Un anno nella crisi subprime*

di Giovanni Ferri

Questo speciale di nelMerito.com – che raccoglie i contributi di vari economisti esperti della materia – è dedicato a una crisi finanziaria sistemica di cui non si intravede ancora la fine. Si stanno chiudendo i dodici mesi che rappresentano l'annus horribilis della finanza internazionale. Infatti, è al 9 agosto 2007, ribattezzato giovedì nero, che si data l'esplosione della crisi subprime.

In quel giorno, l'indice S&P perde quasi il 3% ma, il fenomeno nuovo è che si innalzano i tassi interbancari – il tasso overnight sul mercato interbancario europeo schizza dal 4 al 4,6% – in seguito all'ampliarsi del rischio di controparte. In altri termini, le banche non si fidano più a concedersi prestiti l'un l'altra perché non sono in grado di valutare la rischiosità della controparte. A questo punto intervengono le principali banche centrali, come prestatori di ultima istanza, per fornire liquidità al mercato interbancario. Il problema non si chiude in un giorno, ma si ripete nelle settimane e nei mesi successivi, portando stabilmente il divario tra tassi interbancari e rendimenti dei titoli di Stato al doppio o al triplo dei suoi valori pre-crisi (cfr., su questo numero, V. D'Apice – Crisi *subprime*: i fatti salienti).

Da un anno, ogni volta che le autorità della finanza internazionale si sono mostrate cautamente ottimiste ("la fase acuta della crisi è alle nostre spalle") sono dovute ben presto tornare sui propri passi. Il più recente giudizio dell'FMI è pessimista: "i mercati finanziari globali continuano a essere fragili. (...) Allo stesso tempo, l'equilibrio delle politiche economiche tra gli obiettivi di inflazione, crescita e stabilità finanziaria sta diventando progressivamente più difficile".

La crisi *subprime* scuote molte certezze e suscita una serie di interrogativi. In primo luogo, le crisi finanziarie cui ci eravamo abituati – da quella del Messico ('95), alla crisi asiatica ('97-98), a quelle della Russia ('98) e del Brasile ('99) fino a quelle di Argentina e Turchia ('01) – provenivano tutte dalla periferia del sistema finanziario, cioè dai paesi emergenti. Ciascuno di questi paesi aveva costruito le proprie fragilità con una crescita squilibrata ed eccessivamente dipendente dalla benevolenza dei capitali internazionali. Quando quei nodi erano venuti al pettine, i capitali erano fuggiti dalla periferia con repentini riflussi centripeti. Al contrario, quella corrente è una crisi che proviene dal centro del sistema, cioè da Wall Street ed è emblematico che a risolvere la crisi siano chiamati (anche) i Fondi Sovrani dei paesi emergenti (cfr., su questo numero, S. Chiarlone – Arrivano i fondi sovrani). Sebbene quelli alla clientela ad alto rischio – cioè i *subprime* – siano solo 1/5 dei mutui USA, la crisi ha messo in ginocchio l'intero segmento – imponendo anche il salvataggio pubblico di Fannie Mae e Freddie Mac, le agenzie create molti anni fa per garantire la protezione pubblica ai mutui immobiliari (cfr., su questo numero, V. D'Apice – Fannie Mae e Freddie Mac: come intervenire per uscire dalla crisi?) – e ha generato una pluralità di dissesti bancari. Come tale, l'entità della crisi è più ampia e investe il cuore della globalizzazione, che trova nella finanza l'elemento chiave.

Inoltre, la crisi *subprime* chiama in causa la politica monetaria troppo a lungo espansiva della Federal Reserve di Greenspan, che ha favorito il realizzarsi di tre eccessi (cfr., su questo numero, E. Barucci e G. Ferri – La Fed dal trionfo alla crisi *subprime*): nell'indebitamento delle famiglie americane, con la derivata bolla immobiliare; nel grave e persistente squilibrio dei conti con l'estero degli USA, il cui peso grava sul dollaro; nell'accumularsi di tensioni inflazionistiche, le quali rischiano ora di detonare, con l'impennata dei prezzi delle materie energetiche e alimentari. In terzo luogo, questa crisi mette in discussione le fallacie di legislatori, autorità regolamentari e di supervisione (cfr., su questo numero, D. Masciandaro – Lezioni americane per la regolamentazione

finanziaria: più mercato, meno politica). L'ondata di innovazioni finanziarie – di cui sono una componente importante le cartolarizzazioni, alla base dei mutui *subprime* – ha prodotto indubbi benefici riducendo il costo dei servizi finanziari ed espandendo l'accesso al credito a soggetti prima marginalizzati. Emerge oggi però come la gestione dei nuovi strumenti sia troppo spesso caduta nelle mani di soggetti senza scrupoli, talora legati da un coacervo di conflitti di interesse, rischiando così di costruire meccanismi di appropriazione, piuttosto che mercati ordinati, e di far deragliare il treno dell'innovazione finanziaria. È legittimo chiedersi come l'entità del fenomeno sia potuta sfuggire così clamorosamente alle autorità USA preposte.

Infine, la crisi *subprime* pone in stallo un modello di sviluppo della finanza fondato su una malaccorta visione evolucionista del sistema finanziario. Nel 1989, mentre cadeva il Muro di Berlino, nel suo libro "*Breaking up the bank*", Lowell L. Bryan teorizzava che sarebbe ben presto caduto un altro muro: quello che separava le banche dal mercato finanziario. In estrema sintesi, Bryan sosteneva che il modello classico di banca che fa un prestito e lo tiene nel proprio bilancio fino alla scadenza (modello *originate and hold*) era desueto. Per accrescere la propria redditività e rendere più funzionale il mercato del credito, il modello di banca si sarebbe dovuto trasformare in *originate and distribute*: i prestiti concessi sarebbero usciti dalla banca mediante cartolarizzazioni, generando obbligazioni da piazzare sul mercato finanziario. Gli ultimi venti anni confermano la preveggenza di Bryan. Tuttavia, nel suo pensiero vi è un'ipotesi errata: quella che la banca continui a esercitare la stessa diligenza che esercitava nel mondo *originate and hold* anche quando si è passati a quello *originate and distribute*. In altri termini, è difficile immaginare che la banca ponga la stessa cura che in precedenza nel controllare il buon comportamento dei debitori, quando quei crediti sono stati ceduti (cfr., su questo numero, G. Coco – Regolamentazione e crisi). Su un livello più generale, la grande virtù del mercato finanziario è quella di permettere la diversificazione dei rischi ma, purtroppo, esistono anche dei rischi non pienamente diversificabili e gran parte dei rischi di credito non sono pienamente diversificabili. Ne discende che una banca che fa solo *originate and distribute* non è una banca così affidabile come quella che fa solo *originate and hold*. Ciò non significa che le cartolarizzazioni scompariranno: una volta tornata la calma, gli investitori – aiutati, si spera, da autorità più efficaci – dovranno imparare a riconoscere il merito di credito delle banche che fanno *originate and distribute* (cfr., su questo numero, A.F. Pozzolo – La finanza strutturata fa (soltanto) male?). Del resto, guardando alle principali banche europee quotate, si nota già che le azioni più penalizzate dall'agosto 2007 sono state proprio quelle delle banche più orientate a disfarsi dei prestiti originati (cfr., su questo numero, P. Bongini – Agli investitori piacciono sempre meno le banche che tralasciano il credito per fare finanza). Insomma, l'innovazione finanziaria sopravvivrà alla crisi ma dovrà essere meno ideologica (o semplicistica?): non è pensabile che il mercato finanziario si sostituisca alla banca, piuttosto vanno esaltate le importanti complementarità tra i due attori.

Una postilla va, da ultimo, dedicata alle ripercussioni della crisi *subprime* sulle banche italiane. È bene, infatti, ricordare che questa crisi è di origine americana ma si è riverberata pesantemente anche in Europa. Ad esempio, considerando le mega-perdite dall'esplosione della crisi – e in via del tutto prevalente legate a essa – fino a tutto il secondo trimestre 2008 (riferite a 16 banche americane e a 30 banche europee), si trova che esse sono state mediamente pari all'1,54% dell'attivo bancario negli USA e all'1,61% in Europa. Dunque, la crisi ha prodotto uno tsunami attraverso l'Atlantico. È tuttavia confortante osservare che le banche italiane sono risultate solide e in larga misura al riparo dalle turbolenze dei mercati finanziari internazionali (cfr., su questo numero, E. Barucci – La crisi finanziaria, le banche italiane e i risparmiatori). La ragione? Le banche italiane sono rimaste ancorate all'attività retail, avventurandosi solo marginalmente nel modello *originate and distribute*. Quello che fino a due anni fa pareva un grave peccato oggi sembra una mezza virtù.