

**Le cause e i responsabili.** Tutta colpa del liberismo? La crisi ha colpito i settori più protetti

# Quei dieci pregiudizi da abbattere

di **Antonio Foglia**

**N**elle valutazioni sulla crisi finanziaria tendono a emergere diversi pregiudizi che, se dovessero attecchire, rischiano, falsando l'analisi, di portare a decisioni errate.

**1 Crisi del liberismo sfrenato?** La crisi ha colpito per ora i settori più protetti e regolamentati della finanza: le banche, le Government Sponsored Enterprises americane, le rating agencies, gli assicuratori di obbligazioni di enti pubblici e Aig, l'assicuratore che ha sfruttato più aggressivamente il vantaggio che la normativa, non il mercato, assegna a chi si fregia del rating AAA.

**2 Hedge fund protagonisti della crisi?** Gli hedge fund sembrano resistere meglio alla crisi. I problemi che il settore deve affrontare sono legati alla potenziale insolvenza delle controparti bancarie e all'illiquidità dei mercati non regolamentati creati e dominati da banche paralizzanti. Avendo deluso le aspettative degli investitori con rendimenti negativi, anche se non catastrofici, molti hedge fund subiranno probabilmente riscatti importanti. Ma insolvenze e fallimenti di hedge fund dovrebbero restare sporadici.

**3 Crisi dei mercati?** I mercati finanziari regolamentati delle azioni e dei derivati (futures) stanno reggendo alla crisi senza aver perso la loro funzionalità. Sono invece bloccati i così detti mercati Over the Counter, alveoli opachi di negoziazione creati e dominati da una dozzina delle principali banche mondiali. Questi domini oligopolistici, che rappresentano oggi oltre i due terzi dei mercati finanziari, hanno caratteristiche molto lontane da quelle che da sempre identificano mercati efficienti, e vanno quindi radicalmente ridimensionati.

**4 Crisi americana?** Un'analisi dei bilanci bancari mostra che le grandi banche europee hanno sfruttato più aggressivamente delle banche americane i gradi di libertà concessi dalla regolamentazione di Basilea. Le investment bank si sono dimostrate fragili non solo per i rischi dei loro attivi in leva, ma anche per la precarietà dei finanziamenti su cui potevano contare. Alcune banche europee sono altrettanto fragili, non potendo contare su una base di depositi stabile.

**5 Non può succedere in Europa?** Speriamo ma, se succedesse, non avremmo gli strumenti che gli Usa stanno mettendo in campo. Ci mancano un Governo centrale in grado di proporre leggi d'emergenza e una Banca centrale con gli strumenti per gestire un'insolvenza, anche perché in 10 anni i banchieri centrali europei non sono riusciti a coordinarsi con i banchieri centrali nazionali sull'argomento, come invece il trattato di Maastricht chiedeva loro di fare.

**6 Gli Usa stanno monetizzando la crisi?** Forse, ma meno dell'Europa. Fino a una settimana fa, il bilancio della Fed era rimasto invariato nell'ultimo anno a 650 miliardi di

euro circa. Nello stesso periodo, quello delle Banche centrali europee è invece cresciuto del 25% a 1.460 miliardi di euro. Tutte le banche centrali hanno comunque peggiorato in modo analogo la qualità dei propri bilanci rilevando attivi di dubbia qualità dalle banche. Al di là del muso duro sui tassi d'interesse, la Bce è stata in realtà molto generosa con le banche in crisi.

**7 Il debito pubblico Usa è esploso?** Non esattamente, perché gli oltre 5 mila miliardi di dollari di asset di Fannie Mae e Freddie Mac che lo Stato si è accollato (35% del Pil Usa) sono garantiti da immobili che hanno un valore, anche ai prezzi del dopo-bolla, in grado di coprire probabilmente almeno l'80% del valore dei mutui erogati, se non di più. Anche considerando l'aiuto di 700 miliardi di dollari su cui si decide in queste ore, il debito pubblico Usa resterà inferiore al Pil. Meno di alcuni Paesi europei che, inoltre, non hanno gli immobili ipotecati a garanzia del rimborso di parte dei debiti.

**8 L'intervento Usa fermerà la crisi?** Speriamo, ma è improbabile. I 700 miliardi di dollari di acquisti selettivi e arbitrari di attivi compromessi delle banche, che hanno bilanci dell'ordine di grandezza di diverse decine di migliaia di miliardi, non sembrano sufficienti a diminuire sensibilmente la loro leva finanziaria e spezzare la spirale negativa di liquidazioni forzate in corso. Il Tesoro Usa interviene per mitigare l'illiquidità delle banche, ma il problema sembra essere ormai la loro insolvenza a causa di una leva eccessiva. Meglio sarebbe stato quindi se quei soldi fossero stati utilizzati per nazionalizzare le banche in crisi una volta che il mercato avesse finito di esprimere, col

ribasso dei corsi che si è voluto arrestare, la loro latente insolvenza e l'insostenibilità proclamata dei loro bilanci.

**9 Tutta colpa dei ribassisti?** La storia ha ampiamente dimostrato che fermare la speculazione ribassista è un provvedimento demagogico e controproducente. Se la speculazione avesse potuto continuare a operare avremmo forse già oggi prezzi di borsa molto più bassi per le banche in crisi ai quali si potrebbe nazionalizzare gli istituti. Il ribasso dei corsi azionari avrebbe anche colpito i manager, i salesman e i trader delle banche, che in azioni hanno ricevuto parte delle loro retribuzioni esagerate e sono responsabili (con le autorità) dello scempio.

**10 Rimettere le regole?** Il sistema aveva già un ginepraio di pessime regole scritte da autorità d'emanezione bancaria che si sono dimostrate incapaci di capire le esigenze di una finanza in evoluzione. Dal sistema di potere piuttosto statico che caratterizza da sempre il mondo del credito ci stavamo evolvendo verso la più sana e trasparente dinamica dei mercati dei titoli. La pesante e invasiva regolamentazione degli intermediari finanziari, che doveva garantirne la stabilità e ha spinto verso un gigantismo deleterio, si è rivelata non solo inefficace ma controproducente. Questa normativa va smantellata e l'enfasi spostata dalla deresponsabilizzante protezione degli intermediari finanziari (tipica della regolamentazione creditizia) alla salvaguardia della funzionalità dei mercati (come avviene nei mercati regolamentati dei titoli). Questi mercati infatti funzionano anche se gli intermediari che sbagliano falliscono, com'è giusto e necessario che possa succedere.