

Parla l'economista di Harvard, Andrei Shleifer

Una nuova Bretton Woods? Non ci sarà mai

La crisi finanziaria non può far mettere in discussione il modello di capitalismo sorto dalla globalizzazione e il rafforzamento della presenza statale nell'economia non è destinato a durare ancora per molto

Appena trentenne era stato tra gli artefici del controverso programma di privatizzazioni di Boris Eltsin, rivestendo il ruolo di consulente per l'allora vicepremier russo Anatoly Chubais. Oggi i dati di Essential Science Indicators lo indicano come l'economista più citato del mondo. Docente presso l'università

di Harvard, Andrei Shleifer è uno degli economisti finanziari che più hanno animato il dibattito accademico negli ultimi anni, grazie alle sue innovative analisi sulle dinamiche dei mercati, basate su nuove frontiere della ricerca come la "finanza comportamentale", metodo d'indagine che ricorre agli strumenti della psicologia cognitiva per spiegare la sistematicità degli errori commessi dagli investitori. Ma a rendere celebre Shleifer è stata soprattutto la teoria delle "origini legali", o "law and finance", che lega il sistema economico di ogni paese alla sua storia giuridica. Secondo Shleifer, le nazioni il cui sistema normativo è basato sulla "common law", contrapposta alla "civil law" di tradizione francese, conoscerebbero un maggiore sviluppo. Ne sarebbero l'esempio gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, dove un minore intervento dello stato, dovuto alle radici consuetudinarie dell'ordinamento, avrebbe portato ad una maggiore protezione degli operatori del mercato. Abbiamo incontrato Shleifer in occasione di una sua conferenza a Milano,

alla Fondazione Enrico Mattei nella quale ha ricostruito le origini del terremoto che, partito dall'esplosione della bolla immobiliare, ha sconvolto i listini di tutto il mondo. Una crisi che ha preso i mercati di sorpresa perché, ha affermato durante il convegno, "era impossibile prevedere che i prezzi delle case potessero calare del 20-30%, con il conseguente default dei mutui" e che, secondo l'economista russo-americano, si è aggravata a causa di interventi insufficienti da parte dei governi (come nel caso Lehman Brothers, lasciata fallire) e del crollo dei prestiti interbancari ("nessuno presta più soldi a nessuno perché nessuno sa chi sopravviverà"). La tempesta dei subprime ha avuto un impatto gravissimo sull'economia mondiale, ma Shleifer non accetta che ciò abbia portato a mettere in discussione il capitalismo finanziario e il principale presupposto della sua espansione, la globalizzazione dei mercati: "In alcune zone del mondo il numero di persone che vivono sotto la soglia di povertà si è dimezzato a partire dal 1990. Dobbiamo credere che sia una coincidenza, e che ciò sia avvenuto nonostante il capitalismo?". Indietro non si torna, e, come ha spiegato ad *Oil*, ci sono ben poche speranze che i forti interventi pubblici a favore delle banche in crisi possano riportare in auge lo "Stato-Padrone", almeno oltreoceano. Ed ancora più improbabile è che il crollo dei listini internazionali porti i governi del mondo a dar vita ad una nuova Bretton Woods, elaborando una governance globale per il sistema finanziario.

Professor Shleifer, lei è uno dei più importanti economisti finanziari al mondo, qual è il

suo punto di vista sulle origini della crisi?

Credo che tutti concordino sul fatto che la crisi sia stata originata dal mercato immobiliare e dalla bolla immobiliare, soprattutto negli Stati Uniti, ma anche nel Regno Unito e in altri paesi. Si era accumulato parecchio debito a sostegno della bolla immobiliare. Quando il prezzo delle case calò, questo debito perse molto del suo valore, e ciò si è propagato sui mercati finanziari sino al collasso. Tutti comprendono che il motore della crisi è stata la bolla immobiliare.

Lei ha scritto pagine fondamentali sui limiti dell'arbitraggio, sul valore di liquidazione dei distressed asset e sull'inefficienza dei mercati finanziari. Crede che

questa crisi potesse essere prevista e prevenuta?

Credo che si possa prevedere e prevenire se si ha un accesso completo alle informazioni. Un economista o un politico non è a conoscenza di tutti i dettagli del sistema finanziario, e quindi per queste figure sarebbe stato molto difficile prevedere che la crisi sarebbe stata così grave. Le autorità di controllo sui mercati, che hanno un accesso più completo ai bilanci delle istituzioni finanziarie e delle banche, avrebbero dovuto essere più consci della situazione ed essere più prudenti. Dal punto di vista delle autorità finanziarie avrebbe dovuto essere più facile prevedere la crisi rispetto a chiunque altro.

Qual è la sua opinione sul forte ruolo che stanno avendo lo

Stato e le istituzioni pubbliche nei tentativi di risolvere la crisi?

Lo Stato potrebbe giocare un ruolo ancora maggiore nella crisi, la grande domanda che si pongono tutti è quale genere di ruolo. Ci sono tre modi di rispondere. In primo luogo c'è chi sostiene che lo Stato debba semplicemente venire in soccorso del sistema finanziario, una seconda risposta contempla un intervento della politica per dare una struttura normativa migliore ai mercati finanziari perché possano andare avanti. C'è infine chi sostiene che lo Stato debba agire con stimoli fiscali perché l'economia sta scivolando in una recessione. In ogni caso, spero che il ruolo dello Stato non vada oltre, ciò significherebbe tornare indietro alle partecipazioni pubbliche o a restrizioni molto forti all'attività delle imprese private. E ciò peggiorerebbe ulteriormente le cose.

In numerosi casi abbiamo visto lo Stato diventare azionista delle istituzioni in crisi. Questa situazione d'emergenza quanto è destinata a durare?

Credo si possa parlare di vere nazionalizzazioni solo in un paio di casi quello che abbiamo visto, soprattutto negli Usa e in Gran Bretagna, sono investimenti nelle banche che dubito arriveranno fino a un totale controllo da parte dello stato. Sono tutte misure adottate perché queste istituzioni finanziarie ritornino in mano privata il prima possibile. Negli Stati Uniti le quote statali nelle istituzioni finanziarie caleranno ai primi segnali di ripresa. Nessuno negli Stati Uniti vuole che lo stato continui a mantenere una presenza in queste società. Non so se posso dire lo stesso per l'Europa, ma in Europa le conseguenze della crisi saranno molto più lievi.

L'Europa è riuscita ad approvare un piano anti-crisi dopo molte divergenze tra gli stati membri sulle ricette adatte, divergenze che sono state superate solo in parte. Se anche a Bruxelles è difficile mettersi d'accordo, pensa che sia possibile sperare in una governance globale dei mercati finanziari?

Mi sembra estremamente improbabile che si trovi un accordo sulle misure specifiche da adottare per la gover-

nance globale del sistema finanziari, e la politica c'entra molto poco. Secondo me manca proprio un accordo concettuale su cosa si debba intendere per governance. Si può immaginare che tutti si mettano d'accordo su quale sia un buon sistema e che sia l'intervento della politica a causare successivamente una rottura. Ma non credo proprio ci sia alcun genere di accordo su cosa vada fatto. Non riesco proprio a immaginare come si possa sviluppare una governance globale.

Quindi non pensa, come auspica il primo ministro britannico Gordon Brown, che dai prossimi G20 possa nascere una nuova "Bretton Woods"? Un più ampio coinvolgimento delle economie emergenti nella governance non può portare a una maggiore stabilità?

Dipende tutto da quello che succederà nei prossimi tre o quattro mesi. Se il sistema finanziario sarà ancora in crisi, allora forse accadrà qualcosa, perché ci sarà bisogno di un'azione coordinata. Se il sistema finanziario inizia a riprendersi, anche nel caso ci sia una discussione su quali debbano essere le linee di un sistema di controllo, è quasi impossibile che si trovi un accordo così in fretta. Si incontrerebbero molte resistenze da parte delle banche, nel caso venissero sottoposte a norme basate su nuovi principi. Ad esempio, gli europei detestano il sistema di norme che governa il settore assicurativo americano, e hanno le loro ragioni, ma gli Stati Uniti non andranno certo a modificare il loro sistema assicurativo in quattro mesi. Anche durante la Grande Depressione, quando c'era una sola nazione coinvolta, gli Usa, ci vollero cinque anni per introdurre un sistema di supervisione dei mercati, ed era un'epoca nella quale i governi avevano molti più poteri di oggi, e non si poneva

nessun problema di coordinamento internazionali. I miracoli possono pure accadere, si può anche immaginare che tutti capiscano quali obiettivi vogliono raggiungere e con quale metodo, ma temo che non ci sarà nessun accordo concettuale.

Lei è tra i fondatori di quel settore di ricerca economica denominato "law and finance". Ha sostenuto e provato empiricamente che il sistema

anglosassone, con una forte protezione legale degli investitori, è il migliore per promuovere lo sviluppo finanziario. Gli Stati Uniti e la Gran Bretagna sono però i paesi che stanno soffrendo di più per la crisi. La sua teoria è ancora valida?

Prima di tutto, gli Stati Uniti e la Gran Bretagna non sono i mercati dove il prezzo delle azioni è calato di più. Le quotazioni si sono abbassate maggiormente nelle economie emergenti, e in Francia e Germania si sono registrate perdite analoghe. Inoltre Usa e Regno Unito sono stati più vulnerabili alla crisi finanziaria perché sono i luoghi dove si trovano i mercati finanziari, dove i mercati finanziari sono più avanzati, quindi non c'è nulla di troppo sorprendente. Credo che la vera domanda sia dove le conseguenze sull'economia reale saranno più profonde, e non credo che in Usa e in Gran Bretagna lo saranno più che in altri paesi. Ad ogni modo, basandoci su quanto visto finora, credo sia prematuro trarre delle conclusioni.

Il capitalismo finanziario come uscirà trasformato da questa crisi?

Vedremo dei cambiamenti nei sistemi di controllo: se verranno fatti saggiamente rafforzeranno il capitalismo finanziario, se verranno fatti stoltamente probabilmente lo indeboliranno. Negli Usa nessuno vuole distruggere il capitalismo finanziario, nemmeno a sinistra, sul fronte del partito democratico, c'è alcun interesse in questo senso.

Barack Obama ha nominato direttore del consiglio economico nazionale Lawrence Summers, una personalità che lei ha avuto modo di conoscere molto bene ad Harvard. Quale crede sarà il suo ruolo nella politica economica della nuova amministrazione statunitense?

Summers è un economista brillante, e ha molta esperienza come policy maker. Obama ha cercato di mettere insieme un team molto forte per la politica economica. Non so come verrà diviso il lavoro all'interno del team ma credo che il piano, per quanto ho potuto leggere sui giornali, offrirà un ruolo di rilievo a tutti. Summers, data la sua carica, non po-

trà che giocare un grande ruolo nella politica economica.

Il programma economico di Obama prevede forti

investimenti statali, e i conti pubblici statunitensi non sono certo in buono stato. Crede che ci saranno dei rischi sul fronte del deficit?

Chi ha elaborato quei piani ha fatto i suoi calcoli e sa che il governo degli Stati Uniti è in grado di ottenere prestiti ingenti a tassi bassi, non c'è alcun rischio di default. Quello che cercherà di fare il prossimo governo è ridurre sostanzialmente le spese per la difesa in modo da liberare fondi. Tutti gli interventi previsti finora, inoltre, non sono di lungo periodo, né sono stati presentati programmi che richiedano più di due o tre anni per essere attuati. La spesa pubblica sarà sostenuta dalla possibilità di vendere obbligazioni su un mercato che le accetta, data la straordinaria capacità di produrre dell'economia americana. Vedremo la reazione dei mercati a gennaio, finora abbiamo registrato un rafforzamento del dollaro con dei tassi sono al minimo, quindi sembra che nessuno abbia problemi a prestare soldi agli Stati Uniti.

Concludiamo con una domanda su un altro paese che lei conosce molto bene: la Russia. Durante la presidenza di Putin, Mosca si è rafforzata, sia dal punto di vista economico che politico, facendo leva sulle proprie riserve di idrocarburi. Quali saranno le conseguenze del crollo dei prezzi dell'energia seguito alla crisi finanziaria?

La Russia è un'economia basata sullo sfruttamento delle risorse naturali, ma negli ultimi dieci anni è cresciuta e si è diversificata notevolmente. Occorre vedere se Mosca seguirà una politica intelligente, cioè un sostanziale deprezzamento dei tassi di cambio che non provochi però traumi. Credo che la Russia possa riemergere dalla crisi non più forte ma in buona forma. Ma la possibilità di commettere errori è grande. È difficile prevedere se faranno le cose giuste.



Andrei Shleifer insegna economia all'università di Harvard dal 1991. In precedenza è stato docente presso la Princeton e la University of Chicago Business School. Si è inoltre occupato di corporate governance comparata, di giurisdizione e finanza, di finanza comportamentale e di economia istituzionale. Ha pubblicato quattro libri, tra cui "The Grabbing Hand" (scritto a quattro mani con Robert Vishny) e "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance", e oltre cento articoli.

Ha diretto il Quarterly Journal of Economics dal 1989 al 1999, ed è direttore associato del Journal of Finance e del Journal of Financial Economics. Attualmente dirige il Journal of Economic Perspectives ed è redattore del Journal of Financial Economics. È membro dell'Econometric Society e dell'American Academy of Art and Sciences.

Nel 1999 è stato insignito della John Bates Clark Medal, assegnata ogni due anni ai più promettenti economisti statunitensi sotto i quarant'anni per i suoi fondamentali lavori sulla corporate finance (corporate governance, giurisdizione e finanza), l'economia dei mercati finanziari (deviazioni dall'efficienza dei mercati) e le economie della transizione. È tra i 10 economisti più influenti del mondo ed è al primo posto tra gli "economisti più citati". Laureato ad Harvard, ha ottenuto un dottorato dal Massachusetts Institute of Technology.

