

LA CRISI DEI MERCATI

LA BATTAGLIA DEI TASSI

L'America si muove, l'Europa no

La Federal Reserve taglia il tasso di sconto. Ora Trichet potrebbe rinviare il rialzo di settembre

di Bianca Di Giovanni / Roma

OSSIGENO È stata una riunione straordinaria a ridare ossigeno ai mercati. Una di quelle riunioni che non si vedeva dall'11 settembre del 2001. Il Board operativo della Fed si è riunito l'altroieri alle 6 di pomeriggio per decidere il taglio del tasso di sconto. Lo ha

annunciato solo ieri, ma il mercato aveva già «annusato» la svolta, tanto che Wall Street è stata l'unica Borsa in recupero nel giovedì nero.

Ieri agli umori si è aggiunta l'ufficialità: il tasso di sconto in America è passato dal 6,25 al 5,75. Mezzo punto in meno. Una manovra azzeccata, insieme ad un'altra iniezione di liquidità di 6 miliardi di dollari. Un uno-due che ha fatto rimbalzare i principali mercati mondiali. Ma più che la «matematica» dei punti base, a ridare fiato ai mercati sono state le parole dello «statement» (la nota) diffusa dalla Federal Reserve. Le condizioni di mercato «si sono dete-

riorate e la difficile situazione di accesso al credito - si legge - assieme alle maggiori incertezze, possono essere di ostacolo alla crescita economica. Il comitato sta monitorando la situazione, ed è pronto ad agire in base alle necessità per mitigare gli effetti contrari». Insomma, il Fomc (cioè il braccio di politica monetaria della banca centrale americana) comincia a vedere rischi per l'economia reale. Per gli investitori l'osservazione ha il sapore dell'anticipazione: la banca è in procinto di tagliare anche il principale tasso di riferimento, il Fed Fund, oggi fissato al 5,25%. Il tasso limato ieri, infatti, si riferisce solo all'interesse sui prestiti che la banca centrale concede alle banche che ne fanno richiesta in caso di emergenza. È il Fed Fund, invece, ad indicare l'obiettivo più generalizzato di costo del denaro per l'economia reale. Una reazione molto diversa è arri-

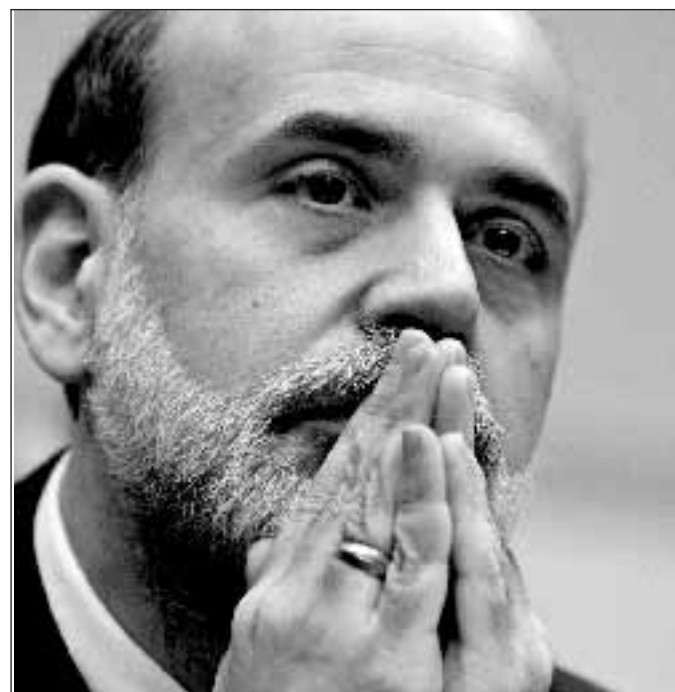
vata dall'Eurotower di Francoforte. Nessuna riunione straordinaria, e per ora nessun nuovo annuncio sui tassi da parte della Bce. Sulla carta siamo fermi alle comunicazioni che lasciavano presagire un'ulteriore stretta, cioè un rialzo, per la riunione del 6 settembre. Ma dopo la bufera «sub-prime» molti si aspettano

che la banca centrale europea resti ferma ai livelli attuali. Che sono comunque più bassi di quelli del Nuovo Continente. In Europa, infatti, il tasso di riferimento è fissato al 4% (contro il 5,25% degli Usa) mentre quello di sconto è al 5% (contro il 5,75 americano). A far presagire la decisione di mantenere i tassi invariati è stata un'esternazione del

presidente della Bundesbank e consigliere della bce, Axel Weber, che non ha voluto parlare di «grande vigilanza», la locuzione usata a Francoforte per preannunciare una stretta monetaria. Ma per ora siamo soltanto alle supposizioni: raramente la Bce si discosta dal percorso annunciato

ai mercati. Francoforte non ama le sorprese; preferisce preparare il terreno dando il tempo agli investitori di adeguarsi alle proprie decisioni. A differenza della Fed, che gioca spesso repentinamente con la leva monetaria. Ma le due banche centrali sono «costituzionalmente» molto diverse. Se a Washington la «mission» è dupli-

ce, cioè crescita e controllo dei prezzi, Francoforte si concentra sul solo obiettivo di mantenere bassa l'inflazione. Senza contare che la Bce deve «tenere assieme» Paesi dalle economie molto diverse tra loro, ed ha una struttura «federale» (con tutte le banche centrali dei diversi Paesi) che rende più lento il processo decisionale. Per di più negli Stati Uniti è molto spesso l'economista ad anticipare le decisioni della Fed. Per la banca centrale, infatti, i tassi costituiscono degli obiettivi da raggiungere. Ma stando a quanto riferiscono osservatori già in questi giorni il tasso di riferimento è sceso sotto il 5,25% ufficiale. Secondo l'economista Nouriel Roubini il tasso effettivo è in media al 4,79%. La Fed annuncerà ufficialmente le sue decisioni sul costo del denaro solo il 18 settembre. La crisi, che ieri sembrava volgere al meglio, resta al centro dei colloqui internazionali. I ministeri delle finanze e le banche centrali del G7 sono in continuo contatto tra loro. In tutta Europa si sta monitorando la portata della finanza speculativa. La prima mappatura italiana dei mutui subprime - a cui lavorano Bankitalia e Consob - dovrebbe arrivare tra una settimana. Dalle autorità di vigilanza giungono comunque segnali rassicuranti.



Il presidente della Federal Reserve, Bernanke Foto Ansa



Il presidente della Bce, Trichet Foto Ansa

PARIGI

Sarkozy chiede chiarimenti a Bnp Paribas

Il governo francese ha convocato i vertici di Bnp Paribas, la banca d'Oltralpe che in Italia controlla Bnl, per chiedere chiarimenti sul recente congelamento di tre fondi d'investimento del gruppo incappati nella crisi dei mutui subprime americani. Il ministro dell'economia Christine Lagarde ha ricevuto ieri l'amministratore delegato Baudouin Prot: «Mi ha fornito le informazioni di cui avevo bisogno - ha riferito la responsabile del dicastero - ci preoccupiamo di quello che fanno gli operatori, so che attualmente sono attivamente impegnati verso la rapida riapertura di questi tre fondi».

Bnp Paribas nel frattempo ha assicurato che la sua esposizione ai mutui subprime è «limitata e gestibile», e che il congelamento dei tre fondi non intaccherà i risultati finanziari: la loro riapertura verrà effettuata «non appena sarà possibile», forse già «prima della fine del mese di agosto». E il capo dell'asset management Alain Papiasse ha precisato: «I rischi sui guadagni trimestrali sono pari a zero», evidenziando come eventuali perdite ricadrebbero sugli investitori stessi. Parole che non sono bastate a tacitare le perplessità dell'esecutivo guidato da Nicolas Sarkozy sulle modalità con cui il gruppo bancario ha gestito la comunicazione della vicenda. L'annuncio del congelamento dei fondi risale al 9 agosto scorso, ed è stato seguito da pesanti cadute sulle piazze finanziarie, già tese per il crescente deterioramento della situazione sui mutui Usa e per il venir meno di liquidità con cui effettuare operazioni. Lo stesso giorno scattarono gli interventi di emergenza da parte della Bce, della Federal Reserve americana e di altre Banche centrali, che hanno iniettato centinaia di miliardi di extra liquidità nel sistema interbancario.

FINANZA L'Europa avvia un'indagine, i mercati non si fidano più: origini, funzioni e segreti delle protagoniste del sistema finanziario

Nessuno giudica le agenzie di rating: è ora di cambiare

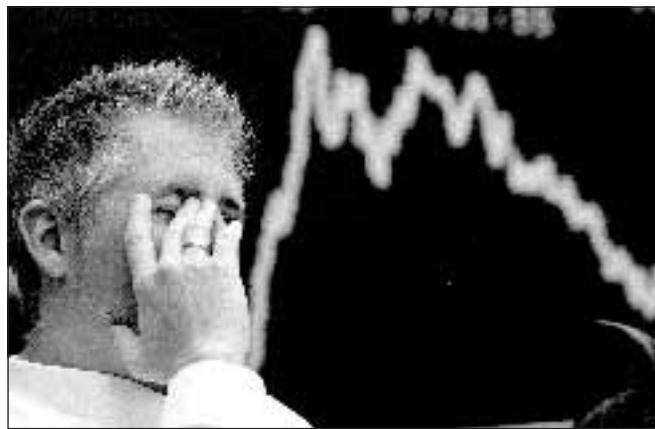
/ Roma

Con questa storia dei mutui «subprime» sono finite nell'occhio del ciclone. E ci resteranno a lungo, visto che Bruxelles ha deciso di metterle «sotto processo», ipotizzando anche dei forti conflitti di interesse nella loro governance. Sono le celebri agenzie di rating, quelle che danno le «pagelle» a imprese pubbliche e private, a banche, a prodotti finanziari e anche agli stati sovrani. A dire la verità sotto la loro lente passa il debito di tutte le istituzioni: Stati, enti locali, Regioni, enti pubblici. Sul loro giudizio si fonda l'affidabilità dei titoli sul mercato. I titoli del Tesoro hanno un voto, così come quelli dell'Eni e l'Enel (aziende a controllo pubblico) o della privata Fiat. E non solo: anche i fondi d'investimento e la cosiddetta finanza strutturata. Cioè cartolarizzazioni di crediti e mutui (e molto speculativi) Cdo (collateralized debt obligations), cioè portafogli che «contengono» diverse attività finanziarie: cartolarizzazioni,

prestiti, mutui. Una sorta di miscela. Su tutto questo piomba ogni anno il giudizio delle agenzie, che ne calcolano l'affidabilità con i voti (dalla tripla A alla singola B che è il peggiore).

Moody's, Standard and Poor's, Fitch sono i santuari che diffondono giudizi spesso decisivi

Ma oggi a rischiare di essere poco affidabili sono proprio loro, che in questo marasma dei mutui si giocano il bene più prezioso che hanno: la reputazione. Un «asset» che non si acquista con i dollari, ma con la storia e la credibilità, oggi messe a rischio dal j'accuse lanciato dalle stanze della politica. Primo capo d'imputazione: i «voti» alti - troppo alti - che



Un operatore alla Borsa di Francoforte Foto Epa

hanno concesso anche a prodotti ad alto rischio come per l'appunto i «mutui facili» americani. Anche se, si fa notare ai piani alti delle agenzie, finora nessun bond di cartolarizzazioni «subprime» con la tripla A (il voto più alto) è stato retrocesso. Come dire: per avere la tripla A dovevano essere più «sicuri» e infatti ancora ieri reggevano alla bufera dei de-

fault. Quelli insolventi hanno un «voto» più basso. Ma è davvero così? Forse l'indagine appena avviata dirà qualcosa di più. Il secondo capo d'imputazione è la lentezza con cui sono stati declassati i prodotti più a rischio. I «pubblici ministeri» argomentano che con ben 17 rialzi dei tassi consecutivi da parte della Federal Reserve tra il 2004 e il 2006, e

contemporaneamente con l'allentamento progressivo dei requisiti richiesti per ottenere i mutui, le agenzie potevano prevedere i default. La linea difensiva delle agenzie parte dalla considerazione che l'insolvenza sui mutui subprime è spuntata solo molto di recente. A fare da «cuscinetto» al rialzo del prezzo del denaro ci sono messi i prezzi delle case, in progressivo aumento. Chi non poteva pagare vendeva e restituiva il denaro. Lo stop della corsa è stato improvviso. In ogni caso - insistono dalle agenzie - ad essere insolventi sono solo i titoli con le «pagelle» più basse. Le due maggiori fanno notare che l'85-90% dei declassamenti si concentrano su chi aveva ottenuto la tripla B. Finora erano tre le «professoresse» del mercato. Standard & Poor's considerata la più «severa» del gruppo, quella che dà «voti» più bassi e che «pizzica» più velocemente gli «impreparati». Poi viene Moody's: ci mette più tempo a cambiare le «pagelle» e di solito è considerata di «manica

larga». La terza, Fitch, è la più piccola ma è anche la più «dinamica»: cerca di farsi largo ritagliandosi spazi particolari. Proprio Fitch ha nella sua storia una sorta di specializzazione sulle banche e sul credito. Oggi una quarta agenzia si è fatta avanti sul mercato del «rating»: l'australiana Dbrs. In Europa tutte e quattro hanno ottenuto il riconoscimento di Ecai (External credit assessment institution) valido ai fini dei nuovi criteri inseriti da Basilea2. Insomma, a quanto pare le agenzie possono vantare parecchi riconoscimenti a loro carico. Ma come è possibile, ci si chiede, dare voti alti a titoli che non offrono nessuna sicurezza? La risposta è che finora, in base alle serie storiche su cui lavorano le agenzie, questi subprime erano sempre stati rimborsati. Ma il fatto è che la storia di questi mutui non è ancora scritta: nel '95 non esistevano, nel 2000 ce n'erano per 50 miliardi di dollari, nel 2005/6 erano arrivati già a 400 miliardi. Ma di quali serie storiche si parla? b. di g.

L'opinione

NICOLA CACACE

SCENARI Il pronto intervento delle banche centrali è un fattore rassicurante, ma ci sono altri elementi preoccupanti

Il prezzo della crisi e il rischio del panico

E proprio in questi giorni di panico finanziario molti si chiedono se i terribili effetti del Big Crash del 1929 si possano ripetere oggi, nel 2007. Allora la crisi innescata dall'esplosione della bolla di Wall Street ebbe effetti devastanti sul mondo, Italia compresa, con tassi di disoccupazione superiori al 20% e cali del Pil sino al 50% che solo con la seconda guerra mondiale tornarono ai livelli del 1930. Gli effetti delle bolle azionarie furono amplificati dal panico finanziario, lo stesso che oggi trascina verso il basso anche titoli come Fiat ed Eni che nulla hanno a che spartire con banche e finanziarie appesantite da titoli ad alto rischio e mutui immobiliari. Quali differenze e similitudini si possono oggettivamente cogliere con la Grande Depressione? Le differenze principali consistono nella prontezza con cui le banche centrali sono intervenute oggi nel fornire di liquidità il

sistema finanziario, mentre nel 1930 solo negli Stati Uniti ben 2000 banche furono lasciate fallire non perché malate, semplicemente per crisi di liquidità. Anche se, è bene saperlo, trattasi di interventi tamponi, se l'emorragia di panico non si fermasse, la liquidità delle banche centrali nulla potrebbe, non arrivando all'1% del capitale finanziario in gioco. Il panico prolungato fa sì che chi

La vera similitudine con il '29 sta nella diseguale distribuzione del reddito che da dieci anni domina il mondo industrializzato

ha bisogno di denaro non lo trova semplicemente perché chi ha liquido non investe. Purtroppo le similitudini sono più delle differenze. Anche allora le economie reali non erano in crisi, gli Stati Uniti venivano addirittura da nove anni di crescita del Pil superiore alla media ma nulla poté contro il panico che bisogna evitare oggi anche se alcune similitudini con allora non possono non preoccupare. Quali? Più di un decennio di ineguale distribuzione del reddito tra ricchi e poveri avvicinano le situazioni di oggi con quelle di 77 anni fa. Sia in America che in Europa il 1929 era stato preceduto da più di un decennio di redistribuzione del reddito a favore delle classi abbienti. In America dal 1922 al 1929 la ricchezza dell'1% delle famiglie ricche era passato dal 31,6% al 36,3% della ricchezza totale. Oggi, secondo i dati del

Joint Economic Committee of Congress, la stessa quota è superiore al 40%. In Europa si è avuto lo stesso trend, sia pure con livelli assoluti più bassi. Un manager che sino a 20 anni fa guadagnava 40 volte i suoi operai oggi può arrivare a 400 volte. Che cosa causa il panico finanziario? Un fattore emozionale di «sentiment», da parte degli investitori che aspettano «tempi migliori» per «acquistare» e almeno tre fattori strutturali, a) calo della domanda aggregata, consumi e investimenti, da parte del 70% di popolazione impoverito dalla redistribuzione del reddito, b) il numero crescente di Bad Credits che le banche sono costrette a concedere ad una massa di persone con poche garanzie patrimoniali, c) il numero di investimenti ad alto rischio che il 30% della popolazione velocemente «arricchita» tende a fare.

Questi sono i principali fattori strutturali della crisi del '29 che i più attenti analisti del Big Crash, a partire dai Nobel Paul Samuelson e Lester Thurow hanno individuato. E questi sono, purtroppo, fattori simili a quelli oggi presenti nel mondo industrializzato. Riusciranno i nostri amici delle banche centrali e dei governi a evitare la causa prima di una depressione? A giudicare dalle prime mosse e dei primi insuccessi, le rassicuranti dichiarazioni di Bush e di Trichet sulla buona salute delle rispettive economie, non sono servite a spingere molti ad acquisti. Ora Sarkozy e Prodi invocano maggiori controlli sulle attività finanziarie. Bene! Sarebbe meglio che i responsabili politici esaminassero anche gli effetti perversi sull'economia di una distribuzione dei redditi sempre più diseguale come quella che domina il mondo capitalista da 20 anni a questa parte.