

COMMENTI E INCHIESTE

IL SOLE-24 ORE

MERCATI FINANZIARI

Per il premio Nobel Michael Spence l'unico elemento che potrà preoccupare dopo i rialzi previsti della Fed è l'indebitamento delle famiglie Usa - L'effetto della legge Sarbanes-Oxley sui consiglieri

«Troppo nervosismo per i tassi»

DAL NOSTRO INVIATO

ISEO Il premio Nobel per l'economia, Michael Spence, si preoccupa della mancanza di comprensione degli strumenti derivati e degli «hedge fund» che spuntano come funghi», ma ritiene «difficile da spiegare» il nervosismo dei mercati finanziari per il rialzo dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve atteso per questa settimana. Il sessantenne professore emerito di Stanford, intervenuto ieri all'inaugurazione della prima «Summer school» dell'Istituto Iseo (con una quarantina di studenti provenienti da alcune delle più importanti scuole di economia del mondo, un progetto ideato da un altro Nobel, Franco Modigliani), è appena rientrato dalla Cina e ritiene che lo spostamento di posti di lavoro nel settore industriale verso il colosso asiatico sia inevitabile: la sfida per le economie occidentali, sostiene, è gestire la transizione, anche con misure di protezione temporanee, ma soprattutto investendo nella formazione e nel riaddestramento del personale.

Professor Spence, lei ha ottenuto il premio Nobel nel 2001 (Joseph Stiglitz, premiato insieme a Spence, terrà lezione anche lui a Iseo questa settimana, ndr) per il suo studio dell'informazione asimmetrica sui mercati. Oggi, i mercati sembrano in presenza di un'informazione perfettamente simmetrica: tutti sanno che la Fed alzerà i tassi, eppure nelle ultime settimane ci sono stati episodi di quasi panico.

Ci sono molti casi in cui i mercati anticipano gli eventi, in modo che quando questi arrivano non si produce più nessuna reazione. In questo caso, non c'è quasi nessuno che non dica che la Fed alzerà i

tassi, e molto probabilmente di 25 punti base. Difficile spiegare il nervosismo dei mercati. L'unico elemento che può preoccupare è il livello di indebitamento delle famiglie negli Usa per finanziare, o rifinanziare, investimenti immobiliari. Questo ha impedito all'economia di cadere in recessione, ora ci si preoccupa dell'impatto su queste posizioni del rialzo dei tassi. La gente si è comportata come se i tassi dovessero restare a questi livelli bassissimi per sempre. Non vedo però nessuna ragione di panico. Semmai, c'è qualcos'altro, forse

“
Nei confronti del gigante cinese si possono pensare interventi di protezione, purché temporanei
”

se la guerra, il generale clima d'incertezza, che crea questo stato di nervosismo. Si teme anche che le posizioni in derivati possano subire l'impatto del rialzo dei tassi. Il «re degli investitori» Warren Buffett li ha chiamati «armi di distruzione finanziaria».

Crede che Buffett esageri un po', però è vero che c'è una spaventosa mancanza di comprensione del funzionamento dei derivati, anche da parte degli amministratori di società che ne fanno ampio uso. Inoltre, non abbiamo dati aggregati attendibili sulle posizioni aperte. Sono poi spuntati come funghi hedge fund che utilizzano i derivati e un'alta leva finanziaria. C'è da chiedersi quale effetto domino di eventi potrebbe causare un falli-

mento di qualche grande operatore in strumenti derivati. La cosa preoccupante è che non lo sappiamo.

Uno dei più grandi scandali finanziari nella storia recente degli Stati Uniti è stato quello della Enron, dove i derivati hanno giocato un ruolo importante. La reazione sono state le disposizioni più restrittive di corporate governance e di trasparenza, come quelle della legge Sarbanes-Oxley, che hanno ricostituito la fiducia dei mercati. Oggi però che chi sostiene, come il suo collega Myron Scholes, che si sono spinte troppo in là e che in alcuni casi possano forzare tutti gli operatori ad agire allo stesso modo. C'è il rischio che facciamo precipitare le crisi che si vogliono evitare.

Non credo che la legge Sarbanes-Oxley o la Sec abbiano risposto in modo eccessivo agli scandali. Ci sono però alcune conseguenze indesiderate dei procedimenti di controllo enormemente costosi messi in atto. Per esempio, molte piccole imprese potrebbero essere scorgiate dal quotarsi in Borsa a causa di questi costi. Inoltre, si mette l'accento sul ruolo dei consiglieri d'amministrazione indipendenti, ma questi sono così oberati dagli adempimenti delle nuove norme che, invece di occuparsi di controllare il management (un compito che, ammetto, in qualche caso non è stato assolto bene), oggi devono passare la maggior parte del tempo ad assicurarsi del rispetto formale delle regole. Con il rischio, poi, di essere ritenuti responsabili davanti alla legge per ogni minima inadempienza. Così si scoraggiano molte persone valide, che invece sono proprio quelle di cui ci sarebbe bisogno. Nel mio caso, per esem-

pio, ero in cinque consigli di società quotate e li sto lasciando tutti.

Lei è reduce dalla Cina. Di recente ha svolto molti viaggi di studio dell'economia che è divenuta lo spauracchio dell'Occidente. Crede che questo atteggiamento sia giustificato?

Dal punto di vista dei fondamentali, la Cina ha un vantaggio enorme nel settore manifatturiero, anche



Michael Spence

zione, anche con il concorso del settore pubblico, del personale che ha perso il posto in conseguenza della concorrenza cinese, nella maggior flessibilità dell'economia e mobilità del lavoro anche fra diversi settori: questa è la vera valvola di sicurezza. Naturalmente, per i politici e l'opinione pubblica è più facile vedere i posti eliminati che quelli che si creano. Ma non dimentichiamo che la Cina è anche un enorme mercato: come non pensare che sia per esempio un'importante opportunità per i marchi del lusso italiano, il «made in Italy», e che l'Italia possa diventare una destinazione che debba attrarre il turismo cinese, che produrrà grandi numeri.

Una delle preoccupazioni all'orizzonte dell'economia mondiale è anche quella di possibili turbolenze create da una frenata troppo brusca dell'economia cinese.

Se devo essere sincero, dalla mia osservazione sul campo ho derivato l'opinione che difficilmente la Cina avrà un atterraggio morbido. Il suo sistema bancario si è abituato a estendere prestiti ogni volta che le autorità locali volevano far partire un progetto, senza tener conto della capacità di ripagare. E questi progetti sono migliaia. Il problema è che il sistema non risponde a segnali di mercato, ma solo a ordini dall'alto, come avveniva in passato. In questo modo è difficile assicurare che il rallentamento voluto avvenga senza scossoni. Ci sono poi le questioni legate alle conseguenze internazionali di quanto avviene in Cina, ma questo è un problema di governance dell'economia mondiale e non credo che le istituzioni multilaterali, come le Nazioni unite, il Fondo monetario, la Banca mondiale, siano attrezzate per questo.

ALESSANDRO MERLI

questo non durerà per sempre, in quanto anche lì i costi cresceranno. Il problema è che la transizione rischia di essere lunga e quindi ritengo che le preoccupazioni siano giuste. La delocalizzazione non è certo un fenomeno cominciato con la Cina, ma la Cina preoccupa di più per le sue dimensioni, perché sembra avere una quantità illimitata di forza lavoro, perché appare bene organizzata. Credo che sia comprensibile che le autorità negli Stati Uniti e in Europa vogliano rendere più gradualmente gli effetti della concorrenza cinese sull'occupazione. Si può anche pensare a qualche intervento di protezione, purché sia temporaneo, altrimenti diventa una ricetta per generare inefficienze. La risposta dev'essere invece nella forma-