



Blinder A.S. After the Music Stopped

La disoccupazione di lungo periodo in America, conseguenza della crisi 2007-2009, non si è mai vista nel dopoguerra ed è stata devastante. Per recuperare occorrono tassi di crescita del 7%. Il crollo dei prezzi delle abitazioni, da solo, non sarebbe stato in grado di produrre la crisi. Erano già presenti sette debolezze:

- i prezzi inflazionati, specie delle abitazioni, non sono spontanei, ma frutto di squilibri, esagerazioni nell'interpretazione dei trend di breve periodo (i modelli matematici estrapolavano solo gli ultimi tre anni). Le bolle sono difficili da riconoscere mentre si manifestano (la credenza che i prezzi degli immobili possano solo salire era una visione comune degli americani, delle banche, della Fed);
- la leva eccessiva, presente dovunque (banche tradizionali e di investimento, mutui con elevato loan to value, governi), il debito è esploso;
- una regolamentazione lasca e regolatori assenti che hanno fatto fiorire le Siv, i subprime, lo shadow banking, i derivati, operazioni disegnate per il default, con l'incuria dei regolatori convinti dall'ideologia della deregulation e del libero mercato, creando di rischi enormi;
- le pratiche bancarie irresponsabili e ad alto rischio attraverso la securitization di mutui che non andavano nemmeno erogati, creati per il default, fondati sull'illimitata crescita dei prezzi immobiliari;
- titoli e derivati non regolamentati, estremamente complessi e opachi;
- agenzie di rating che si sono dimostrate incompetenti e soggette a incentivi perversi (negoziare il rating);
- sistemi di remunerazione del management perversi e irragionevoli.

Tutto ciò ha creato un fragile castello di carte che ha cominciato a cadere tutto insieme non giovando nessuna forma di diversificazione: è caduta la fiducia nelle controparti, la liquidità è evaporata, ricostituita solo attraverso massicci interventi delle banche centrali; il deleveraging ha creato grosse perdite nel sistema bancario. La decisione della Fed di aiutare un soggetto non bancario (Bear Stearns) in applicazione del concetto "too interconnected to fail", è stato il primo passo al di fuori della tradizione che ha creato un precedente importante. Anche le agenzie pubbliche Fannie Mae e Freddy Mac hanno operato con elevata leva e senza regole. Il moral hazard ha proliferato. La Lehman era insolvente anziché illiquida ma nonostante si sapesse che il suo fallimento avrebbe avuto effetti a cascata, nessuno si è preso la responsabilità di usare fondi pubblici per evitare il peggio. Dopo di allora AIG, Merrill Lynch, Wachovia, Washington Mutual, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Citi, tra nazionalizzazioni, salvataggi e tutele pubbliche. Interventi di Fed, Tesoro e FDIC anche per banche estere e soggetti industriali che nessuno avrebbe immaginato prima del 2008.

Poiché i tassi di interessi erano al minimo, sono state usate politiche non convenzionali, spesso in modo non coerente. Con il TARP (Troubled Assets Relief Program) si è dato capitale alle banche pagando più del dovuto gli attivi problematici per evitare svalutazioni repentine e l'effetto stigma derivante dal dover chiedere aiuti pubblici. Ma non sono state richieste restrizioni nella distribuzione dei dividendi e nelle remunerazioni del management. Con il quantitative easing è aumentato di molto l'attivo delle banche centrali che creerà problemi nella fase di rientro.

Bolle occasionali sono possibili perché il comportamento umano è propenso a eccedere nella fiducia, ad agire come gregge, a estrapolare il recente passato dimenticando quello più lontano. Non è possibile eliminare le bolle ma occorre agire per ridurre la frequenza e l'ampiezza. L'agenda delle possibili cose da fare è lunga: separare le banche commerciali da quelle di investimento (lo Glass-Steagall Act avrebbe aiutato ma non sarebbe stato risolutivo a causa delle pratiche creditizie irresponsabili), affrontare il problema del "too big to fail" e del "too interconnected to fail" per consentire l'uscita non dirompente dal mercato, la regolazione del rischio sistemico, l'innalzamento dei requisiti di capitale e di liquidità, la separazione tra attività di banca commerciale e proprietary trading per evitare l'intervento dell'assicurazione dei depositi causata dai rischi assunti in proprio (Volcker Rule), la protezione dei consumatori dalle pratiche predatorie, la regolamentazione dell'uso dei derivati e degli intermediari esclusi (shadow banking), delle remunerazioni del management e delle agenzie di rating. I progressi sono estremamente lenti. Gli effetti della crisi sull'economia reale e sul deficit pubblico hanno alimentato paradossalmente il risentimento verso gli interventi governativi che pure hanno dato sollievo all'economia. Ci sono ancora molti squilibri da cui uscire: il bilancio della banca centrale, l'eccesso di riserve bancarie, tassi vicini allo zero. Ma il più grosso è il debito pubblico americano: è difficile tagliare la spesa o aumentare ulteriormente le tasse, l'assistenza

sanitaria è molto costosa. Il generalizzato moral hazard è stato alimentato dagli interventi di salvataggio che non potranno essere riproposti nel futuro. Non potranno essere più ripetuti gli errori del passato.

Tuttalafinanza.it

by Valerio Carnovale