

Il ritorno della “mano visibile”

di Paolo Guerrieri

La peggiore crisi finanziaria dopo gli anni '30 ha spinto il Governo americano a proporre un piano di salvataggio del sistema finanziario senza precedenti. Il suo esito finale è tutt'altro che scontato e difficile oggi da valutare. È comunque certo che condizionerà le sorti dei mercati finanziari di tutto il resto del mondo e per un lungo periodo.

Sono stati, soprattutto, i drammatici avvenimenti delle ultime due settimane e la quasi certezza di essere ormai a un passo dal completo collasso del sistema finanziario americano a convincere l'Amministrazione Bush, d'intesa con la Federal Reserve, ad annunciare un pacchetto di misure d'emergenza a breve e medio termine, di cui la più rilevante è l'imponente intervento diretto a salvare e cercare di stabilizzare il sistema finanziario. Per quanto trapelato fino ad oggi – i dettagli operativi saranno messi a punto in questi giorni – si tratta della reazione di un maxi-fondo pubblico dove far confluire nei prossimi due anni le attività finanziarie illiquide – i cosiddetti titoli ‘tossici’ - detenuti oggi nei bilanci delle società finanziarie e delle banche, per poi cercare di smaltirli nel tempo allorché i mercati si saranno ripresi e saranno in grado di riassorbirli.

Si pensa così di alleggerire le istituzioni finanziarie di questi pesanti fardelli e metterle in condizione di ripartire e operare a favore dell'economia. La prossima settimana il Congresso si dovrebbe riunire per approvare le nuove misure. Il costo stimato degli acquisti è davvero enorme e si aggirerebbe intorno a 700 miliardi di dollari secondo la richiesta avanzata dal Ministro del Tesoro al Congresso alla fine della scorsa settimana. Si tratterebbe di un nuovo pesante aggravio per il debito pubblico americano - che con gli ultimi salvataggi è salito a circa l'80 per cento del Pil - che verrebbe poi riversato sui contribuenti americani sotto forma di tasse o di maggiore inflazione.

Il maxi-salvataggio americano

Il primo commento da fare è che si tratta certamente di un passo necessario, che va nella giusta direzione, come dimostrano anche le prime reazioni euforiche di Wall Street e delle borse di tutto il mondo in questi giorni. Soprattutto, perché serve a placare l'incertezza e la paralisi che dominano oggi i mercati. È arrivato molto tardi, semmai, dopo che in tutti questi mesi Henry Paulson e Ben Bernanke, i titolari del Tesoro e della Federal Reserve, avevano continuato ad agire caso per caso, in interventi e salvataggi ad hoc, del tutto privi di un disegno coerente e nell'illusione che gli operatori privati ce l'avrebbero fatta da soli con l'aiuto di tassi di interesse più bassi e di liquidità più abbondante. Le misure annunciate, viceversa, riconoscono la necessità di un approccio di sistema nei confronti di una crisi che ormai da tempo aveva assunto natura sistemica. È una soluzione, d'altra parte, che era stata proposta già molti mesi fa dall'ex presidente della Federal Reserve Paul Volcker insieme ad altri economisti, allorché erano già evidenti la gravità degli eventi e i rischi di una crescente instabilità finanziaria.

Tutto a posto, dunque? Purtroppo no. Gli effetti positivi o meno degli interventi proposti dipenderanno in misura determinante da come verrà fatto funzionare il futuro maxi-fondo e dalle scelte che verranno effettuate, nelle prossime settimane e mesi, in tema di modalità del suo finanziamento, prezzi di acquisto delle attività illiquide da rilevare, capacità di gestione diversificata degli stessi titoli, loro ricollocazione sui mercati, solo per citare alcuni degli aspetti più rilevanti. È vero che si stanno riproponendo oggi alcune misure già adottate alla fine degli anni '80 allorché si affrontò la crisi delle casse di risparmio americane con la creazione di una struttura, chiamata Resolution Trust Corporation (Rtc), che raccolse i titoli delle istituzioni fallite per poi venderli in

modo ordinato. Ma quell'esperienza, per quanto positiva, sarà una scarsa guida per l'immediato futuro: la scala dell'attuale intervento è in effetti molto più elevata – secondo alcune stime il costo complessivo potrebbe arrivare fino a millecinquecento miliardi di dollari, pari ad oltre il 10% del Pil americano; e poi il contenuto delle misure proposte è profondamente diverso. La Rtc gestì prevalentemente crediti commerciali, immobiliari mentre oggi si dovranno negoziare titoli di debito estremamente complessi, fatti di strumenti derivati a più strati, del tutto separati dai rapporti di credito da cui hanno tratto origine.

La stabilità finanziaria è un bene pubblico

Una ritrovata stabilità finanziaria dell'economia americana è dunque ancora un obiettivo relativamente distante e difficile da raggiungere, perché legato all'interazione virtuosa di più variabili in un contesto che è difficile per tutti oggi prevedere. Tanto più che gli interventi annunciati in questi giorni si ripromettono di intervenire, al meglio, sugli effetti ultimi della crisi. Restano da affrontare con altrettanta determinazione anche le cause di tutto ciò che è avvenuto, se si vorrà rimettere in piedi un sistema finanziario stabile in grado di assorbire gli shock.

Non possiamo ricostruire qui le complesse e intricate vicende che hanno portato al collasso dei mercati finanziari. Si può comunque affermare che l'assoluta inadeguatezza dell'insieme di regole e controlli della finanza americana figura tra le maggiori cause della crisi in corso. Grazie alle varie ondate di liberalizzazioni degli ultimi venti anni, nel sistema finanziario americano hanno convissuto e hanno finito sempre più per intrecciarsi un sistema bancario tradizionale, soggetto a regole, e un sistema bancario 'ombra', privo per molti versi di regolamentazione, fatto di banche d'investimento e disinvolute società finanziarie. È un intreccio da cui sono scaturiti, anche in virtù della politica monetaria oltremodo 'accomodante' dell'era di Alan Greenspan, perversi incentivi e opportunità straordinarie di profitto, legati all'assunzione di rischi sempre più elevati e incontrollabili, frutto di modelli sofisticatissimi rivelatisi poi del tutto inaffidabili.

Come avvenuto altre volte, tutto è sembrato procedere per il meglio finché non è esplosa la bolla speculativa (in questo caso più d'una) e si sono prodotte condizioni di illiquidità e insolvenza di massa. Una situazione di panico e di paralisi dei mercati finanziari a cui – come ci insegna la storia di questi ultimi due secoli - solo un massiccio intervento esterno dello Stato è in grado a un certo punto di porre riparo. Pur se a costi elevatissimi, ovviamente, per l'intera collettività.

Se c'è dunque una lezione da trarre per il futuro è quella di archiviare al più presto – e si spera per un bel po' di tempo – l'ideologia dominante di questi anni, ovvero quella di mercati finanziari in grado di autoregolarsi, grazie alla razionalità dei comportamenti di chi vi opera. Se è vero che i mercati sono strumenti efficienti per la raccolta e l'allocazione dei capitali, è anche vero che il loro funzionamento, in determinate circostanze, può generare il classico problema di un'azione collettiva – ampiamente trattato nella letteratura – per cui scelte autonome e razionali dei singoli attori, nel sommarsi, producono un risultato complessivo del tutto irrazionale e deleterio per la stabilità-sopravvivenza dello stesso sistema. La grave crisi finanziaria in corso ne è un esempio evidente. Un'efficace regolazione pubblica – una sorta di 'mano visibile' delle autorità pubbliche - è dunque necessaria per il buon funzionamento dei mercati finanziari proprio perché le forze che vi operano possano svolgere al meglio i loro compiti di selezione e allocazione delle risorse. Tutto ciò, ovviamente, non perché si possa ambire a eliminare per sempre le crisi finanziarie; ma per cercare di ridurne, soprattutto attraverso l'opera di prevenzione, portata e conseguenze.

Regole globali per una finanza globale

La finanza americana avrà dunque bisogno di radicali e profonde riforme, ed in particolare di un nuovo assetto delle regole e della vigilanza, anche se si vorrà cautela per evitare, come reazione alla crisi in corso, un eccesso di regolazione. La nuova regolamentazione, che dovrà essere più severa e

meno frammentata, andrà estesa alle varie componenti del sistema finanziario, soprattutto a quel sistema bancario 'ombra' che ha potuto operare indisturbato in tutti questi anni appropriandosi di immensi profitti e scaricando sui contribuenti i costi delle cattive gestioni, anche grazie alle connivenze di agenzie di rating che si sono adoperate per esaltare i rischi anziché governarli. Un compito che spetterà, a questo punto, al nuovo Presidente americano e alla sua nuova Amministrazione.

Tutto ciò è auspicabile ma, se si guarda all'economia mondiale nel suo insieme, non sarà sufficiente. La finanza è oggi un'attività globale. Anche quest'ultima crisi ha avuto natura e conseguenze mondiali, con rilevanti effetti che si sono prodotti al di fuori dei confini statunitensi, generando pesanti ripercussioni negative su tutto il resto del mondo. Anche perché il sistema di regole che ha accompagnato in questa fase la globalizzazione dei mercati finanziari si è rivelato debolissimo, se non del tutto fallimentare. Anch'esso andrà rinnovato e rafforzato, anche con la creazione di un'autorità di controllo dotata di poteri sovranazionali; o quantomeno con una cooperazione stretta tra le autorità di sorveglianza delle diverse aree.

Vedremo nei prossimi mesi se gli interessi convergenti di molti paesi riusciranno a premere in questa direzione. In particolare vedremo cosa sapranno proporre i paesi europei, che stanno pagando un costo pesantissimo alla crisi, anche per una carenza di controlli e di vigilanza che ha poco da invidiare agli Stati Uniti.

Il peso dell'Ue nel sistema finanziario internazionale è assai significativo. Malgrado ciò il ruolo dell'Europa nel plasmare il sistema di regolazione finanziaria rimane modesto. L'Europa avrebbe sufficiente massa critica non solo per definire standard e regole comuni, ma anche per farli diventare globali se condivisi con gli Usa. La definizione di standard globali sarebbe la migliore premessa per fornire le basi di una gestione più solida del sistema finanziario internazionale, oltretutto per evitare in futuro reazioni protezionistiche e atteggiamenti interventisti sia da parte dei paesi industriali che da parte dei nuovi paesi emergenti. E all'attività di regolazione dovrebbe affiancarsi una sorveglianza europea più forte e soprattutto meno frammentata rispetto ad oggi. Tutto ciò è necessario, se si vorranno mantenere anche in futuro i vantaggi dell'interdipendenza e dell'apertura delle nostre economie.