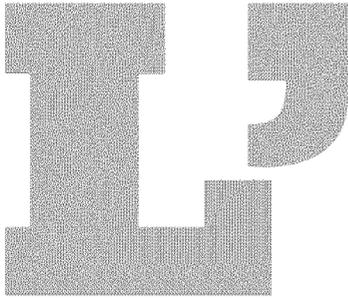


# LA FOLLIA DEI MERCATI E IL SONNO DELLE AUTORITÀ

JOSEPH STIGLITZ



economia globale vive una crisi finanziaria. Si contrae il credito, aumentano i fallimenti e sui mercati finanziari si sono registrati interventi senza precedenti da parte della Fed e della Banca Centrale Europea. La Fed ha esteso l'accesso ai prestiti alle banche di investimento. La Bear Stearns, una delle prime banche di investimento Usa, è crollata e i contribuenti americani sono stati esposti a un rischio pari a 29 miliardi di dollari in un'operazione di salvataggio tutt'altro che trasparente, mentre gli azionisti del colosso bancario ne sono usciti con più di un miliardo di dollari in tasca.

JOSEPH STIGLITZ

Premio Nobel per l'economia, intervorrà giovedì al workshop "Benessere sociale e imprenditorialità" organizzato dalla Facoltà di Economia dell'Università di Siena

**F**inora i contribuenti non hanno ricevuto un centesimo per il rischio sostenuto: chi aveva incassato moltissimo in dividendi straordinari non ha dovuto rimborsare un centesimo e la J.P. Morgan ne esce con tutti gli utili per quanto i mercati fossero pessimisti circa le sue prospettive.

Il problema è nato negli Usa con il mercato dei mutui *subprime*, in cui un milione e mezzo di americani hanno già perso la casa (e molti i risparmi di una vita) e altri 2 milioni stando alle previsioni subiranno la stessa sorte il prossimo anno. È in corso il dibattito sulla gravità delle perdite, sulla misura e durata della contrazione economica. L'incertezza nasce dal fatto che ignoriamo quanto diminuiranno i prezzi degli immobili: gli esperti più attendibili prevedono un calo totale di almeno il 20-30%. Non sappiamo poi fino a che punto gli interventi governativi saranno efficaci. Finora quello che abbiamo visto dall'amministrazione Bush è deludente e non sorprende, dati i precedenti in campo economico: il pacchetto di politiche di stimolo è insufficiente, tardivo e mal progettato. L'amministrazione Bush è rimasta fedele al *mantra* per cui gli sgravi fiscali sono la cura per ogni male. Storicamente gli sgravi fiscali hanno prodotto uno stimolo più basso rispetto ad altre politiche come nuovi investimenti in infrastrutture o maggiori indennità di disoccupazione, ma si rivelerà verosimilmente ancor più basso ora che le famiglie, già sovraccaricate di debiti, si vedono tagliare dalle banche l'accesso al credito. Più famiglie sceglieranno di aumentare i depositi in banca o di estinguere parte dei debiti che le stritolano, e sarebbe un bene. Ma se gli sgravi fiscali hanno un qualche effetto è quello di stimolare il consumo. Il problema dell'America però non è la scarsità di consumo, bensì l'eccesso di consumo. Solo chi vuole scaricare i problemi sul suo successore può pensare che aumentare i consumi sia la soluzione ai mali americani.

È certo che le cose peggioreranno

non ulteriormente prima di migliorare. I problemi hanno appena cominciato a passare dal settore finanziario al settore reale. Negli Usa, se il gettito fiscale diminuisce, la spesa deve diminuire in tandem. Ma con il crollo dei prezzi degli immobili diminuiranno le tasse sulla proprietà, con il rallentamento dell'economia diminuiranno i profitti delle imprese e il gettito derivante dalle imposte sul reddito. Il governo dovrà tagliare la spesa e l'economia ne uscirà indebolita. Le esportazioni potranno trarre qualche vantaggio, ma non sufficiente a risanare l'economia. Mi sono trovato spesso in disaccordo con il Fmi, ma non sbaglia quando prevede per il prossimo anno o più un'economia americana debole e un indebolimento dell'economia globale.

**Q**uesta storia la dice lunga sul capitalismo moderno e sui sistemi di regolazione. L'accordo di Basilea II era in realtà un sistema di autoregolazione: invitava le banche a dotarsi di validi sistemi di gestione del rischio. Ma non avrebbero già dovuto farlo spontaneamente? I sistemi finanziari hanno due funzioni fondamentali: gestire il rischio e allocare il capitale. Le banche hanno dimostrato di non essere abili a gestire il rischio; i prodotti propagandati come strumenti di sostegno per la gestione del rischio in realtà lo creavano ed erano talmente complessi che neppure le banche stesse sembravano comprenderne appieno le implicazioni. Nonostante la sbandierata abilità nel creare nuovi prodotti di gestione del rischio, le banche non sono riuscite a tirar fuori i prodotti che servivano all'americano medio. Il risultato non è solo il disastro economico, ma un problema sociale. I paladini delle banche sostengono che i nuovi mutui hanno dato l'opportunità di avere una casa di proprietà a chi altrimenti non l'avrebbe mai

avuta. Sì, ma per qualche mese, solo per perderla poi assieme a tutti i risparmi. La percentuale di coloro che avranno una casa di proprietà alla fine di questo disastro sarà inferiore a prima.

Non migliore è la *performance* dei mercati finanziari nell'altro loro principale compito, allocare il capitale. Non è la prima volta: come hanno investito troppo nelle telecomunicazioni e nelle dotcom alla fine degli anni '90 stavolta hanno investito troppo nel settore immobiliare. Senza dubbio l'operato di alcuni comparti è stato ammirevole: le società di *venture capital* hanno finanziato l'innovazione nell'alta tecnologia, nelle biotecnologie e ora nelle tecnologie verdi. Ma queste imprese della Silicon Valley sono lontane migliaia di chilometri dagli intralazzi finanziari di New York. I banchieri della *east coast*, hanno più volte montato e smontato imprese, con lautricavi. I derivati creati hanno facilitato la speculazione e reso più semplice ottenere un'alta leva finanziaria. Ma qual è il risultato tangibile, quali sono i veri risultati a lungo termine, al di là del riempire le tasche di qualcuno?

L'accordo Basilea II faceva affidamento sulle agenzie di *rating*, le stesse che avevano un passato non invidiabile di errori di giudizio. La loro performance non è stata migliore oggi, e non sorprende dati i precedenti e il conflitto di interesse in atto (sono pagate dalle stesse società di cui valutano i prodotti). Madando il loro placet all'alchimia finanziaria delle banche che trasformavano i mutui a basso rating in titoli a rating AAA acquistabili dai fondi pensione e da altri fiduciari, hanno avuto un ruolo fondamentale nel problema di oggi. Era chiaro che qualcosa non andava, e non lo dico col senno del poi: come molti altri, ho visto arrivare la crisi, ho lanciato l'allarme, ma né i regolatori né i mercati hanno prestato orecchio. Credevano che i prezzi degli immobili potessero continuare a salire pur con il reddito reale in calo. Venivano concessi mutui

a chiunque, non serviva neppure documentare il reddito. Alcuni mutui venivano concessi con la possibilità di uscire i prezzi delle case scendevano, i mutui erano opzioni a valore positivo. Persino i mutuatari meno smalzati riuscivano a capire che più denaro prendevano in prestito, più potevano guadagnare. Ma c'era chiaramente qualcosa di strano: regalare denaro non rientra nel modello di business delle banche, o quanto meno non regalarlo ai poveri (ai loro funzionari sì, attraverso ingenti gratifiche). Succedeva una cosa semplice: le banche erano intente a produrre pezzi di carta da poter rifilare a ignari acquirenti in tutto il mondo. Il sistema funzionava. Ma come è possibile che i regolatori non si siano accorti che era in atto qualcosa di profondamente inquietante?

**L**a bolla immobiliare ha alimentato i consumi, si tiravano fuori soldi dalla casa come da un bancomat a ritmo frenetico. I tassi di risparmio delle famiglie precipitavano. Ma né le banche di investimento né i regolatori sembravano nutrire preoccupazioni di sostenibilità. I regolatori dormivano: ora la Fed ha emanato disposizioni più severe: classico esempio di chiudere la stalla a buoi scappati. Troppi sui mercati finanziari folleggiavano e i regolatori non intendevano rovinare la festa. Ora, a crisi in corso molti di coloro che hanno tratto vantaggio dagli eccessi di Wall Street già lanciano l'allarme: attenzione alle reazioni sovradimensionate, evitiamo di imporre troppe regole. A mio giudizio corriamo un rischio ben maggiore: dobbiamo evitare una reazione sottodimensionata. Questa crisi ha molto da insegnarci sull'economia di mercato, la necessità e il tipo di regole, su come stabilire il giusto equilibrio tra i mercati e lo stato. È a nostro rischio e pericolo che ignoriamo questi insegnamenti.

Traduzione di Emilia Benghi