

Gli eccessi di regolamentazione:
la lezione americana

Banca Ifigest - Milano, ottobre 2010
Enrico Colombatto, Università di Torino

La crisi (origini)

- Le “cause” americane:
 - Anni di politica monetaria espansiva (Fed e BCE) hanno provocato un abbassamento dei tassi di interesse, che ha favorito l’assunzione di debito e di rischi che altrimenti sarebbero stati evitati
 - Anni di politica di stimolo alla proprietà immobiliare hanno fatto sì che le risorse prese a debito siano state impiegate nel settore immobiliare
 - Il salvataggio di Bear Stearns convinse il pubblico che tutti sarebbero stati salvati. L’errore non fu quello di lasciare affondare Lehman Brothers, ma di salvare Bear Stearns.

La crisi (considerazioni)

- La crisi non nasce da una mancanza di liquidità, ma dall'assunzione di rischi eccessivi (investimenti sbagliati).
 - Si è trattato di rischio intertemporale: le eventuali perdite si concentrano nel futuro, e non si distribuiscono uniformemente, periodo dopo periodo, lungo il profilo temporale dell'operazione.
 - I problemi del mondo creditizio non nascono come problemi di liquidità. I problemi di liquidità emergono quando il pubblico si accorge che i profili di rischio sono sbagliati

La reazione alla crisi

- La reazione alla crisi ha seguito tre direttrici:
 - Iniezione di liquidità per sostenere le banche (Europa e USA)
 - Programmi di salvataggio delle imprese (USA)
 - Regolamentazione per impedire l'assunzione di rischi eccessivi
 - Demagogia: promessa di salvaguardia dei depositanti, promessa di tetto alle remunerazioni dei top manager

Gli effetti della terapia

Si ricordi il problema di fondo: l'assunzione prolungata di rischi indebiti. In questa luce:

- Iniezione di liquidità e operazioni di salvataggio: salvano le banche e le imprese beneficiate (le banche USA hanno liquidità in eccesso per un trilione di dollari), ma gli errori generati da investimenti sbagliati rimangono: i bilanci rimangono sporchi e imprese inefficienti sopravvivono
- Regolamentazione finanziaria:
 - è necessariamente generica, per classi di attività. Il rischio d'impresa è invece specifico, soggetto a una valutazione di singole iniziative all'interno di classi di attività (si pensi alle obbligazioni).
 - Pertanto, la regolamentazione funziona se è "pesante" e l'obiettivo è la paralisi; o se è una scusa per convogliare risorse verso attività finanziarie specifiche (e.g. titoli di stato). Altrimenti non funziona (ma costa in burocrazia e avvantaggia burocrati, regolamentatori, lobbisti)

Gli effetti della terapia

Le conseguenze sugli atteggiamenti verso il rischio:

- (1): se alcuni operatori finanziari sono regolamentati, e viene loro impedito di assumere rischi, le iniziative di rischio vengono canalizzate altrimenti. E non è detto che la concentrazione sia una buona idea
- (2): se le imprese non finanziarie sono regolamentate, i costi di produzione salgono: alcune attività sono abbandonate. Più in generale, non esiste una regola per definire il *trade off* fra rischio e costi, fra rischio e imprenditorialità

Il caso europeo

- Il contesto istituzionale europeo presenta tre aspetti:
 - Forte regolamentazione del mercato del lavoro
 - Pesante fiscalità
 - Sistema giudiziario lento e non sempre prevedibile

Il caso europeo

- Il risultato è che la crisi colpisce lo stesso: le imprese falliscono con la stessa facilità, dal momento che i loro margini sono inferiori e quindi basta meno per andare “sotto”
- Ma il rimbalzo dopo la crisi è più lento: difficoltà a creare imprese, attrarre investimenti e assorbire i disoccupati. In tempi di crisi la gente va in pensione (altrove la gente lavora di più). È difficile riscontrare aumenti di Pil quando la gente lavora e investe meno

Il caso americano

- Oggi gli Americani si stanno orientando verso il modello europeo.
 - dalla responsabilità individuale alla responsabilità collettiva (di qui la rivolta Tea Party), dall'attenzione agli aspetti sostanziali all'enfasi sulle questioni formali, il mancato esproprio delle case i cui proprietari sono morosi nei confronti delle banche, il che impedisce la mercato immobiliare di rimettersi in moto
 - Lo stato non è più percepito come un accordo fra cittadini, una presenza moralizzatrice (la questione dell'azzardo/lotterie), ma come un agente in proprio. Si perde fiducia nel settore pubblico: non più una élite al servizio della società, ma una pleora di privilegiati, ognuno dei quali vulnerabile alla corruzione.

Il caso americano

- Ci si sposta dalla tassazione della ricchezza alla tassazione del reddito. Dal 1970 al 1990 la tassazione sui redditi da lavoro in Germania, Francia e Italia è salita del 28%; e le ore di lavoro lavorate sono scese del 22%. Gli USA sono sulla stessa strada.
- Le incombenze burocratiche aumentano a dismisura: secondo uno studio recente (Nicole e Mark Crain), nel 2008 il costo della regolamentazione federale era superiore ai **1.75 trilioni di dollari**, il 14% del Pil (e in crescita continua). Si tratta di circa **8,000 dollari per addetto**, in media (il carico è maggiore per la piccola impresa, con un divario più forte nel manifatturiero). Ciò si aggiunge al 21% di pressione fiscale federale sulle imprese. *Health care* e servizi finanziari non fanno che aumentare il carico.

Il caso americano

- Non è un caso che negli USA gli investimenti privati sono scesi di un terzo negli ultimi quattro anni, mentre i consumi privati sono ai massimi storici
- *Obamacare* è diventata tollerabile, e il peso fiscale che essa comporterà è passato in secondo piano: secondo una recente indagine solo il 2% dei repubblicani la considera il tema più importante per la campagna elettorale e solo il 7% la considera al secondo posto per importanza. I repubblicani hanno rinunciato al modello americano (⇒ Tea Party).
- Eppure, negli ultimi sei mesi i premi assicurativi sono cresciuti del 9%, mentre in alcuni comparti le imprese assicurative limitano l'operatività (prezzi controllati)

Il caso americano (Dodd-Frank Act)

- È vero che la legge Dodd-Frank ha tolto alle agenzie di rating il loro status speciale (contrariamente a Basilea III)
- Ed è vero che gli USA fanno bene a stare alla larga da Basilea, che impone vincoli pari a quella di Lehman-Brother quando andò a fondo e si affida ai modelli di rating interni delle banche.
- D-F inoltre centralizza la regolamentazione eliminando i regolamentatori locali e con poteri di semplificazione della legislazione. Ma il monopolio della regolamentazione diventa una novità pericolosa.

Il caso americano (Dodd-Frank Act)

- Ma è anche vero che con Dodd-Frank aumenta i poteri discrezionali e le attività di rent-seeking
 - la nuova (rinnovata) *Federal Deposit Insurance Corporation* ha il potere di salvare (bail out) i creditori “essenziali” delle banche fallite
 - Il *Financial Stability Oversight Council* riunisce tutti i precedenti regolatori e ha il potere di proteggere dalla bancarotta le imprese più grandi (too big to fail). Questo mette il sistema bancario sotto la tutela della Fed e crea problemi di Moral Hazard.
 - Il *Consumer Financial Protection Bureau* nasce con ampi poteri di regolamentazione, senza rendicontare a nessuno. Controlla le relazioni fra banche e clienti. Ha una giurisdizione amplissima e ha il potere di imporre alle banche un peso burocratico notevole. Per le piccole banche sarebbe mortale.

Il caso americano (Dodd-Frank Act): le conseguenze

- Il maggior obiettivo delle banche sarà collusione fra banche e governo:
 - le banche saranno salvate e protette dalla concorrenza,
 - il governo troverà alleati per le sue politiche (eg finanziamento del debito pubblico, bailing out di piccole e medie banche – come accadde nel caso di Bank of America e Merrill Lynch).
 - è sospetto che tanti banchieri si siano espressi a favore del DFA
- Le operazioni bancarie (credito commerciale e vendita di prodotti finanziari) saranno fatte all'estero. Le banche americane si concentreranno invece ancora di più nei mutui al settore immobiliare: dunque, la prossima crisi del settore si porterà dietro anche le banche. Nel 1965 i mutui erano il 25% del credito concesso; nel 2005 erano il 55%.

Conclusioni

- La recessione USA è statisticamente finita l'anno scorso, ma pochi se ne sono accorti
 - Gli investimenti ristagnano
 - La nuova imprenditorialità stenta a emergere
 - Dopo quasi tre anni, il GDP americano è ancora inferiore ai livelli pre-crisi di fine 2007 (è questo il dato peggiore – manca la capacità di rimbalzo)
 - In Europa la crisi non è stata lieve. Ma mentre il programmi di stimolo pubblico in Europa sono stati leggeri, in America sono stati molto marcati – senza risultati: dal 2007 hanno perso il 4,6% degli occupati (-1,9% per l'OECD) e la crescita è intorno all'1,7% (+2% per l'OECD).
 - Le tre cause della disoccupazione in USA: salari minimi più alti, indennità di disoccupazione per periodi più lunghi (da 26 a 99 settimane), tasse sulle imprese più alte (*health bill*).

Conclusioni

- La lezione può essere sintetizzata in tre punti:
 - Le crisi future possono essere attenuate se il sistema viene paralizzato (la scelta sovietica) o se si accetta il rischio (crisi limitate)
 - Le terze vie creano sistemi di incentivi distorti che conducono comunque a qualche forma di crisi (errori sistematici e prolungati nel tempo). Gli Stati Uniti hanno scelto la terza via
 - Le elezioni di mid-term sono critiche perché potranno essere il punto di svolta (il ritorno alla responsabilità individuale) o la condanna alla stagnazione e all'inflazione futura.