

19 agosto 2007

I benefici della diversificazione e il rischio delle informazioni (mancanti)  
**LA CRISI, I «PREDICATORI» E LE LEZIONI DEL MERCATO**

di Francesco Giavazzi e Alberto Giovannini

Nei nove anni trascorsi dall'ultima crisi finanziaria d'agosto - quella che fu innescata dall'insolvenza della Repubblica Russa nel 1998 - il mondo è profondamente cambiato. La trasformazione più importante è stata la nascita di nuovi mercati che consentono di distribuire il rischio, un fenomeno che in realtà ha origini fin dalla fine degli Anni 80. In passato il rischio era concentrato soprattutto nelle banche. Oggi le banche, quando erogano un prestito (una linea di credito a un'azienda, o un mutuo ad una famiglia) hanno la possibilità di venderlo immediatamente ad altri investitori. Il rischio in questo caso non rimane più concentrato nelle banche, ma si diffonde tra una miriade di investitori. Quanto sta accadendo in queste settimane pone un'ovvia domanda: queste trasformazioni hanno reso i mercati più o meno fragili? Hanno prodotto dei benefici concreti per l'economia? E' abbastanza intuitivo che un mercato con più partecipanti sia in grado di assorbire fluttuazioni nella domanda e nell'offerta in maniera molto più efficiente di un mercato limitato a pochi partecipanti. Questo è il meccanismo fondamentale. E' miope pensare che la riduzione drammatica nei premi al rischio che ha caratterizzato gli ultimi anni sia stata una bolla speculativa. I premi al rischio sono scesi in buona parte per effetto dell'ampliamento dei mercati finanziari. Mercati più ampi hanno consentito di ridurre il costo del capitale e quindi di aumentare investimenti, attività economica e occupazione. I benefici dell'innovazione finanziaria sono arrivati fino alle famiglie, soprattutto a quelle che nel passato non avevano accesso al credito, ad esempio per acquistare una casa. Una maggioranza rispetto a quelle che hanno usato l'accesso al credito in maniera irresponsabile e oggi si trovano in serie difficoltà. Per produrre questi benefici i mercati finanziari processano volumi molto consistenti di transazioni che consentono a ciascun intermediario di aggiustare continuamente e con precisione la propria esposizione al rischio seguendo l'evoluzione dei prezzi. E' per questo motivo che una tassa sulle transazioni finanziarie, la cosiddetta «Tobin tax», è una pessima idea. Una simile tassa infatti renderebbe molto costoso il processo di aggiustamento delle posizioni di rischio. In questo modo il numero degli attori sui mercati finanziari si ridurrebbe e il costo del capitale tornerebbe a salire. Ma pur producendo benefici, i nuovi mercati finanziari non sono privi di problemi, come hanno dimostrato gli eventi delle ultime settimane. E' vero che l'aumento dei partecipanti ha ridotto la volatilità in situazioni normali, ma in condizioni di turbolenza, paradossalmente, la volatilità e il rischio possono aumentare. Ciò può accadere perché in un mercato più ampio, complesso e articolato è più difficile per tutti capire quello che sta succedendo. In particolare diviene difficile per tutti valutare la capacità del sistema finanziario di resistere a uno choc - ad esempio l'insolvenza di un' istituzione come IKB due settimane fa in Germania - perché nessuno può valutare con precisione come un simile choc possa trasmettersi ad altri operatori. La ragione per cui ciò può dar luogo a maggiore volatilità è che in situazioni di tensione gli operatori privati, non potendo stimare in maniera affidabile gli effetti degli choc, seguono una regola semplice: liquidano il più velocemente possibile i loro portafogli rischiosi. Questo accentua la caduta dei prezzi e quindi può trasformare uno choc che in realtà avrebbe avuto effetti limitati in una crisi generalizzata. Siamo quindi di fronte ad una situazione del tutto nuova: il sistema finanziario è più diversificato ed

efficiente. Tuttavia, proprio questa diversificazione è causa di comportamenti difensivi che possono amplificare gli effetti negativi degli choc esterni. Vent'anni fa le crisi finanziarie erano diverse. Il rischio era concentrato nel sistema bancario e le banche centrali avevano sia una conoscenza dettagliata e in tempo reale della situazione delle banche, sia gli strumenti per far fronte ad una crisi: i banchieri centrali conoscevano con precisione e nel giro di qualche ora i nomi delle banche in difficoltà e l'ammontare della loro esposizione nei confronti dei debitori insolventi. Gli operatori di mercato privati non erano in grado di conoscere in dettaglio la situazione del sistema bancario, ma sapevano che le banche centrali avevano tutta l'informazione e gli strumenti per far fronte a una crisi e quindi si fidavano. Ci vorranno anni per arrivare ad una situazione in cui le banche centrali dispongano con altrettanta precisione e rapidità delle informazioni relative ad un mercato che nel frattempo è diventato tanto più ampio ed articolato. Ma questo non significa che esse abbiano perso la capacità di stabilizzarlo. Quando, come nei giorni scorsi, le banche centrali intervengono offrendo liquidità o abbassando il costo del denaro, le loro azioni forniscono importanti informazioni agli investitori. Nonostante l'evoluzione dei mercati ne abbia diminuito il peso e l'efficacia, il fatto stesso che i banchieri centrali decidano di intervenire «rassicura» gli operatori. Questo per tre ragioni. Innanzitutto i banchieri centrali continuano a possedere molta informazione perché sono i soli che hanno completo accesso all'interno di tutte le banche, le quali rimangono la fonte principale di finanziamento di tutte le istituzioni finanziarie. In secondo luogo sono loro che stabiliscono molte delle regole che si applicano nei mercati. Infine - ed è forse il motivo più importante - perché le banche centrali sono i soli attori che hanno come esclusivo obiettivo il buon funzionamento dei mercati. Quindi la loro decisione di intervenire normalmente riduce l'incertezza degli operatori e limita il loro incentivo a liquidare di corsa i portafogli. Il risultato, come si è visto con le decisioni assunte dalla Federal Reserve statunitense venerdì scorso, è la ripresa dei mercati. Situazioni di crisi come quelle che viviamo in questi giorni inducono due tipi di fenomeni. Da un lato il pubblico e variegati «predicatori» chiedono ai governi di non star con le mani in mano. Dall'altro i governanti stessi sentono il bisogno di dimostrare il loro impegno ad affrontare i problemi annunciando iniziative di vario genere: indagini sulle Agenzie di rating, l'introduzione di tasse sulle transazioni finanziarie, etc. E' vero che talvolta una crisi può mettere in evidenza in maniera più netta i fallimenti del mercato e offrire l'occasione per riforme efficaci. Questo è successo in più occasioni: nel 1987 ad esempio il collasso delle transazioni sui mercati americani ha avviato il processo di creazione del più efficiente sistema di infrastrutture di mercato che tuttora esista al mondo. Ma spesso l'attivismo, la fretta, l'illusione che problemi difficili abbiano soluzioni semplici, rischiano di buttar via «con l'acqua sporca», i benefici di un mercato finanziario che è diventato più efficiente nel diversificare il rischio e più aperto per tutti.