

REGOLAMENTAZIONE E CRISI

di Giuseppe Coco
19 agosto 2008

La crisi dei mercati finanziari ed in particolare quella dei mutui hanno ricordato a tutti un aspetto basilare della teoria economica: i mercati finanziari soffrono di imperfezioni ineliminabili. Nel trasferire risorse da soggetti in surplus a soggetti in deficit di risorse essi svolgono una funzione preziosa, forse la piú preziosa per il funzionamento di una economia capitalistica.

Tuttavia ci sono ragioni per cui in determinate circostanze ci si puó aspettare che lo scambio di moneta a tempi diversi generi comportamenti opportunistici di vario genere, che possono compromettere la stabilit  del sistema. La regolamentazione delle attivit  finanziarie   quindi necessaria.

Come in un pendolo nelle fasi di euforia l'innovazione finanziaria viene per  usata per eludere la regolamentazione mentre la "ri-scoperta" delle imperfezioni dei mercati finanziari nelle crisi genera invariabilmente una riscoperta degli strumenti di regolamentazione e in generale dell'intervento pubblico. Negli ultimi 15 anni abbiamo assistito ad una ritirata generalizzata della regolazione. Nuovi intermediari non soggetti alle regole prudenziali e nuovi strumenti finanziari per il trasferimento del rischio e la sua diversificazione sono nati. In alcuni casi per  ci si   scordati che separare il rischio da chi lo genera o almeno ne pu  influenzare il contenuto non   mai un'idea particolarmente brillante. E che valutare la rischiosit  di certi strumenti finanziari prescindendo dai cambiamenti che la loro stessa esistenza comporta pu  essere imprudente.   cos  successo che mutui di dubbia qualit  siano stati cartolarizzati e venduti in blocco come obbligazioni "investment grade" sulla base della presunzione che i tassi di default sui mutui fossero molto bassi e comunque non ci fosse grande correlazione tra gli episodi di default stessi. Entrambi gli assunti si sono rivelati falsi proprio per la introduzione dei CDO. I tassi di default erano bassi fintanto che chi giudicava le pratiche di mutuo ne deteneva il rischio. Quando costui se ne libera non ha pi  incentivo a selezionare i mutuatari, ma solo a massimizzare i volumi. Inoltre una recessione e/o un crollo del mercato immobiliare hanno un effetto sistemico sui default. Il rischio quindi   tutt'altro che incorrelato. Tutori del corretto prezzo del rischio dovevano essere le istituzioni di mercato ed in particolare le agenzie di rating cui gli Accordi di Basilea delegano tanta responsabilit  anche in materia regolamentare.

Negli anni passati   sembrato ad un certo punto che di una regolamentazione invasiva si potesse tranquillamente fare a meno. La disciplina dei mercati si sarebbe imposta automaticamente. Oggi molti sono costretti a ripensare. Un'area in cui un ripensamento   possibile   quello della regolamentazione dei tassi di interesse. Dopo decenni in cui la questione degli interessi usurari   stata un tab  nella nostra professione ci sono segnali di cambiamento. Il dibattito pubblico sui tassi di interesse su prestiti al consumo a brevissimo termine (payday loans), un fenomeno di una certa dimensione negli USA,   pi  che mai vivo. Si tratta di forme di credito indirizzate agli strati pi  deboli della popolazione con le quali si concedono anticipazioni sui salari a pochi giorni dal giorno di paga a tassi molto elevati (di fatto per una fee), che poi diventano esorbitanti per ritardi anche di pochi giorni. Il Congresso li ha proibiti l'anno scorso per i dipendenti della Difesa degli Stati Uniti, tra i clienti pi  assidui. A sorpresa sul NYT la necessit  di difendere individui incapaci di valutare la convenienza o opportunit  di richiedere questi prestiti   stata propugnata da Robert Frank. Ci sono peraltro una quantit  di ragioni per cui prestiti a tassi elevati possono diminuire il benessere sociale anche se i mutuatari non sono irrazionali o male informati. Una possibilit    semplicemente che siano troppi ottimisti rispetto alle proprie possibilit  e che quindi siano disposti a pagare tassi irragionevoli. Questo fenomeno potrebbe essere endemico nei periodi di euforia finanziaria e la crisi dei subprime ne   un chiaro esempio. Pi  in generale   proprio la possibilit  di comportamento opportunistico, la fondamentale imperfezione dei mercati finanziari, che fornisce la ragione principale. Tassi elevati rendono pi  probabili comportamenti opportunistici come ad esempio l'assunzione eccessiva di rischio o il default strategico (finalizzato alla rinegoziazione nei modelli di costly state verification). In altri termini e usando le parole di Adam Smith con la possibilit  di imporre tassi elevati "la maggior parte del credito verrebbe allocata a spreconi e avventurieri in quanto solo questi accetterebbero di pagare questi interessi irragionevoli" (La Ricchezza delle Nazioni).

Generalmente nelle fasi di crisi il rischio   che la struttura regolatoria diventi troppo rigida e l'intervento

pubblico troppo pervasivo. Di certo la crisi non potrà non generare una riflessione sui criteri fissati da Basilea II, in particolare sulla generale tendenza a sostituire regolamentazione tradizionale (generalmente di tipo command and control) con meccanismi di mercato o quasi mercato. Il nostro paese non ha rinunciato negli anni di euforia ad una struttura regolatoria solida, almeno sulla carta, anche perché l'innovazione finanziaria ha avuto meno peso. Nel caso specifico della regolamentazione del tasso di interesse in Italia esiste già una legge antiusura che ha evidenziato notevoli problemi legati in particolare al meccanismo endogeno di determinazione dei tassi soglia. La crisi sarebbe una buona occasione in questo caso per riflettere su modalità migliori di applicazione.