

# Wall Street, il silenzio dei controllori

Tra crisi del credito Usa ed esplosione degli scambi, il vero nodo è la super vigilanza mondiale

di **Alessandro Merli**

**G**arrison Keillor è l'interprete del Midwest profondo, il cantore di un'America rurale dai valori antichi, che da quasi quarant'anni celebra in un programma radiofonico, «Prairie Home Companion», sul quale Robert Altman ha costruito un film. I suoi eroi sono i semplici, a volte addirittura un po' ottusi, abitanti del Minnesota di origine scandinava. Nulla di più estraneo al mondo di Wall Street. Eppure, perfino Keillor l'altro giorno, nel culmine della tempesta finanziaria, si è chiesto: «Dov'erano i poliziotti?». I poliziotti intesi come controllori delle banche e dei mercati.

La domanda, posta da un non addetto ai lavori, è estremamente pertinente, perché il fallimento delle regole e dei controlli è individuato anche dagli esperti come una delle cause principali della crisi. Ed è su questo, al di là degli interventi di emergenza che peraltro non sono ancora arrivati al successo, che si sta già cominciando a lavorare per rafforzare il sistema finanziario. «La crisi - ha detto Philipp Hildebrand, vicepresidente della Banca nazionale svizzera e uomo di grande esperienza di mercato come ex gestore di uno dei più importanti hedge fund - dev'essere per le autorità e per le banche una vera e propria lezione di umiltà e prudenza».

Che qualcosa sia andato storto nella regolamentazione e nella vigilanza è ormai palese, e addirittura clamoroso per quanto concerne gli Stati Uniti, l'epicentro del terremoto, dove la combinazione della frammentazione dei controlli fra una molteplicità di agenzie e l'ampio ricorso all'autoregolamentazione dei protagonisti del mercato ha portato ai risultati che sono sotto gli occhi di tutti. Quanto al primo aspetto, le autorità americane si sono accorte da qualche tempo dell'inefficienza della suddivisione dei compiti fra diversi organi di controllo, tanto che il progetto di riforma previsto dal piano del segretario al Tesoro, Hank Paulson, della primavera scorsa accentra buona parte di queste funzioni nella Federal Reserve, anche se non è del tutto chiaro se la Fed abbia le capacità per esercitarle.

Sull'autoregolamentazione delle banche d'investimento, è eloquente (si veda l'articolo a pagina 16) l'ammissione del presidente della Securities and Exchange Commission, Christopher Cox, che questa settimana ha riconosciuto che «gli ultimi

sei mesi hanno chiaramente dimostrato

che la regolamentazione volontaria non funziona».

Sono stati i limiti delle regole e dei controlli, insieme ad altri fattori, come la persistente politica monetaria accomodante e l'innovazione finanziaria esasperata, a favorire in questi anni l'emergere di quello che è stato battezzato il «sistema bancario ombra», un enorme insieme di relazioni e prodotti finanziari largamente al di fuori della supervisione delle autorità: basti pensare all'esplosione del mercato dei Credit default swaps, il cui ammontare nazionale ha raggiunto i 62 mila miliardi di dollari.

## Le colpe di Basilea (1 e 2)

In alcuni casi, è stata la stessa regolamentazione, come le norme di Basilea sui requisiti patrimoniali delle banche, a incentivare la ricerca di scappatoie fuori dal radar dei controllori, come l'universo dei Siv e dei Conduit, società fuori bilancio create dalle banche per ridurre l'ammontare di capitale richiesto. O come l'assicurazione di molti istituti europei con il colosso americano Aig, ora fallito, proprio per aggirare i requisiti patrimoniali.

Anche Basilea 2, l'insieme delle nuove regole ancora in fase di applicazione, delle quali si è detto che avrebbero potuto evitare la crisi se introdotte prima, ha già mostrato la corda. Poggia, infatti, su due pilastri che i problemi dell'ultimo anno hanno mostrato essere estremamente inaffidabili: i metodi di valutazione del rischio elaborati dalle banche stesse e i giudizi delle agenzie di rating. Inoltre, nemmeno Basilea 2 risolve uno dei problemi più gravi del sistema finanziario nei suoi rapporti con l'economia reale, la «prociclicità», cioè l'alimentazione oltre il sostenibile dell'euforia nelle fasi positive e l'esasperazione della crisi in quelle negative.

Un tema sul quale infatti si è messo al lavoro, su mandato del G-7, il Financial Stability Forum (Fsf), il gruppo delle autorità di vigilanza presieduto dal governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi. Presenterà le sue conclusioni la prossima settimana, dopo una riunione ad Amsterdam: più riserve rispetto ai requisiti minimi nei periodi di crescita, maggiori accantonamenti a fronte del rischio di credito, attenzione alla valutazione e alla leva finanziaria.

## Fsf, una risposta internazionale alla crisi

Non solo su questo aspetto, «la risposta strutturale alla crisi non può che essere coordinata a livello internazionale», ha detto lo stesso Draghi, anche se oggi naturalmente la maggior parte delle attenzioni sono concentrate sugli Usa. Il problema è semmai di introdurla gradualmente, in modo

da non aggravare la crisi in corso, di non sfocare completamente l'innovazione e di ricordare che le difficoltà sono emerse inizialmente in settori del mercato che in teoria dovevano essere sottoposte alla regolamentazione e ai controlli e non in quelli che venivano additati come potenziali minacce alla stabilità, come gli hedge fund.

Il Fsf si muove su cinque aree: rafforzamento della vigilanza su capitale, liquidità e gestione del rischio; miglioramento della trasparenza e della valutazione; cambiamenti nel ruolo e l'uso dei rating; rafforzamento della capacità di rispondere ai rischi da parte delle autorità; creazione di procedure per affrontare le tensioni del sistema finanziario. L'Europa, che finora ha subito un impatto meno devastante, sta a sua volta riflettendo su due punti. Il primo è come potrebbe affrontare eventuali difficoltà dovute al crescente numero di istituzioni che operano in più Paesi (la proposta dell'ex ministro dell'Economia, Tommaso Padoa-Schioppa, per una maggior componente europea nella vigilanza non ha fatto breccia). Il secondo dove potrebbe trovare risorse per un salvataggio come quello che sta mobilitando l'amministrazione Usa (come sottolineato da Daniel Gros e Stefano Micossi il 18 settembre sul Sole 24 Ore nell'articolo «La capitolazione della Fed»).

## L'Europa, Tremonti e Sarkozy

Per molti, la soluzione di lungo periodo va tuttavia ben al di là delle risposte tecniche. Lo sostiene da tempo, per esempio, l'attuale ministro dell'Economia, Giulio Tremonti, che intende riproporre il tema grazie alla presidenza italiana del G-7 nel 2009. L'economista di Yale, Jeffrey Garten, ha suggerito la creazione di una Global Monetary Authority, che tenga conto della realtà ormai globalizzata della finanza. Lui stesso ammette che i tempi forse non sono ancora maturi. Intanto però, la settimana scorsa, il presidente francese ha rilanciato la questione di una profonda riforma delle istituzioni create oltre sessant'anni fa a Bretton Woods. «Non possiamo continuare a gestire l'economia del 21° secolo con le istituzioni del 20°», ha detto Nicolas Sarkozy in un discorso alle Nazioni Unite.

In effetti, istituzioni come il Fondo monetario o la Banca dei regolamenti internazionali sono rimasti finora largamente marginalizzati nella risposta alla crisi. Ogni reazione a caldo dovrà però evitare il pericolo di far qualcosa per mostrare che si sta facendo qualcosa, come è spesso la tentazione dei politici: gli Usa hanno il recente esempio della legislazione Sarbanes-Oxley, introdotta dopo lo scandalo Enron, che si è rivelata in larga parte controproducente.

alessandro.merli@ilsale24ore.com

>Perché le banche d'affari hanno assunto rischi abnormi senza essere fermate dalla Sec? >Quali le colpe di Fed e Tesoro Usa? >Come mai il contagio si è trasferito senza filtri su scala internazionale? >Quale lezione devono trarre le imprese italiane?

**Tre questioni fondamentali.** La revisione delle regole

# 1

## CONTRASTARE IL «SISTEMA OMBRA»

● La crisi finanziaria che ha colpito i mercati finanziari e destabilizzato le grandi investment bank statunitensi ha suscitato vivaci critiche all'attuale sistema di regole e di vigilanza. Un sistema che si è rivelato insufficiente a contenere lo sviluppo di quello che è stato definito un enorme «sistema bancario ombra». La scarsa trasparenza di intere categorie di prodotti estremamente complessi, l'utilizzo di società-veicolo fuori bilancio da parte delle banche, l'eccessivo affidamento sulle valutazioni delle agenzie di rating e l'apparente dispersione del rischio hanno contribuito, prima dello scoppio della crisi, a limitare l'efficacia della vigilanza.

### TROPPI POTERI E DEREGULATION

Il mix dei due fattori ha lasciato i mercati senza controlli adeguati

### E L'EUROPA SI INTERROGA

I dubbi sull'eccesso di istituzioni nazionali e sulla forza di reazione

# 2

## LIMITARE L'EFFETTO PROCICLICO

● Le attuali regole del sistema finanziario internazionale sono considerate fortemente «procicliche». Questo significa che tendono ad accentuare sia le fasi di espansione del ciclo economico, quando un'eccessiva disponibilità di credito rischia di generare dei boom insostenibili, sia quelle di contrazione, quando il blocco del credito aggrava la situazione dell'economia reale. Il problema è stato individuato dalle autorità, tanto che il Financial Stability Forum, presieduto dal governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, proporrà, dopo la sua riunione di domani e martedì a Amsterdam, un ventaglio di possibili opzioni per mitigarlo.

# 3

## RIFONDARE BRETTON WOODS

● La crisi ha mostrato l'esigenza di una maggior cooperazione internazionale sulle regole e la supervisione della finanza globale. Molti leader politici, il presidente francese Nicolas Sarkozy in testa, sono convinti che le contromisure adottate finora per affrontare la crisi finanziaria siano troppo timide e che le istituzioni finanziarie internazionali, oltre sessant'anni dopo Bretton Woods, siano inadeguate per risolvere i problemi di oggi. Sarkozy propone quindi una rifondazione di queste istituzioni, una sorta di nuova Bretton Woods, un'idea avanzata anche dal ministro dell'Economia italiano, Giulio Tremonti.

531,2

## L'insostenibile equilibrio dei mercati

Valore complessivo di mutui e cartolarizzazioni immobiliari Usa e dei prodotti derivati su scala mondiale  
Dati fine 2007  
Migliaia di miliardi \$

**Derivati complessivi mondiali**

55,0

**Derivati di credito Cds mondiali**

3,0

**Cartolarizzazioni di secondo livello Cdo mondiali**

4,2

**Cartolarizzazioni di mutui Usa**

12,1

**Mutui complessivi negli Stati Uniti**

1,7

**Mutui immobiliari subprime**

