

I titoli tossici e l'asma della politica

di Fabrizio Galimberti

Prima era una crisi finanziaria. Poi una crisi finanziaria assortita da tremori reali. Ma ieri si è aggiunto il terzo braccio della croce, la crisi politica. Il re è nudo e i panni scoperti disvelano l'inabilità di un sistema politico americano sotto elezioni a raggiungere un accordo per scongiurare il disfacimento del sistema finanziario. Piccoli cabotaggi elettorali hanno impedito al carro dei pompieri di raggiungere le terre riarse dei mercati, dove ogni scintilla può scatenare un incendio. Ma prima di raccontare c'è bisogno di capire. Perché era ed è necessario un "piano Paulson"? E perché questo pronto soccorso da 700 miliardi di dollari ha destato fiere ripulse ideologiche? Per capire bisogna partire dal pericolo che incombeva sui mercati finanziari.

Niente di più semplice che prendere un caffè al bar. Ma il barista chiede di essere pagato prima di offrire la tazzina fumante, mentre il cliente vuole il caffè prima di pagare. Tutti e due, col braccio a mezz'aria, si immobilizzano e la transazione non viene consumata. Scenario assurdo? Certo. Ma questa assurdità ci ricorda che il 99% delle transazioni economiche nel mondo avviene sulla base della fiducia. Se viene meno la fiducia, tutto si ferma. Nei mercati finanziari americani - e non solo - la fiducia era sparita in segmenti importanti, e prima di tutto nelle transazioni interbancarie: il desiderio di una più alta "giacenza media" di liquidità e la sfiducia nella solidità delle controparti faceva impennare i tassi interbancari.

Dietro questa sfiducia vi era la questione dei "titoli tossici" presenti nelle attività di tanti istituti finanziari. Una presenza che, creando diffidenze e minusvalenze, minacciava di bloccare l'attività di prestito inaridendo la linfa vitale del credito. Questi titoli, che negli anni passati erano stati emessi in quantità orgiastiche - migliaia di miliardi di dollari - avevano dietro mutui immobiliari e altri prestiti cartolarizzati.

Questi titoli erano stati strutturati in modo così complesso che era difficile valutarli, e il loro prezzo soffriva della "sindrome della mela marcia". Basta andare al mercato e vedere come i clienti, sulle bancarelle di frutta, guardano e tastano le mele: se una, anche senza essere marcia, è intaccata, viene messa da parte, anche se potrebbe essere buona al 95 per cento. Ebbene, per quei titoli si era creata una dissociazione fra valore e prezzo. La presenza di mutui subprime fra i prestiti cartolarizzati in quei titoli creava un rifiuto totale, anche se questa presenza era piccola come la tacca della mela.

Per capire questa dissociazione fra valore e prezzo basta riportarsi a quanto osserva la Bank of England prima di introdurre lo Special Liquidity Scheme, una procedura che permetteva alla Banca centrale di farsi dare dalle banche quei titoli poco liquidi e dare in cambio Treasury Bills liquidissimi: la BoE osserva come i bassi prezzi che il mercato attribuiva a quei titoli implicavano due cose: insolvenza di tre quarti dei mutui sottostanti, e solo metà del valore residuo del prestito recuperabile vendendo l'immobile in garanzia; uno scenario che Marco Onado (sul Sole 24 Ore del 3 maggio scorso) definì giustamente «da catastrofe biblica, non da crisi economica».

Insomma, queste difficoltà di valutazione (che non sono altro che una variante della sfiducia) configuravano un vero e proprio "fallimento del mercato": il mercato non riusciva più, attraverso il normale processo a tentoni di scoperta del prezzo, ad attribuire un valore che non fosse predicato su "catastrofi bibliche". Come si conviene in ogni situazione di fallimento del

mercato (dalla fornitura del bene pubblico "difesa" alle esternalità da inquinamento) la sola via d'uscita è l'intervento pubblico. Naturalmente - e qui stanno le prime difficoltà ideologiche - accettare l'intervento vuol dire accettare l'esistenza di un massiccio fallimento del mercato, proprio in quel mondo della finanza che si credeva dominato dalla razionalità (tante bolle dei mercati azionari avevano dimostrato il contrario, ma qui si trattava dell'implosione di un grosso mercato obbligazionario). E c'erano altre difficoltà ideologiche: per lo Stato intervenire facendosi carico dei titoli tossici vuol dire, quasi per definizione, pagarli più del valore di mercato; anche se questo non è un valore attendibile, pagare un titolo più di quel che costa sembra configurare un sussidio, con tutte le conseguenze sul «salvare gli squali di Wall Street mentre tanti soffrono per evitare il pignoramento delle case». Il compromesso che si profilava cercava di risolvere il problema con varie forme di assistenza a mutuatari in difficoltà e dando al Governo dei warrant sulle banche "salvate", ciò che in futuro potrà portare in attivo il conto del salvataggio (che già poteva contare sul fatto che i titoli tossici, comprati in un'ottica di "tenerli fino alla fine" varranno quasi certamente alla scadenza più di quanto sono costati, e intanto il Governo avrà avuto un flusso di interessi maggiore del costo del debito pubblico emesso per l'acquisto). Ma la paura di essere additati come i "salvatori dei ricchi" ha fatto premio sulla responsabilità.

Paradossalmente, e malgrado le angoscianti circostanze, è proprio la gravità potenziale della crisi - il crollo dei mercati finanziari - che rende inevitabili soluzioni delle quali piano del Tesoro Usa era ed è un tassello importante (sono da sottolineare anche le norme sui limiti alla leva finanziaria, sui margini e sulla sospensione del mark to market). E vero che si è andati rischiando la catastrofe, ma anche vero che l'umanità, quando sia messa con le spalle al muro, diventa tutto sommato ragionevole e la potenza di fuoco delle autorità monetarie è praticamente illimitata. Da questa crisi finanziaria se ne uscirà, anche se non è finita: restano da gestire il processo di riduzione dell'insana leva finanziaria, mentre la ricapitalizzazione delle banche, che è iniziata, ha ancora strada da fare. Ma ha ragione il Governatore della Banca centrale del Canada Mark Carney; quando dichiarava, pochi giorni fa, che i prossimi mesi porteranno «altre perdite e grossi consolidamenti nell'industria finanziaria», annotando tuttavia che «fortunatamente, perfino questa feroce tempesta ha un risvolto positivo: la sua natura catartica è la forte risposta di politica economica che ha innescato possono segnare l'inizio della fine per una crisi che da 14 mesi ha tenuto in scacco il sistema finanziario globale».