

Lettera

Big del credito e listini opachi, un connubio che non regge più

di Antonio Foglia *

Gentile direttore, si dice che sbagliando si impara, ma, per quel che riguarda le crisi finanziarie recenti, non sembra purtroppo essere stato così. Faccio qualche esempio, cominciando dagli operatori.

Nel 1998, John Reed, allora Ceo di Citigroup, dovette prestare fondi alla metà delle banche del sindacato costituito dalla Federal Reserve per salvare dal fallimento l'hedge fund Ltcn, perché alcune di esse non avevano liquidità sufficiente avendo speculato in modo analogo allo stesso Ltcn. Reed gestiva Citigroup con il doppio del capitale minimo richiesto dalle autorità e dai modelli di controllo del rischio, dopo che la banca si era già ritrovata tecnicamente insolvente nella crisi delle Savings & Loans americane dei primi anni 90. Oggi anche Citigroup è costretta a mendicare petrodollari per ricapitalizzarsi a condizioni onerose dopo aver commesso errori simili a quelli effettuati dalle altre banche nel '98. A condurla a ciò non è stato Reed, ma Chuck Prince e Robert Rubin.

Bob Rubin, che nel 2007 è stato al vertice di Citigroup, era ministro del Tesoro Usa proprio nel '98, e qui veniamo alle autorità. Nella sua interessante autobiografia (Robert E. Rubin, *In An Uncertain World*), curiosamente ha dedicato alla crisi bancaria scatenata da Ltcn mezza paginetta appena contro le decine di pagine scritte su ciascuna delle altre crisi, da quella del Messico, a quelle dei Paesi asiatici e della Russia. Anche nella più recente biografia di Greenspan (*The Age of Turbulence*) alla crisi di Ltcn sono dedicate solo 3 pagine... Nemmeno le autorità, quindi, sembrano aver tratto dalla crisi bancaria del '98 le dovute conseguenze.

È quindi forse il caso di rimettere in discussione l'intera architettura del sistema finanzia-

rio, diventato talmente rigido e bancocentrico da aver perso una delle caratteristiche più importanti dei mercati ossia quella di imporre a tutti i partecipanti, per sopravvivere, la disciplina di dover imparare dai propri errori. In pratica, nell'attuale sistema finanziario le banche sono soggette ad una cappa di normativa e vigilanza pesante, ma clamorosamente inefficace, salvo che nel garantire al settore un'operatività in regime di concorrenza solo parziale grazie alle alte barriere all'entrata. Inoltre le grandi banche sono in realtà deresponsabilizzate perché non possono essere lasciate fallire, ma sono autorizzate ad essere i perni di vasti e opachi mercati non regolamentati

QUELLE STRANE OMISSIONI

Sia Rubin che Greenspan dedicano solo poche righe delle proprie autobiografie all'imbarazzante fallimento dell'hedge fund Ltcn

di attività finanziarie e derivati, di cui spesso abusano anche speculando con una leva finanziaria perfino superiore a dieci volte i mezzi propri, come fossero hedge fund.

Gli alti rendimenti sui mezzi propri che conseguono, tra il 10% ed il 30%, analoghi a quelli degli hedge fund, originano poi vari eccessi, tra cui l'enormità di alcuni compensi ai collaboratori. In queste condizioni, come abbiamo purtroppo visto, bastano perdite modeste, come quella degli utili di un solo anno, perché le banche si ritrovino in gravi difficoltà e debbano tecnicamente o liquidare dal 10% al 30% delle proprie posizioni in mercati opachi e poco profondi che non possono assorbire tali vendite, oppure, come sta accadendo, ricorrere ad aumenti di capitale di emergenza per non infrangere troppo a lungo la normati-

va di vigilanza mentre le autorità chiudono temporaneamente un occhio, o due.

In un periodo in cui si stanno modificando i flussi e le modalità dell'intermediazione finanziaria sarebbe importante ridare spazio alla creatività e alla disciplina del mercato. Il fine della stabilità dei mercati finanziari non può più essere perseguito garantendo la stabilità degli intermediari, il cui ruolo evolve più velocemente di quanto possano adeguarsi gli strumenti di vigilanza e intervento dell'autorità. Bisogna allentare i vincoli sugli intermediari ma, al tempo stesso, responsabilizzarli lasciandoli fallire se sbagliano, ma senza che ciò travolga il sistema.

Oggi oltre due terzi dei prodotti finanziari e derivati sono trattati su mercati non regolamentati dominati da una dozzina di grandi banche che fanno leva sulla loro immunità al fallimento, garantita dalle autorità, e mantengono una segmentazione artificiale di prodotti, scadenze e controparti. In questi mercati non regolamentati, le negoziazioni sono spesso solo su base bilaterale e basta una crisi, tutto sommato quantitativamente modesta come quella dei subprime, per congelare gli scambi nell'incertezza riguardo a prezzi poco significativi e alla solvibilità delle controparti. La scoperta dell'improvvisa illiquidità delle proprie posizioni spinge ora banche ed operatori a tesaurizzare tutta l'eventuale liquidità offerta dalle autorità monetarie, in una sorta di trappola che rende inefficaci gli strumenti classici di intervento.

Un'architettura del mercato finanziario e del credito diversa è possibile. Per esempio i mercati regolamentati dei futuri, dove anche le banche devono versare un margine di garanzia, offrono trasparenza di strumenti, prezzi e scambi, e responsabilizzano ogni operatore sul proprio destino finanziario in quanto il mercato è so-

stanzialmente immunizzato dal suo eventuale fallimento proprio dai margini versati alla stanza di compensazione. Su questi mercati le grandi banche non godono della garanzia implicita di non poter fallire che assicura invece loro una rendita di posizione sui mercati privi di stanza di compensazione. Non a caso quando una Borsa cerca di standardizzare e quotare un nuovo contratto di successo, come Euronext tenta di fare con i credit default swaps, le grandi banche boicottano l'operazione.

Come mutare questi comportamenti? Basterebbe che fossero richiesti alle banche requisiti di capitale molto più elevati per posizioni prese su mercati non regolamentati rispetto a quelli necessari per le operazioni sui mercati regolamentati. Ciò porterebbe molta dell'operatività bancaria attuale in un alveo di maggiore profondità e trasparenza.

Purtroppo invece le nuove normative vanno spesso nella direzione opposta. Basilea 2, infatti, era stata pensata addirittura per allentare i requisiti minimi di capitale per le grandi banche, a parità di operatività, ed assegna un ruolo ancora più importante alle ormai screditate agenzie di rating. La Mifid pure allenta i vincoli alla concentrazione degli scambi, il che diminuisce la significatività dei prezzi e la profondità del mercato svuotando anche di significato l'imperativo della "best execution".

Già prima della crisi dei mutui subprime vi erano stati alcuni segnali che le autorità stavano rendendosi conto sia della pericolosità di un sistema basato su una mezza dozzina di banche "too big to fail" come perni di vastissimi ma opachi mercati non regolamentati che dell'ineadeguatezza dei loro attuali strumenti di intervento, come ha sottolineato Marco Onado ieri sul Sole 24 Ore. Speriamo che questo secondo allarme, dopo quello del 1998, le induca finalmente ad agire con il coraggio necessario per contrastare gli interessi dei propri principali vigilati con cui sono spesso in mal-sana simbiosi. Prima che sia veramente troppo tardi.

* Banca del Ceresio e Global Selection Sgr