

Mark-to-market, quella regola da sospendere

di Luigi Zingales

Wall Street festeggiò una settimana fa il salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac con un +2.5%. Due giorni fa, lo stesso mercato ha accolto la decisione del Tesoro americano e della Fed di lasciare fallire Lehman con un -44%, mentre ieri è risalito nella speranza di un annuncio opposto sul colosso assicurativo Aig. Dobbiamo interpretare questo andamento come una bocciatura della Fed e del Tesoro da parte del mercato? Cosa significa questa reazione della Borsa per il futuro dell'economia americana?

Nell'interpretare la reazione del mercato come valutazione della bontà di una decisione bisogna considerare due fattori. Innanzitutto, la Borsa valuta il valore delle azioni, non le prospettive future di crescita economica. Se il Governo imponesse una tassa a tutti i cittadini per sussidiare le imprese quotate, il mercato azionario sicuramente festeggerebbe la decisione con un rialzo, ma non per questo si tratterebbe di una decisione vantaggiosa per il Paese. Ed è questo il caso del salvataggio di Bear Stearns e di Fannie e Freddie, dove le tasche dei contribuenti sono state usate a sostegno del mondo finanziario. In secondo luogo, la reazione del mercato non riflette solo l'opinione dagli operatori su una decisione, ma anche l'informazione che questa decisione trasmette. Se un medico annuncia che deve amputare un arto per evitare che la cancrena si diffonda, è difficile che il paziente gioisca, ma questo non vuol dire che la decisione del medico sia sbagliata. Significa solo che il paziente è addolorato dall'informazione che questa decisione fornisce sulla la gravità del suo stato. E purtroppo questo è lo stato del mercato finanziario americano. La scelta del Tesoro e della Fed di non intervenire è stata giusta e coraggiosa. Ma mette in evidenza la situazione difficile e il rischio che la cancrena si diffonda all'intero sistema.

E' stata una decisione giusta perché un eventuale salvataggio di Lehman avrebbe aumentato la convinzione che il Governo sia sempre pronto a socializzare le perdite, con conseguenze politiche ed economiche molto negative. Ma ancora di più perché il Tesoro non ha le risorse per salvare tutte le banche in crisi. Negli ultimi mesi il costo di assicurarsi contro un'insolvenza del Governo Usa è salita dallo 0,01% allo 0,15%, il doppio di quello che costa assicurarsi contro un'insolvenza del Governo tedesco. Anche il Tesoro americano ha una capacità limitata.

La reazione del mercato è dovuta al fatto che la scelta di non intervenire su Lehman mette in evidenza quanto profonda sia la crisi. La cancrena che sta progressivamente distruggendo il sistema bancario Usa è una nuova variante di una vecchia malattia chiamata "debt deflation".

Tradizionalmente la debt deflation funzionava così. Prima investimenti sfortunati, che producono forti perdite. Per fronteggiare queste perdite, gli operatori più indebitati si trovano a dover liquidare parte delle loro attività. Se a trovarsi in questa situazione sono in molti, però, i prezzi delle attività da loro detenute scendono sotto la pressione dell'offerta.

La caduta dei prezzi non fa che aumentare le perdite, riducendo la solvibilità e aumentando la necessità di ulteriori vendite. E la spirale negativa continua.

La nuova variante di questa malattia non richiede neppure che le perdite siano realizzate. I principi contabili oggi richiedono di riconoscere tempestivamente la differenza tra il valore di mercato e quello di libro ("mark-to-market"). Un principio sacrosanto, che però può rivelarsi pericoloso quando queste perdite sono generalizzate. Visto l'uso aggressivo della leva finanziaria da parte del settore bancario, perdite puramente contabili hanno effetti devastanti su capitale regolamentare e rating: in media una riduzione nel valore dell'attivo del 2% si traduce in una riduzione del capitale del 24%. Per mantenere il rapporto tra impieghi e capitale ai livelli minimi richiesti dagli accordi internazionali o dalle agenzie di rating, le banche hanno solo due opzioni: emettere azioni o liquidare parte del loro attivo. Se la prima opzione non è percorribile, la seconda può innescare una debt deflation.

Per fermarla, la Fed ha fatto di tutto per offrire liquidità al sistema bancario. E' la medicina giusta per la versione tradizionale della debt deflation. La liquidità evita che le banche siano costrette a vendere per far fronte alle richieste di pagamento, bloccando la spirale sul nascere. Ma poco può la liquidità contro la nuova variante della malattia. Anche se una banca non è costretta a vendere per fronteggiare i bisogni di liquidità, è sempre costretta a riconoscere le perdite. La combinazione del mark-to-market imposto dai principi contabili e dei requisiti minimi di capitale richiesti dagli accordi di Basilea o dalle agenzie di rating fa sì che la spirale possa cominciare anche quando le banche hanno ampio accesso al credito della Banca centrale, come nel caso di Lehman.

Per fermare la cancrena, le linee di credito non bastano più. C'è bisogno di una manovra più aggressiva, per quanto possa essere dolorosa e contraria ai principi che regolano il sistema in situazioni normali. Bisogna sospendere temporaneamente il mark-to-market, almeno per quanto riguarda le attività nel settore più colpito dalla crisi e quindi meno liquido: quello dei mutui. Una scelta pericolosa è difficile, ma l'unica che possa bloccare questa spirale negativa. Il mark-to-market risponde ad una necessità di trasparenza. Senza di esso le imprese possono ingannare gli investitori. Ma in questo momento il suo effetto è più negativo che positivo. Anche le regole migliori hanno le loro eccezioni.