


 Identificativo: SS20071219001KAA
 Data: 19-12-2007
 Testata: IL SOLE 24 ORE
 Riferimenti: PRIMA PAGINA



 Pag. 1
  Pag. 2

POLITICA MONETARIA

Le armi deboli per reagire agli shock

Guido *Tabellini*

di Guido *Tabellini*

Che cosa possono fare le Banche centrali per interrompere la crisi finanziaria? La risposta è sempre più chiara: ben poco. Le autorità hanno due strumenti: il tasso d'interesse, per gli obiettivi macroeconomici (crescita e inflazione); e il controllo della liquidità, per la stabilità dei mercati finanziari. Entrambi si stanno rivelando inutilizzabili o inefficaci.

La discesa dei tassi d'interesse è frenata dal timore dell'inflazione, che a novembre ha raggiunto il 4,3% negli Stati Uniti e il 3,1% nell'area euro. Troppo, rispetto agli obiettivi. Sia la Fed che la Bce devono stare attente a non perdere il controllo delle aspettative di inflazione. La Banca d'Inghilterra si trova nella stessa situazione.

Quanto alla liquidità, non si riesce a farla arrivare a chi ne ha bisogno. Mercoledì scorso cinque Banche centrali (tra cui la Fed, la Bce e la Banca d'Inghilterra) hanno annunciato nuovi interventi coordinati per immettere un'ingente quantità di liquidità nel sistema. Ma i mercati non hanno battuto ciglio. Anzi, per via delle cattive notizie sull'inflazione, il giorno dopo l'annuncio le Borse di tutto il mondo sono scese del 2-3 per cento. Anche in seguito alle prime immissioni coordinate di liquidità, ieri i tassi interbancari in dollari e sterline sulle scadenze più lunghe restavano ben al di sopra dei tassi obiettivo.

L'impotenza delle Banche centrali riflette la trasformazione dei mercati finanziari nell'ultimo decennio. La possibilità di rivendere i prestiti impacchettandoli in strumenti scambiati sui mercati, il consolidamento delle Banche in grandi istituzioni molto più complesse e la crescita di intermediari diversi dalle banche, quali hedge funds, banche di investimento e altri investitori, hanno trasformato il circuito del credito nell'economia. Nel vecchio mondo, una banca tradizionale si indebitava a breve per investire in prestiti illiquidi e con un certo grado di rischio. Questo è anche ciò che succede nel nuovo mondo dei mercati finanziari più complessi. Ma vi sono due differenze importanti. Primo, una quota rilevante degli intermediari, non essendo banca, è sottratta alla regolamentazione. Secondo, tutto l'attivo di bilancio di questi nuovi intermediari (e in parte anche delle banche) è valutato ai valori di mercato.

Continua u pagina 2

Come stiamo scoprendo in questi mesi, ciò può essere fonte di grave instabilità.

Se gli investimenti sono valutati ai valori di mercato, quando le cose vanno bene l'attivo si gonfia. Ciò consente all'intermediario di indebitarsi mantenendo il capitale costante. Quando le cose vanno male, è vero il contrario: il valore dell'attivo scende, e se non vuole intaccare il capitale l'intermediario deve ridurre le dimensioni del suo bilancio. Cioè il leverage (il rapporto tra attivo e capitale) è prociclico: si muove con il mercato. Detto in modo un po' brutale: mi indebito per fare una scommessa; se la vinco, aumento la posta e mi indebito ancora di più. Se perdo, ridimensiono il gioco. Se tutti si comportano così, il ciclo del credito crea instabilità: quando i mercati salgono tutti vincono e investono di più, facendo salire i prezzi ulteriormente. Viceversa, quando i mercati scendono tutti perdono e ciò induce ulteriori vendite.

Questa amplificazione degli shock aggregati non opera con le banche tradizionali, sia perché il valore dei prestiti è fisso e non fluttua con il mercato, sia perché sono soggette a regolamentazione.

Ora che il ciclo del credito è entrato nella spirale negativa, non è facile per le Banche centrali porvi rimedio. Da un lato, la liquidità immessa raggiunge le banche che hanno accesso alla Banca centrale. Ma chi è più esposto, cioè gli intermediari non bancari, rimane tagliato fuori. Dall'altro, almeno per gli intermediari più indebitati, vi è ormai anche rischio di insolvenza. Ma se il problema è la mancanza di capitale, la liquidità delle Banche centrali è solo un palliativo.

Spesso si sente dire che la crisi di oggi è colpa della "Greenspan put", cioè di una politica monetaria che, in occasione delle crisi recenti (il collasso del fondo LtcM a fine anni 90, lo scoppio della bolla tecnologica nei primi anni 2000) ha sostenuto i mercati con tassi d'interesse troppo bassi. Sicuramente, con il senno di poi, la Fed ha commesso degli errori, ma la critica non coglie nel segno.

Oggi, come in occasione delle crisi passate, la Fed sceglie i tassi d'interesse per stabilizzare crescita e inflazione, non per sostenere i mercati. Ovviamente, stabilizzare la crescita aiuta anche i mercati, se questi temono la recessione. Davvero qualcuno pensa che la Banca centrale dovrebbe lasciare che l'economia entri in recessione, pur di non sostenere i mercati? Per errore lo hanno fatto la Fed negli anni 30 e la Banca del Giappone negli anni 90, e il risultato è stata una deflazione durata molti anni.

L'instabilità finanziaria di oggi non è colpa di una politica monetaria che in passato è riuscita a stabilizzare l'economia. Essa è il frutto delle profonde trasformazioni dei mercati finanziari negli ultimi dieci anni. Non tutte queste trasformazioni sono negative. L'innovazione finanziaria ha aperto il mercato del credito a nuove categorie di debitori che prima ne erano escluse, ha aumentato l'efficienza allocativa, ha spinto le imprese a diventare più produttive. Ma come sempre quando si innova, sono stati commessi errori ed eccessi. E spesso a pagare non è chi ha sbagliato, ma qualcun altro: le famiglie che si troveranno senza casa, o i risparmiatori meno accorti o meno fortunati.

È qui probabilmente che hanno sbagliato le autorità americane: nel non accorgersi per tempo che l'innovazione finanziaria andava disciplinata e sottoposta a regolamentazione, e soprattutto che gli eccessi nel mercato subprime andavano fermati. Ora sarà necessario riconsiderare alcuni aspetti della regolamentazione finanziaria, aumentare la trasparenza dei bilanci delle banche, rendere più efficace il coordinamento internazionale delle politiche di supervisione su intermediari bancari e non. Ma bisognerà riuscire a farlo senza rinunciare all'innovazione.



Riforme elettorali tra illusioni e autogol
di Guido Tabellini A forza di sentire lo stesso
ritornello, qualche volta si finisce col credere che sia
vero. Nel dibattito sul...

[Torna alla lista titoli](#)

Grande coalizione e proporzionale, l'economia soffre
di Alessandro Merli Le discussioni sul ritorno a una
legge elettorale più spiccatamente proporzionale (più
o meno ...



 **Stampa**