

# La crisi finanziaria internazionale: le regole da riscrivere e le prospettive future

## The international financial crisis: new rules and future outlook

La regolamentazione finanziaria deve porre rimedio ai molti errori commessi, per ridurre sensibilmente la probabilità che crisi della portata di quella appena verificatasi si ripetano in futuro. Non servono piccoli aggiustamenti, ma nuove regole basate su principi diversi, tra i quali: la necessità di estendere i controlli di vigilanza a tutti gli operatori, in particolare a quelli del «sistema bancario ombra» la correzione del meccanismo degli incentivi, la limitazione del rischio a cui sono esposti gli intermediari.

**Joseph E. Stiglitz**  
Columbia University

Financial regulation is required to find a remedy to the many mistakes made, and to prevent the possibility of a new crisis in the future. In this context small adjustments are not sufficient, but it is necessary to define new rules based on different principles, including: the need to extend the supervisory controls to all players, the correction of the incentive mechanism, the reduction of risks for intermediaries.

### 1 Introduzione

Un sistema finanziario efficiente, elemento essenziale di ogni economia sviluppata, deve saper indirizzare i fondi verso gli investimenti più produttivi e offrire strumenti per gestire i rischi finanziari. Purtroppo, negli ultimi anni, il sistema finanziario statunitense non è riuscito a svolgere queste importanti funzioni. Esso ha canalizzato miliardi di dollari nel mercato immobiliare, alimentando una bolla speculativa, invece di finanziare imprese con progetti di investimento innovativi che, fatta salva l'ottima, seppur limitata, attività svolta dai venture capitalist, se intrapresi, avrebbero aumentato la produttività dell'economia americana. Inoltre, ha aumentato il rischio di possedere una casa dandola a chi non se la poteva permettere e ora molti quartieri sono devastati dai pignoramenti.

Nonostante questo, il sistema finanziario ha attirato un'elevata quota di risorse economiche: negli anni recenti oltre il 30% dei profitti delle imprese industriali statunitensi è andato al solo settore finanziario. Così facendo abbiamo commesso un grande errore: il sistema finanziario dovrebbe essere un mezzo per raggiungere il fine ultimo dello sviluppo economico; invece, in

Usa è stato un fine e non un mezzo al servizio dello sviluppo.

Le conseguenze più evidenti di questi errori sono un aumento della disuguaglianza sociale, che negli Usa è tornata ai livelli degli anni Trenta, e la recessione mondiale in corso; la peggiore dalla Grande Depressione. Ma molti saranno anche gli effetti negativi sulla crescita di lungo periodo.

### 2 Gli interventi di salvataggio del sistema bancario americano

Centinaia di miliardi di fondi pubblici sono stati utilizzati per salvare le banche statunitensi in difficoltà. I 700 miliardi del programma Tarp (Troubled Asset Relief Program) sono solo una piccola parte dello sforzo complessivo che, secondo recenti stime, si aggira intorno ai 7.000 miliardi di dollari. Il primo piano proposto da Paulson fu subito definito «cash for trash» (soldi in cambio di spazzatura) poiché attribuiva un valore troppo alto ai titoli tossici presenti negli attivi delle banche. Le successive modifiche al piano Paulson non lo hanno migliorato e la recente proposta del nuovo presidente Obama non è molto differente dalle precedenti. La domanda fondamentale che ci dobbiamo porre è: «chi si farà

Keywords: crisi finanziaria, intervento pubblico, regolamentazione

Jel codes: G01, G21, G28

L'articolo trae dall'intervento del premio Nobel Joseph Stiglitz al convegno organizzato il 5 maggio 2009 a Roma da ABI e ABI Formazione "Fixing Finance".

carico delle perdite?». Con il meccanismo proposto dal governo Usa se le perdite sui titoli tossici saranno molto elevate andranno a finire nel bilancio pubblico. Ma questo sistema crea un incentivo perverso che incoraggia le banche a non rinegoziare i mutui con le famiglie in difficoltà, aspettando l'intervento dello Stato in caso di default.

L'ammontare delle perdite è chiaramente spaventoso e la sostenibilità fiscale di lungo periodo è a rischio. È utile ricordare che nel 2001, quando Bush è diventato presidente, il debito pubblico era di circa 5.700 miliardi di dollari. Alla fine del suo secondo mandato, se includiamo anche la nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac, il debito è più che triplicato. Proprio per questo è essenziale che i salvataggi bancari (bail-out) avvengano in modo da non gravare sulle casse dello Stato.

Nelle economie capitalistiche esiste un metodo standard per affrontare questi problemi che consiste nella conversione delle azioni in obbligazioni. Se questa soluzione venisse applicata al settore bancario statunitense, le imprese in difficoltà si troverebbero con un capitale tale da poter attutire l'urto delle perdite, senza bisogno di interventi pubblici, e riporterebbe anche la fiducia sui mercati finanziari. Il governo Usa ha invece deciso di utilizzare la strada sbagliata salvando le banche con un enorme esborso di fondi pubblici.

### **3 La regolamentazione**

Per molti anni il comportamento degli organi di vigilanza statunitensi è stato influenzato, e per certi versi distorto, dalla teoria economica dominante. Fino a poco tempo fa si credeva fermamente nella capacità dei mercati di aggiustarsi in modo automatico e di auto-regolamentarsi. Ma, nella lunga storia del capitalismo, i mercati non si sono mai aggiustati da soli e la deregolamentazione è stata spesso la causa di gravi crisi finanziarie, non ultima quella in corso. Quando ero consigliere economico di Clinton sono stato coinvolto in molte discussioni riguardanti questo tema e ho sempre sostenuto che non c'è una solida teoria dietro le politiche di deregolamentazione. Per esempio, quando si discuteva dell'abolizione del Glass-Steagall Act chiedevo come avremmo gestito i conflitti

d'interesse tra le due tipologie di banche che sono stati così evidenti durante la Grande Depressione. Mi è stato detto che avremmo costruito delle «muraglie cinesi»; ma io non ho mai creduto a questa soluzione. Se i muri vengono costruiti troppo bassi, allora possono essere scavalcati; se invece vengono costruiti troppo alti allora che necessità c'è di unire le due tipologie di banche? È curioso notare come molti dei miei rivali in quelle discussioni sono tornati ora a Washington per cercare di risolvere i problemi da loro stessi creati alcuni anni fa.

Negli ultimi 30 anni ci sono state moltissime crisi finanziarie: Stati Uniti 1988, Paesi Nordici 1991, Messico 1994, Asia 1997, Russia 1998, Turchia 2000, Argentina 2001, solo per citare le più conosciute. Ognuna di queste crisi ha coinvolto le istituzioni finanziarie americane che prima hanno concesso prestiti a persone con basse capacità di rimborso e poi, quando sono arrivati i problemi, si sono rivolte alle istituzioni internazionali (Fondo Monetario e Banca Mondiale) e al governo Usa per essere aiutate. Questi salvataggi hanno di fatto aumentato l'azzardo morale creando incentivi per il sistema finanziario Usa a prendere sempre più rischi.

La regolamentazione finanziaria deve ora porre rimedio ai molti errori commessi.

Il primo punto importante è che la regolamentazione deve essere estesa anche agli operatori dello shadow banking system. Appare logico che se una parte del sistema è molto regolamentata e una parte invece non lo è, il maggior numero di transazioni avvenga nella parte meno regolamentata, sfuggendo ai controlli di vigilanza.

Il secondo punto è che la trasparenza non è sufficiente a proteggere gli investitori da prodotti troppo rischiosi. Negli anni passati sono stati creati strumenti finanziari così complicati che, anche con una maggiore trasparenza, neanche i loro stessi creatori ne avrebbero capito appieno la rischiosità effettiva.

Il terzo punto riguarda gli incentivi. Su questo tema vorrei citare due esempi importanti in cui gli incentivi vanno corretti: le stock options e le agenzie di rating. Il meccanismo delle stock options consiste in una struttura di remunerazione che spinge verso una cattiva contabilità poiché mag-

giori sono i profitti dichiarati dall'impresa, maggiore è il valore delle azioni e maggiore è la ricompensa dei manager. La conseguenza di una cattiva informazione è un'errata allocazione di risorse finanziarie a danno della crescita economica. Passando al secondo esempio, le agenzie di rating operano in un chiaro conflitto d'interesse visto che vengono pagate dai soggetti che devono valutare. In questo contesto sono incentivate ad emettere giudizi che sottostimano la rischiosità effettiva dei titoli finanziari a scapito degli investitori e della stabilità finanziaria.

Il quarto problema da affrontare è la limitazione del rischio a cui gli intermediari si possono esporre. Non importa quanto siano giusti gli incentivi, ma quando scommetti con i sol-

di altrui hai sempre l'incentivo ad assumere molto rischio. In questo ambito, sarebbe opportuno avere un controllo sul leverage che sia contro-ciclico.

Il quinto problema da risolvere è quello delle istituzioni troppo grandi per fallire (Too Big Too Fail - Tbtff). Istituzioni Tbtff hanno incentivi perversi: se i loro investimenti vanno bene, si tengono i profitti, se vanno male lo Stato paga il conto. È imperativo affrontare questo problema dividendo queste imprese in entità più piccole.

Per ridurre sensibilmente la probabilità che crisi di questa portata si ripetano in futuro, la regolamentazione finanziaria va completamente riscritta. Non servono piccoli aggiustamenti, ma nuove regole basate su principi diversi. ■