

## Regolamentazione e crisi

di Giuseppe Coco

*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 più preziosa per il funzionamento di una economia capitalistica.*

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

Come in un pendolo nelle fasi di euforia l'innovazione finanziaria viene però 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 però ci si è scordati che separare il rischio da chi lo genera o almeno ne può influenzare il contenuto non è mai un'idea particolarmente brillante. E che valutare la rischiosità di certi strumenti finanziari prescindendo dai cambiamenti che la loro stessa esistenza comporta può essere imprudente. È così successo che mutui di dubbia qualità 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 più 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 è 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 responsabilità anche in materia regolamentare.

Negli anni passati è 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 è possibile è quello della regolamentazione dei tassi di interesse. Dopo decenni in cui la questione degli interessi usurari è stata un tabù 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, è più che mai vivo. Si tratta di forme di credito indirizzate agli strati più 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 più assidui. A sorpresa sul NYT la necessità di difendere individui incapaci di valutare la convenienza o opportunità di richiedere questi prestiti è stata propugnata da Robert Frank. Ci sono peraltro una quantità di ragioni per cui prestiti a tassi elevati possono diminuire il benessere sociale anche se i mutuatari non sono irrazionali o male informati. Una possibilità è semplicemente che siano troppi ottimisti rispetto alle proprie possibilità 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 è un chiaro esempio. Più in generale è proprio la possibilità di comportamento opportunistico, la fondamentale imperfezione dei mercati finanziari, che fornisce la ragione principale. Tassi elevati rendono più 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 possibilità 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 è 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 però 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.