

LEZIONI PER IL FUTURO

Idee e regole per il mondo dopo la tempesta

La crisi finanziaria del 2008 muterà in radice il nostro mondo o, quando si concluderà, mercati, lavoro, finanza, produzione, assetti geopolitici torneranno al passato? Chi e che cosa hanno innescato la turbolenza prima su borse e banche poi nella vita di tanti di noi? Quali regole e quali riforme sono necessarie, agli istituti finanziari, alle banche centrali e ai paesi perché la tempesta perfetta non si ripeta? Il Sole 24 Ore apre, in collaborazione con il Financial Times e Foreign Policy, un dibattito sul futuro del nostro mondo e le vie per accelerare la ripresa. Interverranno studiosi, politici ed economisti e voi lettori potrete dialogare sul sito internet del giornale. Apre la discussione Guido Tabellini, nostro columnist e rettore dell'Università Bocconi di Milano.

di **Guido Tabellini**

A quasi due anni di distanza dall'inizio della crisi finanziaria che ha travolto l'economia mondiale, può essere il momento di tirare le somme e inquadrare le principali lezioni per il futuro. È davvero un punto di svolta per le economie di mercato, una crisi sistemica che cambierà radicalmente la divisione dei compiti tra Stato e mercato? Oppure, corretti alcuni importanti problemi tecnici riguardanti la regolamentazione finanziaria, tutto tornerà presto come prima?

Cominciamo dal fallimento del mercato. Non c'è dubbio che la crisi abbia rivelato un grave fallimento dei mercati più sofisticati al mondo, i moderni mercati finanziari. Un compito cruciale dei mercati finanziari è l'allocatione del rischio. In questo la finanza ha fallito clamorosamente. Il rischio è stato sottovalutato, e molti intermediari ne hanno assunto una dose eccessiva. Quali siano le ragioni del fallimento, e quali le implicazioni di politica economica, tuttavia, è meno scontato.

Una spiegazione non implausibile è che si sia trattato di un banale errore di valutazione. L'innovazione finanziaria è stata così rapida che anche operatori sofisticati non sempre erano in grado di comprendere a fondo la rischiosità degli strumenti finanziari che venivano costruiti. Le implicazioni sistemiche di questi strumenti erano ancora meno chiare. Di conseguenza, molti investitori hanno sovrastimato la capacità di resistenza dei mercati finanziari globali, trascuran-

do il rischio sistemico e il rischio di illiquidità, che invece si sono rivelati cruciali in questa crisi.

L'errore è in parte spiegabile anche con la difficoltà di valutare correttamente la probabilità di eventi rari e poco frequenti. Se fosse tutto qui, potremmo stare tranquilli. Questa crisi non sarà dimenticata, e sicuramente lascerà il segno nei comportamenti e nei modelli organizzativi preposti alla gestione dei rischi degli intermediari finanziari. C'è anche una spiegazione meno benevola del fallimento dei mercati finanziari, che sottolinea la distorsione sistematica degli incentivi individuali, anziché errori di valutazione. Innanzitutto il modello *originate and distribute*, che separa la concessione del prestito dalla decisione di investimento finanziario, comporta ovvi problemi di azzardo morale. In secondo luogo, le agenzie di rating, pagate da chi emette i titoli oggetto di valutazione, hanno un ovvio conflitto di interesse.

Continua ▶ pagina 3

Terzo, gli schemi di remunerazione dei manager incoraggiano comportamenti miopi e l'eccessiva assunzione di rischi: se il bonus dipende da indicatori di performance di breve periodo, il singolo gestore è indotto a esporsi a rischi grandi ma rari. Se tutto ciò è vero, vuol dire che non possiamo fidarci della capacità di apprendimento dei mercati.

Occorre anche correggere gli incentivi distorti, con una nuova e più severa regolamentazione, anche al prezzo di rallentare significativamente l'innovazione finanziaria o rinunciare ad alcuni dei suoi effetti benefici.

Gli errori nella gestione del rischio non possono essere imputati solo agli operatori privati. Anche la supervisione ha sbagliato clamorosamente, consentendo alle banche di accumulare passività implicite fuori bilancio e tollerando una crescita eccessiva della leva finanziaria (cioè del rapporto tra l'attivo di bilancio e il capitale) e quindi del debito. Ciò può essere dovuto alla cattura dei supervisori da parte delle banche sottoposte alla regolamentazione, a fenomeni di arbitraggio e competizione internazionale tra agenzie di supervisione, e a carenze nell'attuazione. Ma vi è stato soprattutto un errore di tipo concettuale: la scelta di monitorare ogni istituzione finanziaria su una base esclusivamente individuale, considerando quale parametro di valutazione il *FIRMAI-NI* *value at risk* del singolo intermediario, senza tenere conto in alcun modo del rischio sistemico. È lo stesso errore che hanno commesso i singoli operatori all'interno delle banche.

Il fallimento della regolamentazione

Una crisi di queste proporzioni non può essere scaturita esclusivamente da errori nella gestione del rischio. La ragione è che gli investimenti ad alto rischio erano relativamente piccoli rispetto alla dimensione complessiva dei mercati finanziari mondiali. In molti si aspettavano che la bolla immobiliare americana prima o poi sarebbe scop-

piata. Ma ben pochi immaginavano che ciò avrebbe travolto i mercati finanziari di tutto il mondo. Se ciò è successo, è perché hanno operato importanti meccanismi di amplificazione degli shock. Questa amplificazione è in gran parte riconducibile all'impostazione della regolamentazione finanziaria. In altre parole, più ancora che da un fallimento del mercato, la crisi è stata scatenata da un fallimento della regolamentazione. Non tanto nel senso che la regolamentazione fosse troppo blanda, o che la de-regolamentazione si fosse spinta troppo avanti. Bensì nel senso che l'impostazione stessa della regolamentazione ha amplificato gli effetti di uno shock di dimensioni tutto sommato contenute.

I mutui subprime, i prodotti finanziari la cui insolvenza ha dato origine alla crisi attuale, ammontano a un po' più di un trilione di dollari. È una cifra grande in assoluto, ma modesta rispetto al totale di circa 80 trilioni di dollari di attività finanziarie del sistema bancario mondiale. Come termine di paragone, le perdite originariamente stimate nel 1990 durante la crisi delle casse di risparmio americano (la cosiddetta *savings and loans crisis*) erano circa 600-800 milioni di dollari, meno rispetto al totale dei mutui subprime, ma allora anche il totale delle attività finanziarie era molto più piccolo. Eppure quella crisi fu superata in fretta e senza sconvolgimenti rilevanti. Perché invece questa volta è stato così diverso?

Vi sono due aspetti della regolamentazione che hanno amplificato gli effetti dello shock iniziale: innanzitutto la pro-ciclicità della leva finanziaria, indotta dai vincoli imposti sul capitale delle banche. In secondo luogo, i principi contabili che impongono di valutare i titoli secondo i valori di mercato. A fronte di una perdita sugli investimenti, che erode il capitale degli intermediari finanziari, i vincoli di Basilea impongono di ridurre la leva finanziaria (cioè il debito), e dunque costringono le banche a vendere i titoli in attivo per fare cassa. Il problema viene in questo modo esacerbato: le vendite forzate riducono il prezzo di mercato dei titoli, peggiorando i bilanci di altri investitori ed inducendo ulteriori vendite forzate di titoli, in una spirale involutiva. Esattamente l'opposto succede in una fase di boom: i guadagni di capitale sui titoli in portafoglio consentono di accrescere la leva finanziaria, cioè di indebitarsi per finanziare nuovi acquisti di titoli, spingendone al rialzo il prezzo e inducendo altri intermediari a indebitarsi per inseguire prezzi sempre più elevati. Insomma, la regolamentazione delle banche ha creato un meccanismo che amplifica gli effetti degli shock e accentua le fluttuazioni cicliche dell'indebitamento degli intermediari finanziari.

Una delle principali lezioni da trarre dalla crisi è che occorre ripensare a fondo la regolamentazione finanziaria, e chiedersi quale debba essere in ultima analisi il suo obiettivo: correggere gli incentivi distorti degli operatori, creare dei cuscinetti che riduca-

no la prociclicità della leva finanziaria, oppure contenere i rischi, e se sì quali rischi? Una regolamentazione correttamente impostata dovrebbe rispondere a due esigenze: primo, correggere gli incentivi distorti dei singoli intermediari o operatori finanziari; secondo, ridurre le esternalità negative ed il rischio sistemico, nella consapevolezza che valutare le procedure di gestione del rischio all'interno del singolo intermediario non è sufficiente. È alla fine, inevitabilmente, questa impostazione dovrà tradursi in regole che riducano la dimensione assoluta della leva finanziaria e la sua pro-ciclicità.

Gli errori nella gestione della crisi

È opinione diffusa che l'attuale situazione sia soprattutto il risultato di errori di politica economica (nella regolamentazione, nella supervisione e secondo alcuni anche nella politica monetaria) compiuti prima dello scoppio della crisi. Il corollario di questa tesi è che basti correggere questi errori per scongiurare la prossima crisi. Ma in realtà, alcuni tra gli errori più gravi sono stati compiuti durante la gestione della crisi stessa, e hanno contribuito significativamente a far precipitare la situazione.

Forse perché si è stentato a capirne le

cause, fin dal suo primo momento la crisi è stata gestita con improvvisazione e senza un'idea chiara di quale sarebbe stato il prossimo passo. Si è scelto di salvare Bear Stearns, di far fallire Lehman Brothers, di salvare Aig. Ogni volta si improvvisava, senza essere guidati da una strategia coerente e da criteri prestabiliti. Il risultato è stato che, anziché dare fiducia, gli interventi delle autorità di politica economica hanno contribuito ad aggravare lo sconcerto e a diffondere panico e paura. Al centro di qualunque crisi finanziaria vi è la perdita della fiducia. Le aspettative circa il comportamento delle autorità e degli altri operatori hanno un ruolo fondamentale nel determinare se vi sarà contagio o se lo shock sarà riassorbito. Ma per influire sulle aspettative e ridare fiducia, le autorità di politica economica devono agire secondo procedure e criteri ben noti e condivisi, sapendo quali sono gli obiettivi ultimi da perseguire e i punti di sbocco della crisi. Questa chiarezza è assolutamente mancata, fin dall'inizio.

È un'altra delle lezioni importanti da trarre dalla crisi. Per evitare di ripetersi di simili errori, sarà necessario elaborare nuove e dettagliate procedure per gestire fenome-

ni complessi quali il fallimento delle grandi banche e, più in generale, politiche tese ad evitare l'aggravarsi di crisi sistemiche.

Poiché le grandi banche con implicazioni sistemiche sono tipicamente multinazionali, tali procedure dovranno essere coordinate a livello internazionale. Ciò non è facile, poiché in ultima analisi l'unico soggetto che può coprire il rischio sistemico è lo Stato, dunque i contribuenti; sono questi ultimi, infatti, a doversi far carico dei debiti delle istituzioni in crisi, sia pure temporaneamente. Ma quale Stato, e quali contribuenti, quando l'istituzione finanziaria in crisi è una grande banca multinazionale?

Per quanto di difficile soluzione, tuttavia, il problema non è nuovo. Le crisi finanziarie dei paesi emergenti, che avevano una frequenza quasi annuale nel corso degli anni 90, sono diventate meno frequenti e meno devastanti anche grazie alle procedure di gestione della crisi elaborate in seno al Fondo monetario internazionale. Si tratta ora di mettere a frutto quelle esperienze, adattandole ai problemi specifici delle grandi banche multinazionali.

Come gestire il dopo crisi

Anche se gli eventi recenti non posso essere interpretati come una crisi sistemica, ma scaturiscono da alcuni importanti problemi tecnici nell'ambito dei mercati finanziari, essi potrebbero diventare un punto di svolta storico se l'uscita dalla crisi fosse gestita con la stessa improvvisazione dimostrata nei mesi precedenti.

Per sostenere gli intermediari in difficoltà, le banche centrali hanno inondato i mercati di liquidità. Nel giro di pochi mesi dopo il fallimento di Lehman Brothers, il bilancio della Federal Reserve è quasi triplicato, e secondo le proiezioni della stessa banca centrale americana potrebbe quasi raddoppiare ancora un volta nel prossimo futuro, raggiungendo quasi un terzo del reddito nazionale americano. Questa enorme massa di liquidità è stata subito riassorbita senza generare inflazione, perché oggi l'avversione al rischio è così alta che tutti vogliono solo detenere attività liquide e poche rischiose. Anzi, nell'immediato il rischio è l'opposto; che la domanda di liquidità sia ancora più elevata della creazione di moneta, e

che ciò possa produrre deflazione.

Man mano che si avvicinerà l'uscita dalla crisi, tuttavia, la domanda di liquidità tornerà a scendere su livelli normali, e il timore della deflazione lascerà il posto al rischio di inflazione. Per evitarlo, la liquidità dovrà essere tempestivamente ritirata. Ciò è più facile a dirsi che a farsi. Una svolta di politica monetaria troppo rapida potrebbe causare perdite sui titoli in circolazione e far precipitare di nuovo la crisi. Ma una svolta tardiva non riuscirebbe a contrastare l'avvio di una spirale inflazionistica. Le difficoltà so-

no acute dalla fragilità del mercato dei cambi, dove la supremazia del dollaro come bene rifugio per molti paesi asiatici potrebbe di colpo essere messa in discussione. Per avere successo, sarà fondamentale riuscire a indirizzare le aspettative, rassicurando gli agenti economici che la stabilità dei prezzi è un obiettivo prioritario.

Analoghe e forse maggiori difficoltà riguarderanno la politica fiscale. Il Fondo monetario internazionale stima che in media il debito pubblico nei paesi avanzati del G-20 raggiungerà il 110% del reddito nazionale entro il 2014. E questo è lo scenario favorevole; nell'ipotesi peggiore, il debito pubblico in media potrebbe raggiungere il 140% del reddito. Di nuovo, gli Stati Uniti sono tra i paesi più esposti, e secondo le proiezioni dello stesso Congresso il disavanzo americano continuerà restare intorno al 6% del reddito nazionale ancora nel 2019, pur nell'ipotesi di un ritorno rapido a ritmi di crescita molto sostenuti (sopra il 3,6% in media tra il 2011 e il 2015). Per evitare instabilità finanziaria, sarà inevitabile far salire significativamente la pressione fiscale e avviare un percorso credibile e rigoroso di rientro dal debito pubblico.

Ma qui vi è un'incognita in più. Mentre la politica monetaria è gestita da una burocrazia indipendente secondo criteri tecnici, la politica fiscale scaturisce da processi politici dagli esiti più difficilmente prevedibili. Non si può escludere che l'espansione del ruolo dello Stato, nata per contrastare temporaneamente la crisi, duri a lungo e porti a cambiamenti significativi nella divisione dei compiti tra Stato e mercato anche nei paesi in cui tradizionalmente il settore pubblico aveva un ruolo più contenuto che non in Europa continentale.

La via d'uscita

Come sarà ricordata questa crisi nei libri di storia economica? Come una crisi sistemica e un punto di svolta, oppure come un incidente temporaneo e presto riassorbito dovuto ad una crescita troppo rapida dell'innovazione finanziaria?

Se guardiamo alle cause delle crisi, e alle lezioni da trarne, la risposta è senz'altro la seconda. In estrema sintesi, la crisi è scoppiata per via di alcuni specifici problemi tecnici riguardanti il funzionamento e la regolamentazione dei mercati finanziari, ed è stata acuita da una serie di errori commessi durante la gestione della crisi. Sebbene si tratti di problemi complessi, essi possono essere affrontati e risolti con adeguate e pure profonde riforme della regolamentazione finanziaria. Se sapremo imparare da questi errori e gestire bene l'uscita dalla crisi, il mondo dell'economia tornerà a essere come prima, anzi meglio di prima, con meno eccessi e più stabilità. Parlare di crisi del capitalismo, di fine della globalizzazione, di crisi di un sistema e di un modo di pensare,

sarebbe una solenne stupidaggine. Ciò non vuol dire che questo esito sia scontato, tuttavia. La crisi non è ancora finita, e soprattutto non sappiamo ancora come saranno affrontate le difficoltà legate all'uscita dalla crisi. Eventuali errori tecnici o politici in questa seconda fase potrebbero avere conseguenze durature sugli scenari economici, sulla distribuzione del potere economico tra diverse parti del mondo e sulla divisione dei compiti tra Stato e mercato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



LE PAROLE CHIAVE

**Leva finanziaria
(la trappola del debito)**

▀ Indebitarsi, cioè ricorrere a mezzi finanziari di terzi, dovrebbe essere un processo effettuato tenendo presente la "sostenibilità" nel tempo del proprio livello di debito. Sfruttare, quindi, la leva finanziaria equivale a mettere sotto tensione la propria capacità di restituire il debito nel futuro. È classico l'esempio dei mutui dove la sostenibilità del costo del debito e la restituzione del capitale devono essere verificate in base alle proprie risorse. Per una banca "l'indebitamento" si traduce nel possesso di titoli finanziari aventi un'attività sottostante rischiosa ed emessi a un livello eccessivamente elevato rispetto alla disponibilità di capitale proprio. Nel caso della grande crisi, tutte le emissioni che vanno sotto il nome di cartolarizzazioni, Abs Cdo o titoli subordinati sono state utilizzate per sfruttare al massimo la leva finanziaria. Che, poi, ha colpito al contrario, moltiplicando a dismisura le perdite.

**Procciclico
(l'amplificatore)**

▀ Procciclico è ciò che accompagna il ciclo economico e ne accentua gli aspetti. Un esempio: quando l'economia è in recessione, il riflesso per le banche è un aumento del livello di insolvenza da parte delle imprese alle quali sono state concesse linee di credito. Si riduce quindi per gli istituti la dotazione patrimoniale per effetto della necessità di adeguare il valore iscritto in bilancio alla effettiva qualità del credito. Questa "pulizia degli attivi di bilancio" comporta una riduzione del livello di patrimonializzazione che successivamente deve essere riportato all'ammontare richiesto dalle Autorità di controllo. In tali condizioni le banche sono costrette a contrarre l'offerta di credito.

**Sistemico
(il contagio)**

▀ È sistemico un rischio che coinvolge un intero sistema e non solo singoli soggetti. In un contesto di interdipendenza, il fallimento di un'entità o di un gruppo di entità può comportare una reazione a catena. La grande crisi è stata originata dal tracollo di alcune istituzioni, a partire da Lehman Brothers. Questa situazione ha fatto perdere fiducia nel sistema finanziario, il quale a sua volta, trovandosi alle strette, ha fortemente ridotto l'erogazione di credito al sistema economico. Di conseguenza la crisi finanziaria si è tradotta in una crisi dell'economia reale. Di nuovo, ciò ha determinato una minore richiesta di credito. Si è instaurato un circolo vizioso che tende a autoalimentarsi.

**Azzardo morale
(l'irresponsabilità)**

▀ Il termine deriva dal settore assicurativo. Gli

assicurati talvolta possono essere spinti a comportamenti rischiosi se credono che sarà impossibile per le compagnie assicurative verificare eventuali casi di dolo o negligenza. Gli operatori economici negli ultimi anni si sono in molti casi sentiti incentivati a intraprendere comportamenti temerari poiché pensavano che i costi di un eventuale esito negativo di queste scelte sarebbero ricaduti sulla collettività o su altre categorie di operatori. Per molte banche, la grande dimensione è stata poi determinante nell'azzardo morale: convinte di essere "troppo grandi per fallire" e che lo Stato avrebbe agito a tutela dei risparmiatori.

**Originate to distribute
(lo scaricarischi)**

▀ Si generano attività (*originate*) e se ne scaricano i pericoli (*distribute*). Le istituzioni finanziarie in questi anni hanno utilizzato un modello che prevede il trasferimento del rischio di un investimento ad altri operatori del mercato tramite strumenti finanziari come la *securitization*. Questa operazione consiste nella trasformazione in titoli (la cosiddetta "carta") di attività finanziarie come i prestiti (i cosiddetti "sottostanti") che possono essere molto diversi tra loro e con un grado di rischio elevato. Chi acquistava questi titoli generalmente non si preoccupava di verificarne le singole componenti e la loro rischiosità. Quando ci si è resi conto che molti di questi sottostanti non avevano valore di mercato, era troppo tardi.

Maria Adelaide Marchesoni

Quella miccia dei mutui subprime che ha bruciato la ricchezza internazionale

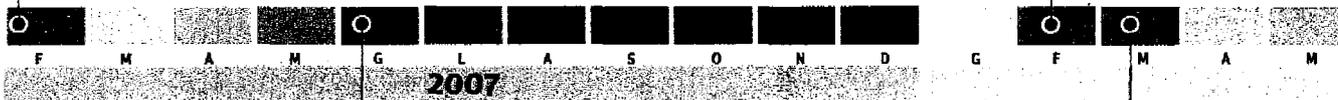
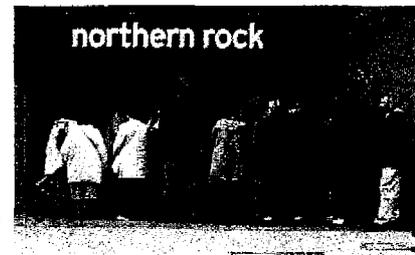
Prestiti immobiliari concessi a soggetti ad alto rischio di insolvenza: i «subprime» erano la fragile base sul quale poggiava il sistema finanziario mondiale. Da qui è partita, due anni fa, la frana che ha messo ko le Borse e le economie

7 Febbraio 2007 Il paziente zero della crisi

È la banca californiana New Century il «paziente zero» della crisi finanziaria. Il 7 febbraio 2007 l'istituto, specializzato in mutui subprime, lancia un allarme utili. È questa la prima avvisaglia della crisi che colpirà poi il mondo intero.

Febbraio 2008 Northern Rock salvata

La crisi si allarga alle banche di tutto il mondo. In Gran Bretagna la prima vittima è Northern Rock, banca di credito ipotecario. A metà febbraio il Governo britannico getta la spugna e procede alla nazionalizzazione dell'istituto, travolto dalle code allo sportello dei risparmiatori presi dal panico.



8 giugno 2007 Inizia il crollo da 31mila miliardi

La crisi dei mutui subprime inizia a pesare sulle Borse. L'8 giugno 2007 Wall Street perde l'1,5%: è l'inizio di un crollo che brucerà, da quella data fino al minimo toccato il 9 marzo 2009, 31mila miliardi di dollari sulle Borse di tutto il mondo.

15 marzo 2008 Il sollievo per Bear Stearns

Il colosso Usa Bear Stearns finisce in crisi di liquidità. JP Morgan, con il sostegno della Federal Reserve, la salva. L'operazione fa volare il titolo Bear Stearns del 76% in un solo giorno, facendo partire un rally di tutte le Borse che durerà qualche mese.

Gli errori. Troppi rischi per le banche e i supervisor non sono intervenuti

I vincoli. Basilea 2 e principi contabili hanno esasperato gli effetti dello shock

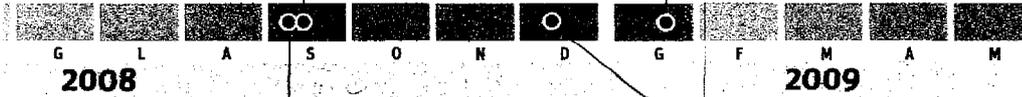
19 settembre 2008
Il piano Paulson da 700 miliardi

■ Dopo il crack di Lehman il Governo Usa interviene. Oltre al salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac (6 settembre), il ministro Paulson annuncia un piano di salvataggio da 700 miliardi: l'obiettivo è acquistare titoli tossici dalle banche.



20 gennaio 2009
Obama alla Casa Bianca

■ Gli Stati Uniti hanno un nuovo presidente. Anche Obama e il ministro Geithner intervengono a sostegno dell'economia. Il piano più rilevante è stato annunciato di recente: serve per "ripulire" dai bilanci delle banche mille miliardi di asset tossici.



15 settembre 2008
Il crack di Lehman Brothers

■ Il 15 settembre è il giorno in cui la crisi finanziaria sale di livello. La banca d'affari Lehman Brothers, in crisi da qualche mese, finisce in bancarotta. Il Governo Usa decide di non salvarla. Da questo momento inizia un crollo vorticoso delle Borse.

Fine 2008
La recessione globale

■ La crisi finanziaria si trasforma ben presto in una crisi dell'economia reale. Vanno in difficoltà industrie e famiglie. Molti Paesi finiscono in recessione: è la prima volta che accade su scala mondiale.

