

UNA MODESTA PROPOSTA PER RENDERE GESTIBILI LE CRISI DEI DEBITI SOVRANI: SPEGNETE LA LUCE

di Roberto Tamborini
15 luglio 2011

In questi giorni le principali agenzie di rating (AR) sono chiamate a rendere conto alla Consob di alcuni comportamenti anomali riguardanti le valutazioni del debito italiano. Molti osservatori indipendenti hanno già sottolineato come i mercati dei debiti sovrani siano gestiti dalle stesse entità finanziarie che tanto hanno fatto per distruggere le stesse e il sistema finanziario privato del mondo occidentale, e che sono state salvate coi denari pubblici degli stessi stati che ora vengono messi sotto la sferza della cosiddetta "disciplina di mercato".

Nel far ciò esse sono, per così dire, assistite dalle AR. Le quali a loro volta hanno giocato una parte di primo piano nella demolizione dei sistemi finanziari privati dei paesi occidentali. In parte a causa di stupefacenti errori tecnici, in parte a causa di comportamenti illeciti di varia natura.

Anche tralasciando il film dell'orrore a cui siamo stati costretti a partecipare negli ultimi anni, il ruolo delle AR è sempre stato controverso. Alcuni studi hanno provato che i comunicati delle AR hanno un impatto sui prezzi finanziari, altri invece sostengono che esse non fanno che ratificare le valutazioni dei mercati in essere. Da un punto di vista teorico, è banale ricordare che se i mercati finanziari fossero efficienti - il dogma prima della crisi - le AR sarebbero inutili, ovvero, le loro grasse prebende sarebbero uno spreco di denaro a danno dell'efficienza dei mercati. Infatti, in mercati efficienti, tutti sanno a costo zero tutto ciò che è necessario sapere per valutare i titoli correttamente e allocare i fondi in maniera ottimale. Quindi suscita un certo stupore il fatto che negli ultimi trent'anni i profeti della Efficient Market Hypothesis abbiano anche supportato - o sopportato - il ruolo sempre più invasivo delle AR. La certificazione da parte delle AR è diventata addirittura obbligatoria per titoli negoziabili o utilizzabili a garanzia in una sempre più ampia varietà di transazioni private e per l'accesso a mercati altamente qualificati come l'interbancario e le operazioni con banche centrali. Quindi, un giudizio positivo o negativo ha un enorme potere di condizionamento del mercato, non solo attraverso la formazione delle decisioni degli operatori, ma anche per i vincoli imposti a volumi e tipologie di transazioni. Non bisogna dimenticare, inoltre, che stiamo parlando di tre (diciamo tre) agenzie americane che quasi monopolizzano l'intero settore. Fino ad oggi non sembra che il colossale flop delle AR che ha concausato la crisi mondiale abbia provocato un loro ridimensionamento.

Si può sostenere che le AR hanno qualcosa di buono da fare se i mercati non sono efficienti dal punto di vista informativo. Come dimostrarono molti anni fa Sanford Grossman e Joe Stiglitz, in un importante articolo rapidamente scomparso dalle citation list dei profeti dell'efficienza, chiunque investa in informazione, e vuole trarne un giusto profitto, per esempio operando in proprio o vendendola a terzi, deve far leva su un certo grado di disinformazione del resto del mercato. Possiamo dire anche che, grazie a questi agenti meglio informati, il mercato funziona meglio? Difficile rispondere. Quando ci muoviamo nelle sabbie mobili delle inefficienze del mercato dobbiamo prima di tutto capire precisamente qual è il problema, e poi quali sono le misure correttive migliori. Non è detto che le AR siano tra queste.

Negli anni dell'alta teoria dei mercati (che terminò una trentina di anni fa con l'avvento dei profeti e dei talebani), l'idea guida era che i mercati sono un'importante istituzione sociale in quanto raccolgono e trasmettono informazione costosa, dispersa nella società a livello privato e locale. Il campione di questa visione era, come noto, Friedrich von Hayek, ma anche, per ricordare un solo nome, Kenneth Arrow. In questa visione, i mercati aiutano l'allocazione efficiente delle risorse non perché tutti sappiamo tutto, ma esattamente per la ragione opposta.

Questo principio si applica bene nei mercati finanziari dove l'informazione chiave sono gli incassi futuri (cedole, interessi, dividendi, ecc.) generati dal possesso di un titolo. Se gli operatori credono che il tasso di rendimento corretto di questo titolo sia $r\%$, allora il suo prezzo corrente equivale al valore degli incassi futuri scontati al tasso r . Quindi, il prezzo del titolo dipende 1) dalla previsione del mercato degli incassi futuri, e 2) dal tasso di rendimento che il mercato utilizza come fattore di sconto. Nella visione hayekiana (e molti modelli teorici lo hanno provato), "il mercato" significa una media delle opinioni, previsioni, ecc., individuali. I predicatori dell'efficienza hanno diffuso l'idea che 1) esiste un unico "vero" valore degli incassi futuri di un titolo, e un unico "vero" tasso di sconto di mercato, e che 2) questi valori sono noti e utilizzati in maniera corretta da parte di tutti gli operatori (la cosiddetta "ipotesi delle aspettative razionali").

Il problema è che la visione di Hayek e quella dell'efficienza, non solo provengono da due diverse filosofie della conoscenza e dei mercati, ma portano a diverse conseguenze pratiche. Secondo i seguaci di Hayek, l'eterogeneità dell'informazione è un prerequisito per la stabilità del mercato e la convergenza all'equilibrio (il modo in cui il mercato "scopre" il prezzo che uguaglia domanda e offerta). Per contro, l'ipotesi delle aspettative razionali (uniformi) ci dice qual è il prezzo di un titolo, ma non ci dice se e come il mercato ci arriva.

Pensiamo ad una qualunque sessione giornaliera in borsa. La pratica e il buon senso degli operatori dicono che i movimenti dei prezzi sono più dolci, e l'incontro tra domanda e offerta dei titoli avviene più facilmente, nella misura in cui il mercato è "spesso" (thick). In un mercato "sottile" (thin) i prezzi sono troppo volatili. Per avere un mercato spesso, occorrono molti scambisti con informazioni diverse, così che alcuni vogliono vendere perché hanno informazioni ribassiste, ed altri comprare perché hanno informazioni rialziste. Naturalmente, solo gli uni, o gli altri, alla resa dei conti avranno ragione, ma questo è precisamente il modo in cui il mercato premia chi è meglio informato. L'argomento secondo cui, di conseguenza, solo i meglio informati (quelli che conoscono la verità) sopravvivono non va così lontano come sembra. Il mondo economico è sufficientemente complesso (nel senso scientifico del termine) da impedire che qualcuno arrivi a possedere il monopolio della verità (se esiste). Quindi vincitori e perdenti non sono sempre gli stessi (fatto che, tra l'altro, dà sostegno all'idea "democratica", alla Galbraith, del mercato come strumento per redistribuire la ricchezza nella società).

Può un mercato "hayekiano", essere reso più efficiente iniettandovi più informazione? Io sospetto che Hayek sarebbe poco propenso a rispondere di sì nel caso di venditori professionisti d'informazione, i quali non operano attivamente in proprio. Primo, i prezzi di mercato devono essere guidati da "notizie" (news) che aggiornano le informazioni disponibili agli operatori. L'approvazione del piano di riforma del governo greco è una notizia vera, mentre le periodiche esternazioni di Moody's, di Trichet, o di Schauble, sono opinioni, più o meno autorevoli. Secondo, come possiamo accertare che questi venditori vendano informazioni, o opinioni, genuine? Genuine significa che non si tratta né di una replica di quello che gli operatori già sanno, né di puro "rumore" (noise secondo la fortunata terminologia introdotta da Shleifer e Summers). Terzo, entra in gioco un aspetto critico dovuto a Keynes, alla sua acuta comprensione dei meccanismi dei mercati finanziari. Ci sono circostanze in cui gli operatori perdono fiducia nelle loro informazioni, previsioni o opinioni private (questa è l'incertezza nella teoria dei mercati di Keynes). In queste circostanze le opinioni degli altri assumono un peso crescente, dando vita al fenomeno che gli psicologi del mercato chiamano "comportamento gregario" (herd behaviour). Un tipico sintomo è che improvvisamente le opinioni individuali si coagulano su un punto focale, il mercato diventa sottile, tutti vogliono comprare o vendere, il prezzo è spinto in alto o in basso senza limite.

Per questo aspetto, un mercato finanziario "keynesiano" assomiglia ad un mercato efficiente eccetto che il prezzo, se trova un equilibrio, riflette l'informazione su cui si è focalizzato il gregge degli operatori, la quale può non avere alcun legame con la valutazione corretta del titolo. Come mostrato dai cosiddetti "modelli di seconda generazione" degli attacchi speculativi, questo tipo di previsioni tende ad autoavverarsi. Facciamo il caso che il pastore informativo guidi il gregge a convincersi che la probabilità di fallimento di un certo debito sovrano è molto cresciuta: scattano vendite massicce, il prezzo dei bond cade (quello dei credit default

swaps sale, rendendo il tutto più credibile), il servizio del debito diventa più costoso, la probabilità di default effettivamente aumenta.

Se collochiamo le AR in questo contesto (e altre autorità ciarliere, o altre sedicenti autorità), vengono subito in mente due questioni. La prima, già avanzata sopra, è se esse aggiungono informazioni genuine o solo rumore. La seconda è che il confine tra informazione del mercato e manipolazione del mercato diventa molto sottile. Ancor di più se teniamo presente che obbedire alle opinioni delle AR è stato reso obbligatorio per diverse classi di transazioni. Quindi, che cosa è socialmente preferibile? Un mercato in cui i prezzi si muovono limitatamente in risposta a informazioni private eterogenee e disperse, o un mercato in cui i prezzi variano violentemente in risposta a informazioni pubbliche che possono essere fuorvianti?

Guardano indietro a questo anno di follia nella gestione dei debiti sovrani in Europa, è difficile liberarsi dell'idea che sia stata riversata nel mercato una notevole quantità di rumore, e che talvolta sia stato oltrepassato il limite della manipolazione (con certi "tempestivi" brutti voti delle AR o certe dichiarazioni politiche). Nel caso della Grecia, ricordiamo che ogni punto base in più di spread sul Bund tedesco significa aumentare l'instabilità politica, i sacrifici imposti ai cittadini, e il costo dei pacchetti di salvataggio. Inoltre, altri effetti collaterali indebiti vengono continuamente creati dalle voci allarmistiche su altri debiti sovrani, spesso senza chiari riferimenti a valutazioni dei fondamentali. Ecco quindi la mia modesta proposta: spegnere la luce.

I falchi del "governo piccolo" devono convincersi che il ritorno delle finanze pubbliche alla normalità nei paesi occidentali sarà un cammino lungo e faticoso. Qualsiasi frettolosa accelerazione potrà provocare un disastro sistemico, senza più nessun salvatore del mondo questa volta. Le AR dovrebbero essere disattivate, almeno per la parte di debito pubblico. Le autorità istituzionali dovrebbero parlare di meno e fare di più allo scopo di mettere a punto una credibile strategia d'intervento a lungo termine per ricostituire e garantire condizioni ordinate di rifinanziamento dei bilanci pubblici. Gli operatori di mercato dovrebbero tornare al loro vero lavoro quotidiano: anziché scommettere sulla prossima pagella di Moody's, spendere più tempo, energie intellettuali e risorse nella ricerca d'informazioni genuine, cercare di elaborare previsioni valide attraverso la nebbia dell'incertezza. I cattivi previsori verranno puniti, quelli bravi verranno premiati, e forniranno valide informazioni per i decisori politici.