

## Il prezzo della trasparenza

di Marco Pagano

La semplificazione delle informazioni trasmesse al mercato ha consentito alle banche di ampliare la platea dei compratori dei propri titoli. Ma ha anche determinato una catastrofica incertezza, che paralizza i mercati e si riverbera persino nelle scelte di politica economica degli Stati Uniti. La scelta di opacità degli emittenti e delle società di rating è stata socialmente dannosa e avrebbe dovuto trovare un argine molto più fermo nella regolamentazione. Anche se prima di oggi in pochi pensavano che la trasparenza potesse valere il 5 per cento del Pil degli Stati Uniti.

La caratteristica più sorprendente dell'attuale crisi è che la **stima delle perdite** delle banche ha subito continue e macroscopiche revisioni al rialzo. Quando i primi problemi nel settore dei prestiti "subprime" sono emersi nel 2006, il problema sembrava riguardare un settore tutto sommato modesto del mercato creditizio statunitense. Ma già nel dicembre del 2007, l'*Economist* stimava che le perdite legate alle insolvenze sui prestiti ipotecari fossero tra 200 e 300 miliardi di dollari. E nell'aprile del 2008 il Fmi prevedeva perdite di 565 miliardi di dollari sui prestiti ipotecari e sui titoli a essi legati, e di 945 miliardi includendo anche prestiti e titoli relativi agli immobili commerciali, al credito al consumo e ai prestiti alle imprese. Ora c'è chi suggerisce che l'entità delle perdite sia ancora maggiore. Come è potuto accadere che banchieri, banche centrali, istituzioni internazionali ed esperti economici abbiano compiuto errori così macroscopici nella stima delle insolvenze? E come può accadere che siano tuttora incerti sulla loro reale entità?

### LE ORIGINI DELL'INCERTEZZA

L'incertezza deriva dalle stesse radici di questa crisi, cioè dall'**opacità della cartolarizzazione** (*securitization*) con cui le banche hanno "impacchettato" i loro crediti in titoli strutturati e poi li hanno venduti, spesso dopo averli suddivisi in tranches di diversa rischiosità. In questo processo, al mercato sono state trasmesse solo le informazioni rozzamente sintetizzate nel rating del portafoglio di crediti o delle sue tranches. Così si sono perse molte informazioni rilevanti per valutare la rischiosità dei crediti inclusi in quei portafogli.

Poiché i titoli strutturati e i loro derivati sono stati massicciamente acquistati da banche, compagnie di assicurazione e fondi di investimento, l'incertezza sul valore di questi titoli si è trasformata in incertezza sull'ammontare di perdite e *toxic assets* nascosti nei bilanci delle banche, e ha reso loro difficile o impossibile ottenere liquidità o capitali freschi per rifinanziarsi. Infatti, l'estremo grado di incertezza genera paura, e la paura genera paralisi. È sintomatica a questo proposito la vicenda di **Lehman Brothers**, la grande banca d'investimento che ha avuto un'importanza centrale nel processo di *securitization*. Quando Lehman è entrata in crisi, la primaria banca inglese Barclays è stata l'unica istituzione a manifestare interesse per l'acquisto di Lehman, ma per paura che il suo bilancio nascondesse più perdite e *toxic assets* di quelli dichiarati, ha chiesto che il Tesoro statunitense desse una garanzia contro questo rischio. Il Tesoro si è rifiutato di offrirla, la Barclays si è tirata indietro, e Lehman è fallita. Si può dire che questo fallimento, il maggiore nella storia degli Stati Uniti, sia il frutto dell'incertezza. Non si può escludere che in realtà Lehman fosse ancora solvibile, se solo il suo attivo e passivo avessero potuto esser valutati correttamente. L'incertezza generata dalla mancanza di trasparenza è anche all'origine dell'**illiquidità** dei mercati dei titoli. Dopo il giugno 2007, il mercato dei titoli strutturati si è praticamente congelato, e perfino

la liquidità sui mercati monetari si è rarefatta. Anche in questo caso la ragione è la paura creata dall'incertezza: ogni operatore temeva di acquistare titoli sotto i quali potevano celarsi prestiti inesigibili in misura superiore alle attese, e perciò se aveva liquidità preferiva tenerla piuttosto che metterla in circolazione. A sua volta, questa paralisi dei mercati ha aggravato la situazione delle banche, rendendo illiquide le loro attività e costringendole a ridurre il credito.

La stessa incertezza può infine spiegare il comportamento altalenante e intempestivo delle **autorità statunitensi** di politica economica: l'8 settembre il Tesoro ha nazionalizzato le due agenzie Fannie Mae e Freddie Mac, che garantiscono la maggior parte dei prestiti ipotecari degli Stati Uniti. Il Tesoro aveva ottenuto l'autorizzazione dal Congresso fin da luglio, e all'epoca aveva insistito sul fatto che non ci sarebbe stato bisogno di intervenire. Il 15 settembre lo stesso Tesoro ha lasciato fallire Lehman. Il 18 settembre la Fed ha salvato Aig, la più grande compagnia di assicurazione del mondo, facendole un prestito massiccio, con l'opzione di acquistare l'80 per cento delle sue azioni, sostituire i suoi dirigenti e quasi azzerare l'azionariato pre-esistente. Infine il 20 settembre, Henry Paulson ha chiesto al Congresso americano di stanziare **700 miliardi di dollari** (pari al 5 per cento del Pil degli Stati Uniti) per rilevare i *toxic assets* delle banche, si spera a congrui sconti. Eppure, la proposta era stata avanzata fin dall'aprile 2008 da Luigi Spaventa sul *Financial Times*, che aveva osservato che non si potrà uscire dalla crisi fin quando le autorità non interverranno a ristabilire dei prezzi dei titoli strutturati, quei prezzi che a causa dell'incertezza i mercati non riescono più a determinare. (1)

Forse le dimensioni della crisi avrebbero potuto essere più contenute se la proposta fosse stata attuata prima. Ma anche il ritardo è stato probabilmente dettato dall'incertezza sulle reali dimensioni del problema.

## UNA SCELTA SOCIALMENTE DANNOSA

Ma cosa spiega il comportamento che è all'origine di questa catastrofica incertezza, e cioè la distruzione di tante informazioni rilevanti nel processo di *securitization* e di rating dei titoli strutturati? La risposta è che la semplificazione delle informazioni trasmesse al mercato ha consentito alle banche di ampliare la **platea dei compratori** dei propri titoli: dare informazioni dettagliate e complesse avrebbe tenuto lontani dal mercato dei titoli strutturati molti operatori poco sofisticati, che sarebbero stati svantaggiati rispetto agli operatori capaci di interpretare queste informazioni. (2)

Quindi una maggior trasparenza avrebbe costretto gli emittenti a ridurre le emissioni di titoli o ad accettare un mercato primario meno liquido, il che avrebbe ridotto gli introiti degli emittenti e delle società di rating. Per evitare ciò, si è preferito ampliare a dismisura il mercato primario, a costo di compromettere stabilità e liquidità di quello secondario.

Ora sappiamo che questa scelta degli emittenti e delle società di rating è stata socialmente dannosa: la liquidità dei mercati e la stabilità del sistema creditizio hanno un **valore sociale** ben maggiore di quello privato, tanto che per tutelarli il Tesoro statunitense oggi è disposto a sacrificare il 5 per cento del Pil del paese. Ma questo indica anche che la scelta di opacità degli emittenti e delle società di rating avrebbe dovuto trovare un argine molto più fermo e rigoroso nella regolamentazione. Che la trasparenza delle informazioni fosse importante per il funzionamento dei mercati finanziari lo si sapeva, ma prima di oggi pochi pensavano che potesse valere il **5 per cento del Pil** degli Stati Uniti, e forse di più. Ora che ce ne siamo accorti, chi regola i mercati finanziari dovrà tenerne conto.

- (1) Luigi Spaventa, “How a new Brady bond could ease the strain”, *Financial Times*, 11 aprile 2008. Spaventa ha ulteriormente elaborato la proposta in “Avoiding Disorderly Deleveraging”, Cepr Policy Insight No. 22, maggio, <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight22.pdf>
- (2) Gli investitori capaci di interpretare rating più complessi avrebbero infatti lasciato solo i titoli peggiori a quelli meno sofisticati, un problema che nella teoria delle aste è noto come *winner’s curse*. Queste argomentazioni, nonché le loro implicazioni per la regolamentazione dei rating, sono sviluppate analiticamente in Marco Pagano e Paolo Volpin, “Securitization, Disclosure and Liquidity”, settembre 2008, [http://www.eief.it/files/2008/09/pagano\\_volpin.pdf](http://www.eief.it/files/2008/09/pagano_volpin.pdf)