

La linea dura e la sconfitta della vigilanza

di **Marco Onado**

Per Lehman Brothers, la Federal Reserve e il Tesoro americano hanno deciso la linea dura: non ci sarà salvataggio e neppure una qualche forma di aiuto a un possibile acquirente. Nessuna sorpresa, dunque, se le poche banche che si erano fatte avanti si sono tirate indietro, probabilmente con un gran sospiro di sollievo.

Cosa succederà adesso? Era giusto applicare la legge del mercato nella sua forma dura e pura? Sono i due gravi interrogativi che si pongono da oggi.

La situazione di Lehman è tutt'altro che semplice, come è dimostrato dal fatto che le banche che volevano acquistarla non sono riuscite a determinare qual è l'importo esatto dei rischi complessivi e quindi se è rimasto un valore anche solo simbolico (Barings, affondata da un trader infedele nel 1994, venne venduta per una sterlina). Basta questo per capire quanto profonda e ramificata sia la crisi finanziaria e quanto i prodotti dell'innovazione finanziaria possano essere opachi e trattati in mercati privi delle elementari caratteristiche di efficienza e liquidità. Il portafoglio di quella che un tempo era una prestigiosa banca d'affari dovrà essere gradualmente liquidato con le uniche garanzie della legge fallimentare americana (con i relativi oneri per i creditori), dei prestiti di ultima istanza di tutte le principali Banche centrali, opportunamente potenziati per l'occasione, e di una rete privata di liquidità per 70 miliardi di dollari organizzata da dieci banche, nessuna delle quali peraltro scoppia di salute.

In particolare, dovrà essere dipanata l'enorme ragnatela di contratti derivati in capo a Lehman. Si tratta di contratti per miliardi di dollari, per ciascuno dei quali vi è un altro soggetto che attende di ricevere o un titolo o dei fondi, e che a sua volta ha una rete di impegni di segno opposto. Il rischio di controparte è dunque enorme e ge-

stirlo in modo ordinato non sarà né facile né rapido e soprattutto non abbiamo veri precedenti su cui basarci.

L'unica banca di investimento che fu lasciata fallire era stata nel 1990 Drexel Burnham, la banca dei junk bonds in cui regnava Mike Milken, ma allora i derivati erano una merce rara ed esotica: oggi il loro valore nozionale ha superato i 550 miliardi di dollari (dodici volte il Pil mondiale) di cui solo 40 mila trattati in mercati regolamentati. Non solo. In una situazione di tale incertezza, in cui le autorità sono le prime a non sapere se il fondo è stato toccato, si possono scatenare pressioni speculative su altre banche. Come gli squali che hanno sentito l'odore del sangue, si cerca la prossima vittima e, una volta che la caccia è aperta, la caduta della preda diventa una profezia autoavverantesi. È già successo tante volte nel mercato delle valute, non si vede perché non debba succedere alle banche.

Per questo motivo, la prima emergenza che le autorità devono affrontare è quella di facilitare i processi di ricapitalizzazione o di acquisizione delle banche che possono essere sospettate di difficoltà. Va in questa direzione la rapida decisione di Bank of America di acquistare Merrill Lynch. Non si profilano comunque giorni facili per gli operatori e il mercato. Se è giusto ritenere che la crisi sarà definitivamente superata quando il premio al rischio di fallimento delle banche incorporato nei tassi interbancari (e nei credit default swap) sarà tornato a livelli vicini alle medie storiche, non è difficile prevedere che quel giorno non è prossimo e forse non si è neppure avvicinato per effetto della drastica decisione di domenica.

Ciò rinvia alla seconda domanda, e cioè se bene hanno fatto le autorità americane. Va riconosciuto che dopo Bear Stearns, Fannie Mae e Freddie Mac, si era drammaticamente ristretta la possibilità di elargire ulteriori sussidi, di qualunque specie, con relativa immisione di ulteriori dosi massicce di "azzardo morale". Lehman ha avuto la sfortuna di non essere né il primo caso, a

differenza di Bear Stearns, né di toccare interessi pubblici delicatissimi, soprattutto alla vigilia delle elezioni presidenziali, come quelli delle agenzie del credito ipotecario.

Le autorità Usa si sono volute scrollare di dosso l'accusa di agire solo in nome del principio "troppo grande per fallire", ma la loro scelta rischia di apparire come certe punizioni esemplari in tempo di guerra, decretate spesso da generali che dovevano occultare propri errori strategici (come in "Orizzonti di gloria" di Stanley Kubrick). Il dissesto di Lehman ha sicuramente alla base errori dalla banca, ma è soprattutto il fallimento della vigilanza americana sui mercati. Le banche d'investimento Usa hanno accumulato posizioni (e dunque rischi) enormi e hanno spinto al massimo il loro indebitamento. Si sono rivelate cioè uguali, e per certi versi peggiori, degli hedge funds, nonostante una sedicente regolamentazione prudenziale, affidata alla Sec e non alla Fed.

Per gli intermediari di questo tipo (fino all'anno scorso il fiore all'occhiello della finanza d'oltreoceano) è ormai evidente che la stabilità è l'eccezione, non la regola. Per questo, sarebbe bello se le dure leggi del mercato potessero trascinare nel dissesto anche certe autorità, non solo gli operatori. E comunque, poiché le proposte del Financial Stability Forum sono note ormai da sei mesi, è tempo di passare dalle parole ai fatti.

Linea dura e Vigilanza

