


 Identificativo: SS20070919001KAA
 Data: 19-09-2007
 Testata: IL SOLE 24 ORE
 Riferimenti: PRIMA PAGINA



 Pag. 1
  Pag. 2

POLITICA CREDITIZIA

L'azzardo morale e le Banche centrali

Guido [Tabellini](#)

di Guido [Tabellini](#)

Sebbene il taglio dei tassi della Fed fosse ampiamente scontato, la decisione era controversa. Tra gli osservatori vi era incertezza sul quanto: un quarto o mezzo punto percentuale? E dopo che la scelta è caduta sulla misura più ampia restano ancora molti dubbi sul percorso futuro dei tassi d'interesse. Probabilmente gli stessi banchieri centrali non hanno una visione comune, e sono incerti sul da farsi. Nelle settimane scorse, mentre la Fed e la Bce iniettavano forti dosi di liquidità, le Banche centrali di Inghilterra e Canada erano riluttanti a fare altrettanto, e la politica monetaria in Svezia e in Svizzera continuava su un sentiero restrittivo.

Il problema non è solo prevedere l'andamento futuro di crescita e inflazione. Se fosse così, le Banche centrali seguirebbero un copione ben noto e già sperimentato. Il punto è che la crisi di liquidità di una parte rilevante del sistema bancario ha aperto nuove incognite e pone le Banche centrali di fronte a scelte difficili.

I prodotti strutturati e altre attività ad alto rischio sono finiti nell'attivo di enti connessi alle banche ma fuori dal loro bilancio (i cosiddetti conduits, o siv - structured investment vehicles), che ne hanno finanziato l'acquisto con carta commerciale a breve termine. Quando ci si è accorti che il rischio sui mutui subprime era stato sottovalutato, il mercato dei prodotti strutturati si è chiuso e i siv non sono più riusciti a rifinanziarsi rinnovando la carta in scadenza. La trasformazione delle scadenze operata da queste entità, simile a quella tipica delle banche, è diventata di colpo una crisi di liquidità (in agosto la carta commerciale asset backed in circolazione negli Stati Uniti si è ridotta del 20%). Ma poiché gli enti sono posseduti da banche o comunque da loro avevano ottenuto linee di credito, la crisi di liquidità ha raggiunto il sistema bancario. Ora le banche si trovano improvvisamente a dover espandere il loro attivo per far fronte agli impegni e temono di non avere liquidità sufficiente.

Che cosa dovrebbero fare le Banche centrali? L'affermazione del governatore della Banca di Francia, Christian Noyer, sul Financial Times di ieri, che la politica monetaria deve limitarsi a offrire liquidità a condizioni invariate senza intervenire sui tassi di policy, è un po' semplicistica.

Continua u pagina 2

Oggi la politica monetaria controlla (a stento) il tasso interbancario overnight, ma non riesce a incidere sui tassi a più lunga scadenza. Il tasso sui prestiti interbancari in sterline a sei mesi ieri era oltre un punto sopra il tasso obiettivo atteso di qui a sei mesi. La differenza riflette un premio per la liquidità e il timore che la controparte diventi insolvente. In questa situazione, non è detto che i fondi immessi dalle Banche centrali raggiungano chi ne ha bisogno. L'affermazione un po' rozza del Presidente Sarkozy, che le Banche centrali stanno inondando di liquidità gli speculatori ma non fanno abbastanza per allentare la stretta creditizia sull'economia, non è del tutto priva di fondamento. Abbassare il tasso d'interesse obiettivo, come ha fatto la Fed, è giustificato negli Stati Uniti che sono direttamente coinvolti nella crisi immobiliare e dove è già in atto un rallentamento della crescita; ma altrove bisogna evitare di alimentare l'inflazione, effettiva o attesa, soprattutto se si agisce in fretta e senza il sostegno di dati che indichino un rallentamento congiunturale.

Ma vi sono anche altri strumenti per allargare il circuito della liquidità e far scendere i tassi a lunga. La banca centrale può espandere la lista di attività accettate in garanzia, o offrire fondi anche su scadenze più lunghe. Sia la Fed sia la Bce lo hanno fatto, sebbene con cautela e con modalità diverse. Ma vi è la preoccupazione dell'azzardo morale. Molti operatori avevano sottovalutato il rischio insito nella trasformazione delle scadenze. Come ha scritto Mervyn King spiegando perché la Banca d'Inghilterra, di cui è governatore, è riluttante a usare questi strumenti, ora bisogna che chi ha sbagliato paghi, per scoraggiare simili errori in futuro.

La posizione intransigente di King non convince. La posta in gioco è troppo alta. Quando le banche non si fidano di altre banche, perché dovrebbero farlo i depositanti? Se la crisi di liquidità si trasforma in una crisi di fiducia, le Banche centrali sono comunque costrette a intervenire per evitare la fuga dei depositi. Con la differenza che lo fanno ex-post, in modo poco trasparente e a spese del contribuente, come con Northern Rock. Inoltre, il rischio di illiquidità associato alla trasformazione delle scadenze può essere evitato dal prestatore di ultima istanza, ed è compito delle Banche centrali evitare che l'illiquidità diventi insolvenza.

Insomma, ha fatto molto bene la Fed a tagliare di mezzo punto e a reagire con decisione. L'aggiustamento in corso sui bilanci delle banche ridurrà la disponibilità di credito. Non è escluso che tra pochi mesi altre Banche centrali siano indotte a muoversi nella stessa direzione, sia perché il ruolo degli intermediari bancari in Europa è ben più rilevante che negli Usa sia perché l'indebolimento del dollaro sarà un ulteriore freno alla crescita europea.

Quanto all'azzardo morale, ci sono anche altri modi per prevenirlo. A cominciare dalla trasparenza di bilancio. Forse, prima di menzionare l'azzardo morale, qualcuno dovrebbe spiegare perché le autorità nazionali hanno tollerato così a lungo che siv e altre operazioni analoghe restassero fuori dal bilancio delle banche, magari con impegni impliciti di cui solo oggi si scopre l'esistenza.

Guido [Tabellini](#)

[Torna alla lista titoli](#)

I banchieri centrali tra azzardi e sostegni di Guido Tabellini Tra due giorni la Bce e la Banca d'Inghilterra dovranno prendere una decisione sui tassi di interesse. Tra du...



 **Stampa**