

Presunzioni fatali

Perché regolamentazione, armonizzazione e eurobond non aiuteranno l'Europa a uscire dalla crisi
di Konrad Hummler

Introduzione

Vorrei partire con due osservazioni personali: prima di tutto, vorrei precisare che non intervengo in quanto banchiere svizzero – cosa che ovviamente sono – ma in qualità di economista, in generale, nonché di europeo, in quanto da molti anni sono membro dello European Policy Forum e in questa veste ho partecipato a numerosi dibattiti sul futuro dell'architettura del sistema finanziario europeo.

In secondo luogo, giacché stiamo affrontando una delle crisi più gravi del sistema finanziario o, per essere più precisi, del sistema dell'euro, se vogliamo valutare la ragionevolezza (o la sua assenza) di un nuovo ordine di mercato (unico) per l'Europa dobbiamo necessariamente evidenziare i numerosi difetti che hanno condotto alla presente crisi.

E dunque, quali sono i difetti che costituiscono le cause essenziali della crisi finanziaria del 2008/2009 e di oggi? Mi pare evidente che le radici della crisi finanziaria vanno fatte risalire a:

- a) le erronee e illusorie garanzie offerte ai più svariati beneficiari in più di un sistema. In altri termini, garanzie prestate esplicitamente o, in qualche modo, implicitamente, che è anche peggio a causa dell'ambiguità del messaggio rivolto alle forze di mercato. Ad esempio, nel mercato statunitense dei mutui immobiliari non vi sarebbe stata alcuna speculazione se non fosse stato per le garanzie prestate ad enti legati al governo federale quali Fannie Mae e Freddie Mac con l'assicurazione che il governo stesso sarebbe intervenuto per coprire tutti i tipi di rischio di insolvenza. La bolla speculativa nel sistema finanziario che ha preceduto la crisi del 2008-2009 si basava sull'assunto erroneo di un salvataggio generale. Non vi sarebbe stato alcun problema legato a CDO (*Collateralized Debt Obligations*) o SIV (*Special Investment Vehicle*) nei bilanci delle banche britanniche o tedesche se non vi fossero state le illusioni create da questi soggetti che non possono essere definiti soggetti di mercato.
- b) il secondo errore che sottende la recente crisi va ravvisato nell'assunto che una "migliore regolazione" o una "migliore supervisione", quale che sia il significato di tali espressioni, possa creare un ambiente in prima approssimazione esente da rischi nel quale i partecipanti al mercato possano svolgere le proprie attività. Così facendo, per lungo tempo ogni premio al rischio è stato ridotto o addirittura eliminato, inviando

Konrad Hummler è Managing Partner della banca Wegelin & Co Banchieri Privati. È inoltre, tra l'altro, Presidente della Camera di Commercio di St. Gallen-Appenzell e membro del Comitato di vigilanza di Deutsche Börse. Hummler è membro del think tank European Policy Forum.

Testo presentato al Seminario EPF/IBL sull'European Single Market Act, Bruxelles, 2 dicembre 2010

così i segnali sbagliati agli operatori. Oggi è perfettamente chiaro che nessun regolatore al mondo è riuscito a valutare i rischi nel periodo precedente alla crisi: ciò è vero tanto per la SEC americana quanto per la FSA britannica, la BAFIN tedesca o la FINMA svizzera. Questo fallimento è dovuto ad una fede eccessiva nei modelli matematici e ad una grottesca sopravvalutazione delle proprie capacità. Sia le illusorie garanzie di salvataggio, sia l'erroneo assunto della possibilità di un ambiente esente da rischi hanno condotto ad un eccesso di positività e di ottimismo nella concezione generale dei rischi effettivi e ad un ammontare forse fatale di leva finanziaria, tanto nel sistema bancario quanto nel debito pubblico degli Stati. Di conseguenza dobbiamo chiederci: quali tratti dovrebbe avere una cornice adeguata (o migliore) per un mercato unico ben funzionante? A parer mio, il requisito principale dovrebbe consistere nell'eliminazione dei gravi difetti che ho illustrato. In altri termini, dobbiamo creare un quadro normativo che non produca l'illusione del salvataggio o di un regolatore dotato di facoltà quasi divine e in grado di eliminare tutti i rischi connaturati alle attività economiche. Ovvero, per esprimere il medesimo concetto in termini positivi, una cornice che incentivi ad assegnare il prezzo opportuno ai rischi esistenti al fine di permettere alle forze del mercato di scoprire continuamente nuovi equilibri, che in fondo rappresentano i soli fattori in grado di "garantire" una approssimativa stabilità.

E dunque, esaminiamo tre delle iniziative proposte, ossia:

- a) il sistema europeo di vigilanza (Rapporto Monti p. 66-69)
- b) il sistema degli Euro-bond (Rapporto Monti p. 66-69)
- c) le idee in merito alle attività bancarie *cross-border* (Single Market Act p. 40-41).

Nutro forti dubbi in merito alla possibilità che tali iniziative vadano nella direzione giusta. Permettetemi di fornire alcuni esempi.

Il sistema europeo di vigilanza

Pur sapendo che il nuovo sistema di vigilanza europeo è già stato costituito e che assumerà le proprie responsabilità a partire dal gennaio 2011, è comunque degno di nota il fatto che un sistema più grande e a un livello più alto non equivale necessariamente ad un sistema migliore o meno soggetto a fallimenti. Nella maggior parte dei casi la maggiore complessità di un sistema ne vanifica le economie di scala. Questa considerazione non è meno valida per i regolatori: basti pensare alla SEC. In secondo luogo, vi è il pericolo che un solo regolatore di alto livello possa produrre rischi maggiormente correlati tra loro. Terzo, la vigilanza, nell'accezione che comunemente ne danno gli esponenti politici e i soggetti operanti nel mercato, crea una responsabilità che dev'essere assolta con il sostegno di una solida credibilità istituzionale. Possiamo dire che questo fattore valga nel caso del sistema europeo di vigilanza? Quarto, devo esprimere il leggero sospetto che, nell'ambito di questa iniziativa, più che realizzare una maggiore efficienza del mercato il vero scopo del regolatore europeo sia quello di far crescere i costi dei rivali (il rivale essendo Londra, mentre i regolatori si trovano a Parigi e Francoforte).

Il fondo europeo di finanziamento

Se guardiamo all'iniziativa di istituire un fondo europeo di finanziamento per gli Stati membri, il cosiddetto Euro-bond, bisogna ammettere che, dal punto di vista finanziario, questa idea appare ragionevole. Raccogliere rischi diversi, ma simili, e raggrupparli in una sorta di portafoglio riduce il rischio complessivo in virtù della diversificazione.

In termini di efficienza e di organizzazione del mercato l'Euro-bond rappresenterebbe uno strumento contraddistinto da elevata liquidità e forte capacità di "collateralizzazione", riducendo così i rischi sistemici, per esempio presso controparti centrali quali organizzazioni di compensazione (*clearing*) e liquidazione (*settlement*). Lo strumento finanziario che è stato congegnato ha tutte le caratteristiche di una CDO (*Collateral Debt Obligation*), ossia di uno strumento che, dopo la crisi finanziaria negli Stati Uniti, ha assunto una certa notorietà.

Di per sé le CDO non sono né buone né cattive: quello che conta è piuttosto il loro contesto. Tali strumenti, quindi, possono funzionare correttamente solo se:

- a) i rischi caratteristici che le sottendono vengono resi trasparenti e, pertanto, è possibile assegnare a ciascuno di essi un prezzo;
- b) ogni effetto di solidarietà tra debitori è escluso (in caso contrario la condizione (a) non è operativa);
- c) non viene offerta alcuna garanzia esplicita (o, peggio ancora, implicita) da parte di una istanza superiore;
- d) l'Euro-bond sarà soggetto alla concorrenza di altri veicoli di finanziamento alternativi. Di conseguenza, l'obbligo di partecipazione per gli Stati membri sarebbe estremamente controproducente. Per giunta ciò istituirebbe un meccanismo di trasferimento dai debitori "buoni" a quelli "cattivi".

Personalmente, nelle condizioni imposte dai principi di Maastricht, dubito che l'Unione Europea possa creare un Euro-bond privo dei difetti appena menzionati. Il mio giudizio? Grande idea, ma possibilità ancora più grande di un nuovo fallimento.

Operazioni bancarie transfrontaliere

Su questo tema vorrei osservare molto brevemente che la proposta in merito è certamente ragionevole in termini di apertura dei mercati a tutti i partecipanti disposti a soddisfare le esigenze della comunità e del mercato, e in grado di farlo. Nondimeno devo aggiungere che, a parer mio, in ultima analisi il rischio di credito (che in definitiva è l'essenza dell'attività bancaria) è sempre locale e personale. Si tratta di pagare gli interessi e restituire il capitale. Il creditore deve conoscere il debitore. Pertanto non si devono sopravvalutare gli effetti positivi delle attività bancarie transfrontaliere. L'ipotesi meno raccomandabile sarebbe quella di forzare le banche per mezzo di una sorta di sussidio alle attività transfrontaliere: per i debitori sarebbe troppo facile ottenere nuovi prestiti da parte di concorrenti, nuovi e inesperti, delle loro banche locali. Lasciamo operare le forze di mercato ed escludiamo a priori qualsiasi ipotesi di salvataggio, particolarmente per questo genere di attività!

Conclusione

Per riassumere: ritengo che il problema fondamentale dell'attuale crisi finanziaria nell'Unione Europea non sia dovuto all'assenza di una vigilanza e di una regolazione di livello superiore, bensì alla presenza di troppe qualità o garanzie date per scontate, che di fatto non possono esistere o che non potrebbero mai essere rispettate da qualsiasi istituzione, per quanto potente. Personalmente avrei preferito vedere un'iniziativa in direzione di una "spina dorsale" davvero stabile per il sistema finanziario in cui i rischi siano collateralizzati, piuttosto che un'illusoria organizzazione generale che in definitiva non può che fallire, ovvero quello che è il sistema dell'euro al momento.

IBL Focus

CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.