

La finanza secondo Obama: una valutazione critica

Arnold Kling

Questo documento presenta una valutazione critica della proposta di riforma delle normative in campo finanziario dell'amministrazione Obama illustrata nel paper pubblicato dal Dipartimento del Tesoro e intitolato *A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*. Nel prosieguo del documento questo *paper* verrà indicato come "il Rapporto". Il Rapporto presenta una diagnosi erronea della crisi, con la conseguenza di raccomandare l'adozione di riforme discutibili.

Sfortunatamente, le proposte di riforma alle normative avanzate dall'amministrazione Obama rappresentano un esempio di quel genere di "pensiero di gruppo" che ha contribuito a causare la crisi. In effetti, anzi, il gruppo in questione non è cambiato affatto e il Rapporto è in ampia misura il prodotto di quella stessa comunità di regolatori che non ha saputo prevenire la crisi attuale. Non è stato fatto alcuno sforzo di riesaminare gli assunti più fondamentali, né di prendere in considerazione le conseguenze che si sarebbero verificate qualora tali assunti si fossero dimostrati infondati. Ancora una volta, le idee e gli interessi estranei al ristretto consenso di gruppo sono stati bellamente ignorati.

Il "pensiero di gruppo", ossia l'omogeneità degli assunti e delle interpretazioni della realtà, ha rappresentato un importante fattore dell'enorme aumento del rischio nel sistema finanziario nella decina d'anni che ha preceduto la recente crisi. I dirigenti delle banche e delle autorità di regolazione hanno ignorato quelle voci, a prescindere da quale estremità dell'arco politico provenissero, che puntavano l'indice sugli eccessi che si stavano accumulando nel sistema. L'universale e soddisfatta certezza che la nostra struttura normativa fosse perfettamente solida è stata rimpiazzata da un'altrettanto unanime (e altrettanto erronea) convinzione di sapere come ripararla.

Questo paper può essere considerato alla stregua di una "revisione dei conti" del Rapporto. Pertanto esporrò la mia critica nella forma di una serie di conclusioni.

- 1) il Rapporto non presenta un'analisi esaustiva delle cause della crisi finanziaria.
- 2) il Rapporto ignora il ruolo svolto dalle politiche pubbliche sulla casa nella creazione degli eccessi finanziari che hanno preceduto la crisi.
- 3) il Rapporto ignora il ruolo svolto dall'arbitraggio del capitale di vigilanza nella creazione di un sistema finanziario instabile.

Arnold Kling è membro del Mercatus Center Working Group on Financial Markets della George Mason University.

- 4) il Rapporto auspica la creazione di un'autorità di regolazione del rischio sistemico a dispetto delle buone probabilità che un'autorità siffatta sarebbe esposta proprio al genere di pensiero di gruppo che ha indotto la Federal Reserve, il Fondo Monetario Internazionale e altri enti pubblici a interpretare erroneamente l'innovazione finanziaria come uno strumento per migliorare la distribuzione del rischio nel sistema finanziario.
- 5) per quanto l'obiettivo di tutelare i consumatori da prodotti finanziari nocivi sia lodevole, il Rapporto non dimostra perché tale questione sia importante al fine di prevenire in futuro l'insorgere di nuove crisi finanziarie. L'assunto non viene messo alla prova esaminando le serie storiche e indicando in che modo le innovazioni che si sono succedute (come i fondi attivi nei mercati monetari, la compravendita di azioni *online* o le *debit cards*) sarebbero state valutate dall'agenzia di cui si propone la creazione se essa fosse stata attiva in passato.
- 6) il Rapporto auspica che gli istituti finanziari conservino una cointeressenza pari ad almeno il cinque per cento nei mutui che concedono. Gli autori del Rapporto, tuttavia, non dimostrano che questo provvedimento raggiungerebbe lo scopo di ridurre il rischio connesso alla cartolarizzazione dei mutui, né spiega per quale motivo questo metodo sia superiore alle tecniche utilizzate con profitto per decenni da Fannie Mae e Freddie Mac prima che riducessero i propri standard contabili nel 2004-2007 nello sconosciuto tentativo di recuperare le proprie quote di mercato.
- 7) il Rapporto prevede una procedura agevolata per la risoluzione di problemi in grandi istituti finanziari di importanza essenziale per il sistema finanziario. L'obiettivo è lodevole, ma è lecito chiedersi se questa procedura saprebbe resistere alle pressioni provenienti da interessi costituiti a livello nazionale e internazionale.
- 8) il Rapporto ignora le critiche degli esperti esterni. Tra di esse si possono menzionare l'influenza politica delle grandi società finanziarie, il rischio che deriva dal combinare il ristretto settore bancario con altre funzioni finanziarie, l'isolamento dalla disciplina di mercato prodotto dalla dottrina del "troppo grandi per fallire" e la questione irrisolta del se una rigida normativa accresca o riduca il rischio di fallimento catastrofico.

Conclusione n.1 – *il Rapporto non presenta un'analisi esaustiva delle cause della crisi finanziaria.*

Vogliamo credere che, se lo scopo della riforma in campo finanziario consiste nel correggere i punti deboli esibiti dal precedente regime normativo, avrebbe senso iniziare da un'analisi esaustiva e approfondita delle cause della crisi attuale. Il Rapporto, invece, si limita a qualche vaga allusione a «lacune e debolezze nella vigilanza e nella regolamentazione delle società finanziarie». Partendo da una base analitica tanto superficiale, non ci sorprende constatare che il Rapporto non presenta alcun motivo convincente per ritenere che, quand'anche tutte le raccomandazioni in esso contenute fossero state adottate dieci anni fa, la crisi avrebbe potuto essere prevenuta.

La crisi finanziaria può essere descritta suddividendola nelle sue quattro componenti:

- Scommesse sbagliate
- Eccessiva leva debitoria
- Effetto domino
- Corsa agli sportelli nelle particolari forme del Ventunesimo secolo.

Le scommesse sbagliate sono state rappresentate dai mutui e dagli investimenti in titoli garantiti da mutui che non sono stati in grado di sostenere la riduzione dei prezzi delle case. Il Rapporto dedica scarsissima attenzione a queste scommesse o alle politiche che hanno incoraggiato le società finanziarie a scommettere sul mercato in modo tanto sconsiderato. Ne ripareremo più diffusamente nel punto 2.

La leva eccessiva è nata dal ricorso creativo a strumenti finanziari innovativi che hanno permesso alle banche di rispettare la lettera delle norme relative al capitale e al rischio, pur violandone lo spirito. Ciò è stato fatto con l'acquiescenza dei regolatori primari di tali società. Le tecniche utilizzate per la creazione di una leva finanziaria eccessiva sono state l'abuso della concessione di *rating* AAA, la creazione di entità fuori bilancio e la designazione dei mutui come "investimenti di breve periodo" che non richiedevano il versamento di alcun capitale. Sebbene il libro bianco menzioni l'opportunità di aumentare i requisiti di capitale di rischio, non affronta le dinamiche dell'arbitraggio del capitale di vigilanza, che permettono alle banche di sviluppare innovazioni che, al trascorrere del tempo, indeboliscono i requisiti stessi. L'arbitraggio del capitale di vigilanza verrà esaminato più a fondo nel punto 3.

L'"effetto domino" è invece una conseguenza dei nessi e dei legami tra società finanziarie, i quali fanno sì che i problemi di una di esse si trasmettano anche alle altre. Ad esempio, quando le autorità hanno lasciato che Lehman Brothers fallisse, le conseguenze negative hanno colpito un importante fondo monetario e ciò, a sua volta, ha fatto rischiare che si producesse una perdita generalizzata di fiducia in tutti i fondi monetari. Per prendere un altro esempio, i problemi che hanno afflitto AIG hanno messo a repentaglio le principali controparti della società.

Le corse agli sportelli "da Ventunesimo secolo" si sono presentate quando le società finanziarie hanno avuto l'incentivo ad affrettarsi a liquidare le proprie posizioni prima dei concorrenti. Ad esempio, i gestori di denaro avevano acquistato "commercial paper", ossia titoli a breve termine emessi da varie aziende, in questo caso società veicolo create dalle banche al fine di fungere da "deposito" dei titoli cartolarizzati garantiti da mutui. Una volta che i dubbi in merito al valore reale dei mutui si sono fatti più forti, ciascun gestore aveva l'interesse a ridurre l'approvvigionamento di fondi o ad esigere ulteriori garanzie, anche se, così facendo, questa pratica ha portato il valore di mercato dei titoli garantiti da mutui ben al di sotto del loro valore intrinseco.

Oppure, prendiamo in considerazione chi ha investito in Fannie Mae o Freddie Mac. Se nel complesso gli investitori avessero acquistato obbligazioni di queste due imprese esigendo gli *spread* storicamente prevalenti rispetto ai buoni del Tesoro, Fannie Mae e Freddie Mac avrebbero potuto continuare a operare. Ciascun investitore, invece, aveva tutto l'interesse a pretendere considerevole un premio di rischio, in modo da compensare la possibilità di inadempienza da parte delle due imprese.

Infine, possiamo esaminare le controparti dei *credit default swap* emessi da AIG. Se queste società avessero collettivamente evitato di esigere garanzie reali una volta che la probabilità che AIG dovesse onorare questo genere di contratti di assicurazione finanziaria si fosse fatta concreta, AIG avrebbe potuto sopravvivere. Ciascuna controparte, tuttavia, aveva titolo, per contratto, ad esigere beni a garanzia e ciascuna di esse non ha esitato a farlo. In tal modo, AIG non ha potuto produrre un ammontare di *asset* a breve termine e basso rischio sufficiente a coprire le richieste di garanzie reali.

Gli effetti domino e le corse agli sportelli "da Ventunesimo secolo" sono verosimilmente i principali fattori che hanno motivato la richiesta di creare un'autorità di regolazione

del rischio sistemico. Questa considerazione, tuttavia, deve indurci a chiederci in che modo questo ipotetico regolatore possa distinguere le transazioni di mercato benigne da quelle che possono causare effetti domino o corse agli sportelli. Tale questione verrà esaminata nel punto 4.

Conclusione n.2 – il Rapporto ignora il ruolo svolto dalle politiche pubbliche sulla casa nella creazione degli eccessi finanziari che hanno preceduto la crisi.

Da anni il mercato americano della casa è teatro di interferenze politiche, attività di lobby e sovvenzioni. Le politiche sulla casa miravano ad aumentare la diffusione della casa di proprietà e del finanziamento per il tramite di mutui. È certamente possibile sostenere che la casa di proprietà possa essere considerata alla stregua di un bene pubblico, ma è altrettanto vero che l'indebitamento causato da un mutuo e l'acquisto di una casa a fini di speculazione sono, in tal caso, "mali pubblici".

La proprietà della casa di abitazione è favorita dal trattamento preferenziale accordato dalla tassazione delle plusvalenze. Nel 1999 questo trattamento è stato allargato all'acquisto di case a fini di investimento. Ciò potrebbe aver contribuito all'aumento della percentuale di mutui concessi per l'acquisto di immobili nei quali il proprietario non abitava, passati da meno del 5 per cento del totale alla fine degli anni Novanta al 15 per cento nel 2005, al culmine della bolla speculativa della casa.

L'indebitamento da mutuo viene favorito da svariate politiche pubbliche: gli interessi sul mutuo possono essere detratti dall'imponibile dell'imposta sul reddito. Le autorità federali sovvenzionano indirettamente la concessione di mutui. La Federal Housing Administration, per conto suo, concede invece sussidi diretti. Tra i sussidi indiretti si può contare la garanzia implicita offerta agli investitori che avevano acquistato titoli emessi dalle due imprese a sostegno pubblico (GSE: Government Sponsored Enterprises) Fannie Mae e Freddie Mac. Per giunta il Congresso e le autorità di regolazione hanno fatto pressioni sulle banche e sulle GSE affinché offrissero mutui ai cosiddetti "mercati sottoserviti". Il *Community Reinvestment Act* vale per le banche, mentre l'obiettivo di mettere la casa alla portata delle famiglie meno abbienti valeva per le GSE.

Il sostegno politico per la casa di proprietà ha contribuito a plasmare le politiche pubbliche negli anni in cui il prezzo delle case cresceva. I timori in merito a questi continui aumenti, all'abbassamento dei criteri per la concessione di mutui e alla sempre più ridotta partecipazione del capitale dei proprietari erano stati messi a tacere. L'entrata nel mercato della casa da parte di famiglie che non potevano soddisfare i tradizionali criteri che misuravano il rapporto tra il loro reddito e l'onere del pagamento di un mutuo venne incoraggiata.

Queste politiche hanno causato un eccesso di costruzione, speculazioni finanziate interamente dall'indebitamento e un aumento insostenibile del prezzo delle case. Ciò nonostante, il Rapporto ignora il ruolo svolto dalle politiche sulla casa nell'alimentare la bolla e non raccomanda alcun cambiamento in tali politiche.

La riforma più importante consiste nell'eliminazione dei sussidi che incentivano l'indebitamento da mutuo. Fino a non molto tempo fa, di norma veniva richiesto il versamento di una caparra pari al 20 per cento del valore dell'immobile. I mutui che prevedono una caparra di entità inferiore non devono godere di alcun tipo di sussidio e, anzi, si potrebbe sostenere che debbano essere disincentivati. L'acquisto di case versando una caparra esigua destabilizza il mercato, giacché tali acquisti tendono ad aumentare quando i prezzi delle case stanno aumentando e a ridursi drasticamente non appena i prezzi scendono.

Un metodo più raffinato potrebbe prevedere l'incentivazione di criteri di concessione di mutui "anticiclici". Vale a dire, quando il mercato della casa è in espansione, i regolatori dovrebbero esigere un irrigidimento di tali criteri. Il rilassamento dei parametri di concessione dei mutui dovrebbe essere favorito solo quando il mercato della casa è debole. Viceversa, anziché agire in controtendenza rispetto al ciclo economico, le politiche miranti a mettere la casa di possibilità alla portata dei meno abbienti spingevano tali criteri a rafforzare l'andamento del ciclo stesso. Mano a mano che il mercato della casa esplodeva, le autorità di regolazione hanno spinto gli istituti finanziari a rilassare i criteri di concessione dei mutui in modo che le famiglie a basso reddito potessero acquistare una casa, a dispetto del fatto che difficilmente, visti i prezzi in continuo aumento, sarebbero riuscite a restituire il prestito così ottenuto.

Conclusione n.3 – *il Rapporto ignora il ruolo svolto dall'arbitraggio del capitale di vigilanza nella creazione di un sistema finanziario instabile.*

Molte delle pratiche finanziarie che si trovano alla radice della crisi sono state motivate dall'arbitraggio del capitale di vigilanza. Questo genere di arbitraggio ha incentivato la cartolarizzazione, il ricorso a *tranches* di credito, l'uso delle agenzie di *rating* e la crescita del cosiddetto "sistema bancario ombra".

L'arbitraggio del capitale di vigilanza consiste nel ricorso a tecniche di ingegneria finanziaria al fine di permettere alle banche di ridurre il patrimonio di vigilanza (ossia il capitale) necessario per legge per compensare un determinato rischio. L'arbitraggio ha fatto leva sulla struttura della rischiosità del capitale che sottende gli Accordi di Basilea. Al fine di stabilire il patrimonio di vigilanza richiesto, ciascun *asset* veniva incasellato in un determinato "secchiello", o *risk bucket*. Ad esempio, un *asset* contenuto nel "secchiello" di rischio del 100 per cento prevedeva un patrimonio di vigilanza pari all'8 per cento. Un *asset* nel "secchiello" del 20 per cento richiedeva un capitale pari appena all'1,6 per cento del suo valore.

Un titolo cartolarizzato garantito da un mutuo avente un *rating* AA poteva ricevere una valutazione di rischio pari al 20 per cento. Per confronto, un mutuo tradizionale avrebbe ottenuto una valutazione di rischio del 50 per cento. I titoli cartolarizzati contenuti in entità non iscritte nel bilancio della società madre, come ad esempio un veicolo d'investimento strutturato, di fatto potevano ottenere una valutazione di rischio dello 0 per cento. I meccanismi dall'arbitraggio del capitale di vigilanza sono illustrati più compiutamente in Jones (2000), Tett (2009) e Acharya e Richardson (2009).

A pagina 3, il Rapporto afferma che i *rating* concessi dalle agenzie attive nel settore sono stati utilizzati perché «la disciplina di mercato si è degradata». Quest'affermazione ignora completamente il fatto che le autorità di regolazione hanno dato il loro beneplacito ai *rating* delle agenzie e li hanno utilizzati per determinare i requisiti di capitale di vigilanza.

Pertanto, il Rapporto presenta un quadro estremamente fuorviante delle interazioni tra normative e mercati. Il Rapporto trasmette l'idea che i problemi si verificano necessariamente perché le normative sono insufficienti. Nel caso attuale, in realtà, sono proprio le normative che hanno indotto le società a costruire un sistema di distribuzione del rischio associato ai mutui che, alla prova dei fatti, è risultato estremamente fragile.

Conclusione n.4 – il Rapporto auspica la creazione di un'autorità di regolazione del rischio sistemico a dispetto delle buone probabilità che un'autorità siffatta sarebbe esposta proprio al genere di pensiero di gruppo che ha indotto la Federal Reserve, il Fondo Monetario Internazionale e altri enti pubblici a interpretare erroneamente l'innovazione finanziaria come uno strumento per migliorare la distribuzione del rischio nel sistema finanziario.

Nel 2006, nella sua relazione annuale, il Fondo Monetario Internazionale ha esaminato le pratiche finanziarie correnti e ha concluso che tali pratiche «hanno contribuito ad aumentare la robustezza del settore bancario e del sistema finanziario nel suo complesso». È facile trovare valutazioni altrettanto ottimistiche fatte da dirigenti della Federal Reserve.

Il Rapporto si fonda sul dubbio assunto che la crisi finanziaria ha potuto verificarsi perché i funzionari preposti non hanno preso in considerazione il rischio sistemico. La realtà è che costoro cercavano di scoprire l'esistenza di rischi a carico del sistema, ma non sono stati in grado di riconoscerli. Se dovessimo creare un'agenzia preposta alla salvaguardia dal rischio sistemico, è facile immaginare che il suo personale non sarebbe molto diverso da quello della Fed o del FMI. Questi individui non diventerebbero meno fallibili solo per il fatto di dipendere da una diversa agenzia.

Conclusione n.5 – per quanto l'obiettivo di tutelare i consumatori da prodotti finanziari nocivi sia lodevole, il Rapporto non dimostra perché tale questione sia importante al fine di prevenire in futuro l'insorgere di nuove crisi finanziarie.

Vi sono certamente consumatori che non capiscono a fondo i prodotti finanziari. Ve ne sono altri che incorrono in enormi costi sul lungo periodo in cambio di benefici di breve termine relativamente esigui. Vi sono venditori e imprenditori finanziari disposti a sfruttare questi consumatori. Cercare di proteggere i consumatori dalle loro carenze cognitive e comportamentali può indubbiamente essere un obiettivo ragionevole.

Tuttavia è importante riconoscere che è importante valutare i prodotti finanziari fuori dal loro contesto. In un mercato della casa in espansione, gli strumenti finanziari più “esotici” nel settore dei mutui hanno permesso a molte persone di ottenere una casa e guadagnare un profitto, mentre in un mercato in contrazione anche il più tradizionale dei mutui rappresenta un rischio.

In che modo un'ipotetica agenzia di tutela finanziaria del consumatore potrebbe valutare un fondo d'investimento sul ciclo di vita che fa aumentare la percentuale di investimenti nel mercato di Borsa presenti nel portafoglio di un giovane? Un economista convinto che, nel lungo periodo, le azioni siano relativamente meno instabili di altri prodotti finanziari non potrebbe che approvare. Un economista convinto del contrario esprimerebbe la più energica disapprovazione.

Molti economisti sono scettici in merito all'utilità delle garanzie estese sugli elettrodomestici. Supponiamo che tali garanzie siano giudicate un cattivo prodotto finanziario per i consumatori e che vengano vietate. È possibile che i fabbricanti inizino a realizzare prodotti scadenti, giacché gli verrebbe sottratta la possibilità di ricavare profitti da prodotti più duraturi?

È possibile immaginare che alcuni prodotti finanziari oggi assai apprezzati, come i fondi monetari e le *debit card*, sarebbero stati proibiti da una commissione per la sicurezza dei prodotti finanziari avversa al rischio? Non dimentichiamo che le società già presenti

sul mercato avrebbero l'incentivo a "mettere in guardia" la commissione dai pericoli insiti in prodotti innovativi destinati a entrare in concorrenza con i loro.

Conclusione n. 6 – *il Rapporto auspica che gli istituti finanziari conservino una cointeressenza pari ad almeno il cinque per cento nei mutui che concedono. Gli autori del Rapporto, tuttavia, non dimostrano che questo provvedimento raggiungerebbe lo scopo di ridurre il rischio connesso alla cartolarizzazione dei mutui, né spiega per quale motivo questo metodo sia superiore alle tecniche utilizzate con profitto per decenni da Fannie Mae e Freddie Mac prima che riducessero i propri standard contabili nel 2004-2007 nello sconsiderato tentativo di recuperare le proprie quote di mercato.*

È diffusa l'opinione che il deterioramento nella qualità dei mutui sia stata causata dalla separazione delle funzioni tra concessione di mutui e proprietà dei medesimi. Tuttavia la soluzione proposta, consistente nell'obbligo per le società che concedono mutui di conservare una cointeressenza del 5 per cento è assolutamente stupida.

La separazione delle funzioni fa insorgere il cosiddetto problema mandante-mandatario. La finanziaria che concede il mutuo agisce in qualità di mandatario della società che ne sarà proprietaria. Per quest'ultima, il problema consiste nel far collimare gli incentivi del mandatario con i propri. I problemi mandante-mandatario sono onnipresenti e vengono affrontati da numerose pratiche commerciali e finanziarie, senza che vi sia bisogno di una soluzione imposta dalle autorità pubbliche.

Anche in una banca tradizionale sussistono problemi di mandante-mandatario. Uno di essi consiste nel problema di far collimare gli incentivi dei funzionari preposti alla concessione di prestiti con quelli della proprietà della banca. Se i primi venissero compensati sulla base del numero di prestiti concessi, avrebbero l'incentivo a concedere prestiti di bassa qualità. La soluzione consiste invece nell'assegnare a questi dipendenti una serie di linee-guida e di politiche che guidano la concessione di prestiti e compensarli sulla base della loro conformità con tali indicazioni. Nessuna banca ritiene che i funzionari addetti alla concessione di prestiti debbano partecipare con una quota del 5 per cento a tali attività.

Per decenni, Fannie Mae e Freddie Mac hanno acquistato i mutui concessi da diverse società finanziarie senza esigere che queste ultime conservassero una quota dei prestiti che avevano emesso. Le due GSE, viceversa, avevano assegnato alle finanziarie con cui avevano rapporti regole e linee-guida e si avvalevano di svariate tecniche al fine di garantire che le regole venissero osservate. Per esperienza personale, posso dire che le tecniche utilizzate da Freddie Mac sul principio degli anni Novanta comprendevano:

- Revisioni dei conti in loco, in cui Freddie Mac inviava il proprio personale presso le sedi delle finanziarie più grandi al fine di osservare le pratiche utilizzate nella concessione di mutui.
- Controlli di qualità a campione: il personale di Freddie Mac ripeteva le procedure di concessione di un campione di mutui. Se veniva riscontrata l'esistenza di mutui che non rispettavano le linee-guida emesse da Freddie Mac, la società esigeva che la finanziaria che li aveva concessi li riacquistasse. Qualora nascesse il sospetto che in una finanziaria concedesse sistematicamente mutui scadenti, Freddie Mac avrebbe verificato tutti i mutui di quella società, pretendendo che essa riacquistasse tutti quelli che non avessero "passato l'esame".
- Diffidenza nei confronti di tutte le inadempienze precoci (ossia quei casi in cui il beneficiario del mutuo non riusciva a pagare le rate entro i primi 12 mesi dalla concessione del mutuo stesso). Tutti i mutui di questo tipo venivano sottoposti

alla ripetizione delle procedure di concessione da parte di Freddie Mac, con l'intesa che la finanziaria che li aveva concessi avrebbe riacquisito quelli che non avessero rispettato i parametri stabiliti dalla GSE.

Il problema che si è verificato negli ultimi anni non è che le finanziarie hanno iniziato a concedere un maggior numero di mutui che non rispettavano le linee-guida delle GSE, bensì che i criteri adottati da Fannie Mae e Freddie Mac sono diventati sempre più elastici. Le due GSE e gli acquirenti di titoli emessi da altre società analoghe sono stati disposti ad acquistare mutui con tassi mutuo-valore sempre più alti, valutazioni di merito del credito sempre più basse e documentazione sempre più ridotta. Le società finanziarie concedevano ai richiedenti tutto quello che volevano.

In futuro, i criteri di concessione di mutui e prestiti dovranno essere più rigidi di quanto non sia avvenuto negli ultimi anni, quando troppi soggetti non hanno preso in considerazione la possibilità che i prezzi delle case potessero smettere di salire e di coprire tutti i loro peccatucci. È ovvio che sarà necessario imporre il rispetto di criteri di concessione di mutui più rigorosi, ma questo può essere fatto senza pretendere che le società finanziarie conservino una quota del 5 per cento nei mutui che concedono.

Conclusione n. 7 – il Rapporto prevede una procedura agevolata per al risoluzione di problemi in grandi istituti finanziari di importanza essenziale per il sistema finanziario. L'obiettivo è lodevole, ma è lecito chiedersi se questa procedura saprebbe resistere alle pressioni provenienti da interessi costituiti a livello nazionale e internazionale.

L'efficacia di un meccanismo di risoluzione dipende dalla volontà dei regolatori. Siamo in molti a ritenere che le procedure di fallimento e di risoluzione della FDIC esistenti sarebbero state perfettamente adeguate nella crisi finanziaria del 2008. Tuttavia, con l'eccezione di Lehman Brothers, i regolatori non sono stati disposti a pretendere il rispetto di queste procedure. Per quanto riguarda il mancato salvataggio di Lehman, le opinioni sono discordanti: alcuni analisti ritengono che si sia trattato di un errore, mentre altri pensano che la risoluzione del caso sia stata un successo.

Personalmente, sono abbastanza scettico nei confronti dell'ipotesi che i regolatori siano disposti ad attenersi ad un meccanismo di risoluzione. Ad esempio, negli anni Novanta a Fannie Mae e Freddie Mac venne concessa una linea di credito di 2,25 miliardi di dollari con il Tesoro, che in teoria avrebbe dovuto rappresentare il limite degli obblighi a carico dei contribuenti americani. Tuttavia, quando i nodi sono venuti al pettine, di fatto il Tesoro ha garantito tutte le sofferenze di bilancio delle due GSE.

Potenti interessi, nazionali ed esteri, fanno pressione a favore del salvataggio delle aziende in difficoltà e questo distorce le decisioni in campo finanziario. Ad esempio, il Prime Reserve Fund avrebbe investito con tanto entusiasmo in titoli a breve termine emessi da Lehman se avesse saputo che le autorità federali non avrebbero salvato la banca dal fallimento?

Istituire una politica durevole per la risoluzione di istituti finanziari che rischiano il fallimento è impresa ardua. Il Rapporto non evidenzia il problema dell'incostanza di tali politiche nel tempo, che indirizza i regolatori a favore del salvataggio anziché attenersi ai metodi consolidati di risoluzione.

Conclusione n. 8 – il Rapporto ignora le critiche degli esperti esterni. Tra di esse si possono menzionare l'influenza politica delle grandi società finanziarie, il rischio che deriva dal combinare il ristretto settore bancario con altre funzioni finanziarie, l'isolamento

dalla disciplina di mercato prodotto dalla dottrina del “troppo grandi per fallire” e la questione irrisolta del se una rigida normativa accresca o riduca il rischio di fallimento catastrofico.

Molte voci critiche, provenienti da ogni parte politica, ritengono che le grandi banche e le grandi società finanziarie di Wall Street abbiano troppa influenza politica. Il Rapporto non esamina la questione della “cattura” del regolatore e dei metodi per risolverlo.

Il Rapporto propone di venire alle prese con i problemi posti da istituti finanziari grandi e complessi per il tramite di normative migliori. Molti analisti, viceversa, sostengono che istituti di questo tipo debbano esser suddivisi in società di dimensioni più ridotte. Inoltre sarebbe consigliabile separare le funzioni connesse al sistema dei pagamenti (attività bancarie in senso stretto) da altre funzioni relative all’assegnazione dei capitali. La funzione bancaria in senso stretto potrebbe necessitare di un solido sostegno federale e di robuste normative. Le altre funzioni dovrebbero invece essere trattate in modo diverso, lasciando un ruolo più ampio alla disciplina di mercato.

Infine, non è chiaro se la visione d’insieme del rapporto non ecceda le capacità cognitive dei regolatori. Come sostiene Jeffrey Friedman (2009), i regolatori non possono in alcun modo prevedere tutte le conseguenze delle proprie azioni. Per quanto possa sembrare a prima vista assurdo, un sistema finanziario regolamentato con mano leggera può risultare più robusto. Un sistema nel quale i singoli soggetti attivi sul mercato perseguono ciascuno strategie diverse può risultare meno esposto a fallimenti catastrofici di un sistema retto da un’unica, ferrea struttura regolatoria.

Riferimenti bibliografici

David Jones, 2000. “Emerging Problems with the Basel Capital Accord. Regulatory capital arbitrage and related issues,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24 (gennaio), p. 35-58.

Gillian Tett, 2009. *Fool’s Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan was Corrupted by Wall Street and Unleashed a Catastrophe*, The Free Press, New York.

Viral V. Acharya and Matthew Richardson, 2009. “Playing by the Basel Rules,” *Critical Review*, Vol. 21 (primavera-estate), pp. 195-210.

Jeffrey Friedman 2009. “A Crisis of Politics, Not Economics: Complexity, Ignorance, and Policy Failure,” *Critical Review*, Vol. 21 (primavera-estate), pp. 127-184.

CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.