



www.lavoce.info

Finanza

RICETTE CHE NON RISOLVONO LA CRISI

di [Pietro Reichlin](#) 26.09.2008

La crisi finanziaria deriva dalla bolla speculativa sul mercato immobiliare e dalla mancata regolamentazione delle banche d'investimento. Per questo la risposta non è né la riproposizione di politiche keynesiane né l'abolizione del mercato degli strumenti finanziari o il ritorno ai sistemi basati sulla banca tradizionale. Si tratta, piuttosto, di trovare meccanismi di regolazione che responsabilizzino gli intermediari e riducano i rischi di crisi sistemiche. Ricordando che anche i sistemi finanziari europei e giapponesi hanno altri gravi difetti.

Si leggono sui giornali molte cattive interpretazioni della **crisi finanziaria** che ha colpito gli Stati Uniti. Tra queste, la più popolare ha il seguente contenuto: il mercato e la globalizzazione hanno fallito, è necessario tornare alle politiche keynesiane o al New Deal. Secondo Giulio Tremonti, la risposta alla crisi è l'istituzione di un "fondo sovrano europeo" che, come la Cassa depositi e prestiti, si impegni a finanziare grandi opere pubbliche e infrastrutture.

RISPOSTE SBAGLIATE

Queste interpretazioni sono dannose perché spostano l'attenzione dai problemi veri che dovrebbero essere affrontati. La crisi finanziaria deriva dalla bolla speculativa sul mercato immobiliare e dalla mancata regolamentazione delle banche d'investimento. Le **ricette fiscali keynesiane** possono essere la cura temporanea di una recessione dovuta a un peggioramento delle aspettative delle imprese e a un eccesso di risparmio. Viceversa, in questo caso è necessario trovare il modo di rimettere ordine nel sistema finanziario per evitare una stretta creditizia. La crisi è nata e va risolta all'interno del mercato finanziario: ai politici e alle autorità di controllo è richiesto di migliorare la regolamentazione del sistema e trovare criteri per responsabilizzare gli intermediari.

Il **fondo sovrano europeo** sul modello della Cassa depositi e prestiti va contro l'obiettivo di una migliore regolamentazione del sistema. Come la Cassa, anche Fannie Mae e Freddie Mac si finanziavano sul mercato a tassi d'interesse bassi, in virtù delle garanzie implicite offerte dallo Stato. Grazie a questo privilegio, hanno amplificato gli impieghi e le cartolarizzazioni dei mutui, sottovalutando i rischi sottostanti. Il risultato è che hanno dovuto chiedere soldi ai contribuenti quando il valore dell'attivo è crollato. Naturalmente, lo scopo della garanzia statale è moralmente ineccepibile: aumentare il numero di americani che posseggono un'abitazione (nel caso di Fannie Mae e Freddie Mac) o aumentare le infrastrutture del paese (nel caso della Cassa depositi e prestiti). Tuttavia, la garanzia statale distorce il mercato e deresponsabilizza i manager.

Cosa dire, poi, delle accuse alla **globalizzazione**? In realtà, la crisi dei mutui americani non ha avuto ancora effetti negativi sui paesi emergenti che, a causa della globalizzazione, sono diventati



www.lavoce.info

investitori netti sui mercati dei capitali internazionali e possono aiutarci a uscire dalla crisi. Non assistiamo né a fughe transnazionali di capitali, né a una particolare volatilità degli spread tra i tassi d'interesse nazionali. È vero che, se gli Usa fossero un mercato chiuso rispetto al resto del mondo, nessuna banca europea dovrebbe fare i conti con la crisi delle banche americane. Tuttavia, poiché i rischi sono distribuiti su una platea di risparmiatori mondiale, anziché nazionale, abbiamo maggiori possibilità di assorbire lo shock provocato dalla crisi.

VANTAGGI E RISCHI DELLA CARTOLARIZZAZIONE

Per capire come va riformato il sistema finanziario bisogna considerare che la crisi finanziaria del 2008 segna una forte battuta d'arresto del sistema basato sulla trasformazione dei crediti in prodotti finanziari scambiati sui mercati in regime di concorrenza tra distributori (*securitization*). Le cartolarizzazioni e gli strumenti derivati (come i Cdo e i Cds) hanno il vantaggio, in tempi normali, di offrire maggiore assicurazione agli investitori e di aumentare la sopportabilità dei rischi. Tuttavia, si è dimostrato che possono scoraggiare l'**attività di monitoraggio** delle banche, diminuire la trasparenza e aumentare le probabilità di rischio sistemico (i fallimenti "a cascata" delle istituzioni finanziarie). Per la verità, il rischio sistemico esiste anche nei sistemi finanziari dell'Europa continentale (centrati sulla banca tradizionale) ed esisteva prima che fossero inventati i derivati. Tuttavia, è più difficilmente arginabile quando, come negli Usa, una gran parte dell'intermediazione finanziaria si concentra nelle istituzioni che hanno il privilegio di non essere soggette a regolamentazione.

Gli Stati Uniti sono un paese dove si fa molta **innovazione** e la crisi dimostra che, qualche volta, la sperimentazione fallisce e provoca gravi danni, soprattutto quando le autorità di vigilanza dei mercati sono impreparate. Non bisogna dimenticare, tuttavia, che la diffusione dei nuovi strumenti finanziari ha consentito, per molti anni, di allargare enormemente la platea di chi può beneficiare di un credito poco oneroso. Nel passato e, ancora oggi, nei paesi con una struttura finanziaria arretrata, il credito viene concesso solo a chi ne ha poco bisogno: i ricchi e le grandi imprese. Dagli anni Ottanta in poi, la **platea dei debitori** si è estesa alle famiglie appartenenti a ceti medio-bassi, alle piccole imprese, ai paesi in via di sviluppo. Anche l'Italia ha tratto vantaggio dai derivati. Il famoso *hedge fund* Ltcm, che fallì nel 1998, ha ricavato gran parte dei suoi guadagni scommettendo sull'entrata del nostro paese nel sistema monetario europeo. In sostanza, il fondo si indebitò per acquistare una gran quantità di titoli di stato italiani e vendere titoli di stato tedeschi in un anno, il 1997, in cui molti pensavano che saremmo rimasti fuori dal Sistema monetario europeo.

In conclusione, la risposta alla crisi finanziaria non è l'abolizione del mercato degli strumenti finanziari, né un ritorno ai sistemi basati sulla banca tradizionale. Si tratta, piuttosto, di trovare **meccanismi di regolazione** che responsabilizzino gli intermediari e riducano i rischi di crisi sistemiche. D'altra parte, i sistemi finanziari europei e giapponesi hanno altri gravi difetti, come i conflitti d'interesse generati dal fatto che le banche, al contempo, partecipano al capitale di rischio delle imprese e offrono strumenti finanziari alle famiglie (vedi casi Cirio, Parmalat, e così via). In questo modo non dirigono il risparmio verso i progetti d'investimento più profittevoli e generano costi sociali ingenti, anche se questi ultimi non si manifestano in modo così drammatico come avviene in Usa.