

«Troppo facile sparare sui derivati»

Intervista a Jean Tirole di Mario Margiocco

«Tutte le scappatoie che le vecchie regole lasciavano sono state ampiamente sfruttate, e abbiamo visto i risultati», dice Jean Tirole, 55 anni. Direttore della Scuola di economia di Tolosa, in Francia, di formazione Mit dove tuttora insegna, ex presidente della European economic association, Tirole è fra i massimi esperti mondiali di regole finanziarie. Sulle nuove regole si sta giocando soprattutto negli Stati Uniti una partita cruciale, per ora non chiarissima.

Si tratta di rimettere su binari accettabili cartolarizzazioni e derivati, i due grandi pilastri della nuova finanza, due tecniche finanziarie che avevano creato un mercato Otc (Over the counter, fra due parti e senza regole) da 600mila miliardi di dollari, con relative laute commissioni bancarie. Queste pagate sul nozionale, cioè sulla somma dei contratti, oggi potenzialmente 450mila miliardi, equivalente a un sottostante reale di circa 30mila miliardi. Le banche cercano di salvarne il più possibile, naturalmente, perché è l'unica oggi fonte interessante di utili corposi. Ma c'è anche chi dice che occorrerebbe, per far ripartire questi mercati come sta avvenendo, avere un'analisi chiara e condivisa delle cause del disastroso 2007-2008, in modo da evitare le grandi trappole in cui invece il sistema è cascato.

«Sarebbe molto meglio se invece di concentrarci su come risollevarne un'istituzione finanziaria fallita - dice Lynn Stout, docente della Law School della Ucla, in California, specializzata in normativa finanziaria - ponessimo più attenzione su come evitare che le banche si mettano in condizione di fallire». Ma la spinta da Wall Street è al momento quella di ripartire. Anzi, il mercato è già ripartito, e il Tesoro di Washington vede ovviamente con favore la ripresa di fonti di liquidità per gli istituti malconci. Il risultato, però, è che al momento le regole le stanno riscrivendo soprattutto le grandi banche, che vogliono mantenere un club ristretto di operatori Otc, dove la sola JP Morgan controlla quasi il 50% del mercato.

Solo per alcuni derivati, e nella versione standardizzata, cds in particolare, è prevista al momento una clearing house. In posizione vincente è l'Intercontinental exchange, Ice, che con l'appoggio del ministro del Tesoro Tim Geithner ha battuto la concorrenza Nyse e Cme, il Chicago mercantile exchange. L'Ice è strettamente legato alle maggiori banche di Wall Street, con le quali diventerà i profitti. Per il resto del mercato resterà la formula Otc classica, oppure via alcuni Central counterparty (Ccp), una sorta di terreno neutro fra i due contraenti. Il ruolo di Ccp, si prevede, verrà assicurato dalle attuali grandi banche.

Nel dibattito che sul tema generale della crisi si sta conducendo sulle pagine del Sole 24 Ore si confrontano due tesi. Chi dice che il 2007-2008 ha rappresentato un incidente di percorso, pesante ma recuperabile. E chi sostiene invece che occorre cambiare, e che il capitalismo finanziario non potrà essere più lo stesso. Occorrono regole migliori e più stringenti a volte, ma il mercato non va messo in una camicia di forza, è la tesi di Tirole.

In Europa, dove due giorni fa la Commissione Ue ha presentato le sue linee d'azione, più che le regole è mancata a volte la loro applicazione, che ha consentito ad esempio a numerose banche di indebitarsi all'eccesso, in alcuni casi più che negli Usa. Negli Stati Uniti invece si è assistito da oltre 20 anni a un attacco alle regole, che erano state in gran parte scritte o comunque ispirate da principi adottati durante il New Deal. E al momento, dato il peso di Wall Street a Washington, non c'è

chiarezza, nonostante gli impegni in sede di G-8 e G-20. «Le banche sono di nuovo all'attacco in fatto di pressioni politiche, e vedono le nuove regole in modo molto chiaro: nulla di veramente significativo», dice Simon Johnson, docente al Mit, ex capo economista Fmi, consulente del Congresso e uno dei critici più decisi di Wall Street e di Geithner.

Jean Tirole è uno dei massimi esperti mondiali sulle regole finanziarie, tema sul quale ha dibattuto recentemente anche alla Fondazione Mattei di Milano. La nuova finanza è stata o no nei fatti un caso di capitalismo deviato? E che cosa occorre per riportarla nel giusto alveo, senza penalizzare il suo potenziale innovativo? Jean Tirole ha alcune risposte.

Prima di scrivere nuove regole, è importante o no capire fino a che punto quanto accaduto è frutto di moral hazard, di eccesso di rischio cioè da parte di alcune mani forti convinte che qualcuno comunque le avrebbe salvate, e fino a che punto si tratta invece di evidenti errori di giudizio?

Dobbiamo riscrivere le regole, migliori, non necessariamente più abbondanti. Le molte scappatoie esistenti sono state sistematicamente utilizzate. I testi avevano descritto tutti i rischi possibili del moral hazard, cioè di un comportamento irresponsabile alla fine, eppure ben pochi nella comunità finanziaria avevano un quadro realistico di quanto fossero diffuse le scorciatoie rispetto ai regolamenti, dell'enormità delle posizioni off-balance, delle dimensioni della cartolarizzazione o dei livelli dell'esposizione con controparti nel mercato Otc.

Che cosa salvare e che cosa buttare a mare dei derivati?

Sono utili, se usati propriamente. Il mercato dei derivati consente a imprese e società finanziarie di cautelarsi contro il cambio, i tassi, la solvibilità di una controparte. Ma gli abusi sono stati tanti. I derivati sono stati scambiati in misura eccessiva sul mercato Otc invece che nelle sedi appropriate. Questo ha portato a una grande opacità e ha costretto le autorità a salvare a caro prezzo varie entità non regolate, come grosse banche d'affari, o Aig holdings, diventate di fatto banche d'investimento. E questo per paura di un effetto domino. I regolatori devono preoccuparsi dei rischi da controparte e quindi sistemici, e devono usare le normative su capitali di riserva adeguati per incoraggiare istituzioni finanziarie regolate quali banche, assicurazioni e fondi pensione, a trattare i derivati su mercati regolamentati.

E che cosa salvare della cartolarizzazione?

Le cartolarizzazioni consentono a chi concede crediti di rivendere i titoli di debito e rifinanziarsi e suddividere il rischio, trasformano capitale inerte in capitale vivo e creano titoli che il mercato richiede. Ugualmente anche la cartolarizzazione è sfuggita di mano. La quota di mutui subprime cartolarizzati è raddoppiata, indebolendo l'incentivo di chi emetteva i mutui a rispettare le regole fondamentali di controllo del rischio. Le agenzie di rating non hanno fatto quanto dovuto. E le banche hanno disatteso i requisiti di capitale attraverso le voci fuori bilancio. Avevano promesso di riprendere a bilancio i veicoli creati extra-bilancio nel caso questi trovassero difficoltà a rifinanziarsi sul mercato a breve. Invece si sono trovate esposte a queste voci extra in misura variabile dal 30 al 200% del capitale! La riforma dev'essere quindi su più fronti: insistere sulla trasparenza della frazione di prodotto cartolarizzato trattenuta da chi dà origine all'operazione, mutui o altro; regolare le agenzie di rating, che sono dei regolatori di fatto, visto che le loro classifiche hanno diretta influenza sul mercato; imporre requisiti di capitale più severi per le posizioni mantenute extra bilancio.

Servono regole ufficiali che indichino quando su un particolare mercato si sta creando una bolla?

Ci sono due problemi. Quando si può dire che c'è una bolla, cioè una sopravvalutazione di un asset? Ad esempio, nel caso immobiliare americano si trattava di una pura bolla - un eccesso di prezzo rispetto ai valori fondamentali - o il risultato dei vari sussidi dati dall'amministrazione Bush all'immobiliare? E poi, dovremmo farla esplodere? Il dibattito è stato dominato fin qui da quelli che dicevano "non fatela esplodere", guidati da Greenspan e Bernanke. Certo, teoria ed esperienza dicono che l'economia probabilmente entra in recessione se la bolla esplode e i bilanci delle imprese quindi smagriscono. Oggi il dibattito cerca di definire se le autorità devono essere preoccupate della stabilità di prezzo degli asset, e fino a che punto. Una cosa è chiara tuttavia: una buona applicazione della contabilità market value non dovrebbe prendere i prezzi troppo alla lettera in una situazione di bolla. E non solo perché la bolla può esplodere, ma anche perché se esplode lo fa quando il settore corporate ha più bisogno di liquidità. Questo indica che se non si rivedono le regole contabili del market value, i ratio di capitale devono essere più alti quando il mercato è alto per creare sufficienti protezioni al momento di sensibili ribassi.

Si sta creando un mondo finanziario a due velocità, grosse entità regolate e piccole assai meno regolate?

Sì e no. I grossi protagonisti saranno sempre al centro dell'attenzione perché una loro défaillance avrebbe rischi sistemici. Ma ci saranno sempre piccole entità regolate (banche retail, assicurazioni, fondi pensione) e grosse realtà non regolate. La regulation è spesso dettata dalla volontà di proteggere realtà potenzialmente indifese, depositanti, assicurati, futuri pensionati.

A suo avviso la nuova finanza sarà una versione riveduta della vecchia e con regole migliori, o siamo nel mezzo di un grosso cambiamento per i modelli operativi dei mercati?

I mercati finanziari saranno più piccoli, ma sempre centrali. Non credo stiamo cambiando paradigma, ma acquisendo una migliore coscienza sulla necessità di regole efficaci. Non solo supervisioni più efficaci, ma anche regole prudenziali macro. Intendo, non solo norme sui ratio di capitale di banche e assicurazioni, ma anche attenzione al generale equilibrio fra esposizioni a breve e a lungo. Questo perché se molte grosse istituzioni sono molto illiquide e devono fare ricorso in modo massiccio al mercato a breve, come nei casi recenti, la Fed e la Bce non hanno scelta e devono tenere i tassi artificialmente bassi per consentire a queste istituzioni di rifinanziarsi e sopravvivere.