tutta la filosofia, ad esempio, della Corte di giustizia UE, ma anche della Commissione e di qualche paese, come l'Italia, di incoraggiamento positivo alla concorrenza e alla trasparenza? Le regole IAS che si sono appena introdotte, ad esempio, devono essere modificate per quanto riguarda il "marking to market" degli attivi bancari? A ottenere un ritorno all'antico sembrano diretti sforzi finora subacquei dei grandi gruppi bancari di Francia, Germania e persino Gran Bretagna, che diverranno forse più espliciti se si aggraverà ulteriormente la crisi americana. O dobbiamo invece fare per il settore finanziario quel che si è fatto per quello del trasporto aereo, in cui Francia e Germania hanno permesso che le proprie compagnie di bandiera abbiano quote

elevatissime del mercato nazionale ed esprimano grazie a ciò dinamismo intercontinentale e capacità concorrenziali elevate, o dobbiamo fare come l' Italia, che ha liberalizzato favorendo la creazione di numerose piccole compagnie incapaci di sopravvivere e ha permesso che la quota di mercato nazionale della compagnia di bandiera si riducesse al 30%? E' una domanda retorica e fatta a posteriori, ma resta l' interrogativo di fondo, se si vuol scegliere la via da intraprendere per lo sviluppo di un sistema finanziario europeo integrato in uno mondiale che vedrà il "modello cinese" probabilmente prevalere su quello che le autorità americane, quelle italiane e la corte di giustizia europea percepivano come quello giusto. Vogliamo o no un neo-mercantilismo a scala europea, visto che i maggiori sistemi economici coi quali ci confrontiamo, a partire da quello americano, sembrano andare decisamente in quella direzione?