La finanza strutturata fa (soltanto) male?

di Alberto Franco Pozzolo

A poco più di un anno dalla sua esplosione, gli effetti della crisi dei mutui subprime sull'economia reale e sugli stessi mercati finanziari sono ancora difficili da valutare. Nell'aggiornamento del Global Financial Stability Report dello scorso 28 luglio, l'FMI affermava che "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".

Secondo larga parte dell'opinione pubblica, inclusi numerosi economisti e analisti finanziari, la responsabilità della crisi è nell'evoluzione perversa che gli strumenti finanziari hanno avuto nello scorso decennio. Per evitare il verificarsi in futuro di crisi analoghe è quindi necessario che le banche si limitino in futuro a usare fondi raccolti direttamente dai risparmiatori per concedere prestiti il cui valore sia chiaramente e stabilmente iscritto tra le attività di bilancio, come del resto hanno sempre fatto in passato. È condivisibile questo punto di vista? Credo di no. L'esistenza di strumenti che permettono di trasferire e quindi diversificare i rischi sono alla base del funzionamento dei mercati finanziari. Bastano pochi esempi. L'attività più tradizionale delle banche trova ragione d'essere nell'eliminazione del rischio di liquidità, rendendo così possibile il finanziamento di attività remunerative ma illiquide. I fondi di investimento permettono ai risparmiatori di diversificare la composizione del loro portafoglio al punto da eliminare quasi completamente gli effetti dei rischi idiosincratici, garantendo una migliore combinazione tra rischio e rendimento.

C'è qualcosa di intrinsecamente diverso nella possibilità di trasferire il rischio di credito di un prestito bancario, permettendo così una migliore diversificazione? La recente crisi finanziaria sembrerebbe dire di sì. Il ragionamento è semplice. Una banca che decide di concedere un finanziamento già sapendo che trasferirà il rischio di un'eventuale insolvenza non ha alcun incentivo a verificare la solidità finanziaria dell'affidato. Venendo meno gli incentivi affinché le banche svolgano l'attività di controllo ex-ante ed ex-post degli affidati (screening e monitoring), aumenterebbero fortemente i problemi di azzardo morale tipici dei rapporti di intermediazione finanziaria, a danno in primo luogo dei destinatari finali del rischio di credito e in ultima analisi della solidità complessiva del sistema finanziario ed economico.

Il ragionamento è indubbiamente semplice, ma si applica a moltissimi altri casi. Ad esempio, quando nelle imprese ad azionariato diffuso i proprietari (gli azionisti) non sono in grado di controllare l'operato dei dirigenti, o quando i risparmiatori non sono in grado di controllare le scelte del gestore di un fondo di investimento. Numerosi correttivi sono stati introdotti negli anni per limitare questi problemi. Ma in epoca recente qualcuno ha forse proposto di impedire la diffusione della proprietà delle imprese o di chiudere i fondi di investimento? Perché allora bisognerebbe limitare le possibilità di trasferire il rischio di credito?

Le asimmetrie informative hanno due conseguenze principali. Possono permettere ad operatori che hanno un vantaggio informativo di ottenere profitti in modo fraudolento. Ma portano normalmente anche all'effetto quasi opposto, di spingere gli operatori a richiedere per acquistare un bene di cui non conoscono perfettamente le caratteristiche un prezzo più elevato di quello che sarebbero disposti a pagare in condizioni di perfetta informazione (il noto lemon discount di Akerlof), limitando l'efficienza dei mercati.

Nella recente crisi finanziaria vi sono stati indubbiamente comportamenti fraudolenti e opportunistici da parte di alcuni operatori. È il caso degli intermediari che hanno deliberatamente

concesso mutui ipotecari a fasce di clientela eccessivamente rischiose (i mutui subprime), guadagnando gli importi delle commissioni e contando sul fatto che potevano trasferire il rischio di insolvenza su operatori che non erano in grado di valutarne l'entità. Tali comportamenti sono stati motivati dalla ricerca di livelli sempre più elevati di profitto, in un mercato nel quale la crescente complessità degli strumenti finanziari permetteva di nascondere l'effettiva rischiosità delle posizioni assunte, o quanto meno forniva un alibi per fare finta di non vederla.

Recenti analisi hanno confermato che negli Stati Uniti la possibilità di trasferire il rischio di credito ha ridotto gli incentivi per le banche a svolgere l'attività di screening e monitoring nella concessione di prestiti subprime, favorito la crescita dei prezzi delle abitazioni e accresciuto i rischi di fallimento⁽¹⁾. Ma l'evidenza attualmente disponibile sembra confermare che larga parte dei rischi di credito sono rimasti all'interno del sistema bancario, tra operatori che non è facile pensare che fossero completamente ignari delle caratteristiche di quello che stavano acquisendo. Indubbiamente altri rischi, come quello di liquidità, sono stati sottovalutati. Ma certamente, questi operatori saranno in futuro molto più cauti nel valutare le diverse tipologie di rischio di quello acquistano, soprattutto ora che queste sono state meglio comprese.

Ciò significa che una volta terminato il naturale decorso di questa crisi i mercati avranno imparato a gestire i nuovi strumenti finanziari e tutto tornerà come prima? Sì e no. Il mercato certamente ha già imparato ad applicare un lemon discount più elevato e adeguato al grado di asimmetria informativa. Il recente andamento dei premi al rischio suggerisce se mai che vi è stato un eccesso di reazione. Ciò dovrebbe automaticamente portare a una minore complessità degli strumenti finanziari, perché un'eccessiva opacità porterebbe all'applicazione il lemon discount a livelli così elevati da renderli economicamente poco convenienti. L'importanza della reputazione acquisita da ciascun operatore sulla base della sua storia passata dovrebbe inoltre aumentare, spingendo a comportamenti più virtuosi.

Parallelamente, è auspicabile che le autorità di vigilanza agiscano per accrescere per quanto possibile la trasparenza dei mercati, rendendo sempre maggiore la diffusione delle informazioni necessarie per valutare l'operato di ciascun operatore. Ciò pare fortemente preferibile a interventi volti a limitare o addirittura impedire determinate attività. Il problema non è infatti il livello di rischiosità di ciascuno strumento, ma la corretta valutazione del suo prezzo.

L'innovazione finanziaria non è un fenomeno nuovo. Non bisogna dimenticare che una parte dei titolari di mutuo a tasso variabile sono oggi meno colpiti di altri dall'aumento tassi di interesse proprio perché i mercati finanziari hanno permesso di offrire contratti con un limite superiore sull'importo della rata, grazie alla possibilità di coprire queste tipologie di rischi con strumenti oggi assai più diffusi che in passato. Molti strumenti finanziari oggi comunemente utilizzati hanno subito al momento della loro introduzione il medesimo ostracismo dei tanto vituperati CDOs, MBS e ABS dei nostri giorni. Una più chiara comprensione delle loro caratteristiche permetterà in futuro di godere dei benefici che il loro utilizzo può portare per la diversificazione del rischio di credito tra un insieme sempre più vasto di operatori.

(1) Benjamin Keys, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru e Vikrant Vig, "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans 2001-2006", disponibile su www.ssrn.com; Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan e Luc Laeven, "Credit Booms And Lending Standards: Evidence From The Subprime Mortgage Market", disponibile su www.ssrn.com; Atif Mian e Amir Sufi, "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis", National Bureau of Economic Research, working paper n. 13936.