

# Come s'inquina un fiume: alle origini della crisi finanziaria

*Roberto Tamborini*

Dopo più di un anno dall'inizio conclamato della crisi finanziaria dei mutui americani, l'incertezza regna sovrana sul mondo finanziario globale. Si sa che la finanza prospera sul rischio, ma teme l'incertezza, perché tra rischio e incertezza c'è una sottile, ma tangibile differenza. Un conto è il rischio che non esca il numero del lotto su cui abbiamo puntato, un altro conto è l'incertezza sul reale valore del patrimonio della banca a cui abbiamo affidato i nostri soldi.

## *Che cosa è successo*

Per fare il punto della situazione ricostruiamo brevemente i fatti, che ci raccontano, in buona sostanza, una classica crisi bancaria per eccesso di prestiti ad alto rischio, di cui sono ricchi i testi di storia e di economia. Nel contesto che chiamiamo globalizzazione, tutto questo è avvenuto in forme in gran parte inedite e incomprensibili per chi ha in mente una banca tradizionale. Vale a dire mediante "cartolarizzazioni", che significa creazione e vendita di complicati strumenti finanziari (che contengono il diritto a ricevere gli interessi sui mutui originariamente concessi) passati di mano in mano in tutto il mondo. Così la classica coda umana davanti alle banche per ritirare i soldi si è vista solo nel caso della Northern Rock inglese, ma la stessa cosa hanno fatto milioni di persone in tutto il mondo, cercando di vendere a qualunque prezzo i famigerati titoli infetti. Tuttavia, mentre nelle crisi bancarie tradizionali si sapeva quali e quante banche erano nei guai, qual era l'entità delle perdite, ed eventualmente come intervenire, oggi tutte queste informazioni fondamentali sono estremamente vaghe e confuse. Quali sono i titoli infetti, chi li ha, quanto possono valere? Da qui l'incertezza grave e profonda in cui si trova il sistema finanziario. Come nel caso dell'AIDS, chiunque è un potenziale pericolo e tutti riscoprono il piacere di tranquille serate in casa.

Il lettore interessato a qualche spunto "tecnico", magari per capire un po' meglio certi meccanismi che possono coinvolgerlo da vicino, può soffermarsi su questo esempio molto semplice. La Banca X concede un mutuo di 100.000 euro al sig. Rossi. Nel mondo bancario tradizionale (quello italiano è ancora in larga parte così, per nostra fortuna?), la Banca X determina il tasso d'interesse (tralasciamo se si tratti di tasso fisso o variabile) e tutte le altre condizioni accessorie

(per esempio l'ipoteca sull'immobile), in modo che il valore atteso di questo impiego rischioso sia uguale a un impiego alternativo sicuro maggiorato di un "premio per il rischio" (il famoso *spread*). Generalmente, come tutti sappiamo, il tasso d'interesse applicato al mutuo supera di qualche punto un tasso base di riferimento privo di rischio (in Italia, tipicamente, si tratta dell'euribor, il tasso interbancario europeo). Per avere un'idea, la formula più semplice possibile dice che, se il tasso base è del 4%, le condizioni accessorie sono tali per cui la Banca si aspetta di recuperare il 90% del valore del prestito in caso d'insolvenza se il sig. Rossi è un impiegato statale con una probabilità d'insolvenza dopo il primo anno del 5%, lo *spread* minimo è dello 0,5%. Se, però, il sig. Rossi è un addetto di *call center* con contratto atipico, con una probabilità d'insolvenza dopo il primo anno del 15%, lo *spread* minimo passa all'1,6%. Fin qui siamo nell'ambito della tradizionale e corretta gestione del rischio di credito, con due "dettagli" importanti. Primo, la rischiosità specifica del mutuatario va in carico al medesimo. Secondo, la Banca X ha un preciso interesse a: 1) identificare con precisione il profilo di rischio del cliente; 2) impostare il contratto in modo che tale rischio sia minimizzato.

Ora, invece, consideriamo la Banca Y nella stessa situazione, ma con una gestione finanziaria cartolarizzata. Il mutuo di 100.000 euro del sig. Rossi diventa un CDO, cioè un'Obbligazione con Garanzia Collaterale, e viene venduto su un apposito mercato. Come tutte le obbligazioni, anche questa ha un tasso d'interesse annuale fisso (una "cedola") e un prezzo quotato giornalmente sul mercato. Il mercato, per fare il prezzo, risolve un problema (qui lo semplifichiamo molto) in due passaggi: 1) quanto paga fra un anno questo CDO? 100.000 euro più gli interessi, se va bene (il sig. Rossi li paga alla banca che li gira ai possessori del CDO); 90.000 euro (il 90% del mutuo, garantito dalle condizioni accessorie), se va male; 2) qual è il prezzo di questo CDO, tale per cui, date queste opportunità di pagamento, impiegare denaro in questo modo rende almeno quanto impiegarlo con un titolo sicuro? La risposta dipende da due informazioni. La prima è, naturalmente, il tasso d'interesse di mercato privo di rischio, diciamo di nuovo il 4%. La seconda è chi è il sig. Rossi. Se è un impiegato statale (5% di probabilità d'insolvenza), il prezzo del CDO o, se vogliamo, il "valore di mercato" del mutuo originario è 99.300 euro. Se è l'addetto di *call center* (15% di probabilità d'insolvenza), il prezzo scende a 98.000 euro. Al di là dei numeri (su cui, però, torneremo), tra questa operazione e il mutuo tradizionale ci sono differenze molto importanti:

- la Banca Y (o banca d'origine), a differenza della Banca X, esce totalmente dall'impiego rischioso, che passa a terzi;
- per far ciò, essa è disposta a fare uno "sconto" a costoro, cioè pagare un premio per il rischio, il quale è dato dalla differenza tra l'entità del mutuo erogato (100.000 euro) e il suo valore di mercato, che la Banca Y incassa vendendo il CDO [99.300 euro (-0,7%) o 98.000 euro (-2%), a seconda dei casi];

- nota bene: nell'operazione tradizionale, la Banca X fa pagare al cliente un premio per il rischio che lei si accolla; con la cartolarizzazione, è la Banca Y a pagare un premio di rischio a terzi, per disfarsene [infatti, i calcoli precedenti sono fatti ipotizzando che il mutuo sia erogato al tasso di mercato privo di rischio (4%)].

Se tiriamo le somme, apparentemente, ci sono vantaggi per tutti:

- la Banca Y: a) può offrire mutui a tassi bassi (perché non li carica del premio di rischio come la Banca X); b) amplia, quindi, la propria clientela e gli impieghi; c) raccoglie i fondi per finanziare i mutui a un tasso più basso di quello di mercato (pari solo al premio di rischio incorporato nel prezzo dei CDO); d) i mutui suddetti scompaiono dal suo bilancio (finiscono in quello della società finanziaria che ha fabbricato i CDO) e, quindi, libera risorse per effettuare altri impieghi (le banche, infatti, devono mantenere un certo rapporto tra impieghi rischiosi e capitale proprio);
- il sig. Rossi, si tratti di un lavoratore garantito o di un precario, riceve il suo mutuo più facilmente e a condizioni più vantaggiose: più case per tutti!

## *Che cosa non ha funzionato?*

Come sempre in economia, non vi sono solo vantaggi. Nel sistema che abbiamo visto nella sua forma più elementare, ci sono alcune trappole. Le quali sono scattate tutte e tutte insieme.

Prima trappola. Il rapporto fiduciario banca-cliente viene cancellato e sostituito con un'anonima "valutazione di mercato". Il problema è che quel rapporto fiduciario costituisce il pilastro e la ragion d'essere della banca, in quanto intermediario efficiente, nella misura in cui agevola il flusso informativo dal mutuatario alla banca, e riduce i costi informativi e di controllo necessari a una corretta valutazione del merito di credito, sia prima sia durante la vita del mutuo. Torniamo all'esempio di prima riguardo al CDO. Esso mostra che il prezzo corretto dovrebbe riflettere le caratteristiche di rischio di ciascun cliente. Ma nella realtà, un CDO è un "pacchetto" (o, in gergo, salsiccia), che contiene centinaia di mutui individuali diversi (nonché altri prodotti finanziari). Uno statistico finanziario direbbe: non c'è problema. Quel che conta è che le probabilità d'insolvenza individuali non siano altamente correlate. In pratica, l'impiegato statale e l'operatore del *call center* possono essere mischiati insieme, ottenendo una sorta di "mutuo medio" con un profilo di rischio "medio", se è poco probabile che diventino insolventi nello stesso momento.

Seconda trappola. In realtà si sa che le condizioni economiche delle famiglie sono fortemente correlate. In primo luogo, i principali fenomeni macroeconomici, come recessione, inflazione, aumenti dei tassi d'interesse o delle imposte

fiscali, colpiscono una vasta platea di famiglie, anche diverse per occupazione o reddito medio. In secondo luogo, i mutui cartolarizzati erano concentrati in una delimitata classe di famiglie ad alto rischio (basso reddito, occupazione instabile, assenza di beni patrimoniali). Infine, il meccanismo di erogazione e valutazione dei mutui ha esso stesso creato un potente fattore di correlazione delle insolvenze: il valore dell'immobile.

Come si può comprendere dal nostro esempio, il valore dell'immobile condiziona in misura significativa la valutazione del mutuo, in quanto è la base per il recupero del credito in caso d'insolvenza. Quando i prezzi delle case salgono, il valore a rischio tanto del mutuo quanto del suo CDO diminuisce, viceversa quando i prezzi delle case scendono. Non bisogna dimenticare che l'espansione dei mutui *subprime* è avvenuta in un contesto di forti aumenti dei prezzi immobiliari; d'altra parte più mutui si concedono, più aumenta la domanda di case, più aumentano i prezzi. Quando l'andamento dei prezzi immobiliari si inverte, si innesca il fenomeno opposto: non solo i mutui nuovi diventano più rischiosi, ma anche quelli in essere perdono valore sul mercato dei CDO. Nel secondo semestre del 2007, l'indice dei prezzi immobiliari negli Stati Uniti è caduto di circa il 30%. Se il valore di recupero dell'immobile del nostro precario scende da 90.000 a 60.000 euro, il valore del relativo CDO scende da 98.000 a 93.500 euro (a parità di tutte le altre condizioni). Il fatto è che questo effetto si trasmette a tutti i mutui in essere e, quindi, crea una forte correlazione dei loro valori a rischio. Chi detiene i CDO, percepisce un'elevata probabilità di perdita in conto capitale e cerca di venderli, abbassando ulteriormente il loro prezzo. Di conseguenza, si crea un tipico effetto "palla di neve" che può diventare insostenibile.

Terza trappola: i tassi d'interesse. È chiaro a tutti che il livello dei tassi d'interesse condiziona direttamente il costo del mutuo che il mutuatario deve pagare. Meno noto e chiaro è come e perché l'andamento dei tassi influenzi il valore di mercato del mutuo in essere, ossia i prezzi dei CDO. Principalmente ci sono due canali. Il primo riguarda la solvibilità del mutuatario, nel caso in cui il mutuo sia a tasso variabile: se i tassi d'interesse aumentano, le rate diventano più onerose, aumenta la probabilità d'insolvenza e diminuisce il prezzo del CDO. E, nuovamente, stiamo parlando di fenomeni che influenzano indistintamente tutte le classi di mutuatari e, quindi, creano alta correlazione dei rischi. Il secondo canale è indiretto e riguarda uno dei meccanismi fondamentali dei mercati finanziari: l'arbitraggio. Ossia il principio per cui i capitali si spostano incessantemente verso gli impieghi più remunerativi. Come spiegato sopra, un CDO è un impiego rischioso e deve rendere almeno quanto impieghi alternativi dello stesso tipo e, possibilmente, più degli impieghi privi di rischio. Se i tassi d'interesse aumentano, a partire dagli impieghi privi di rischio, i prezzi dei CDO devono scendere in modo da farne aumentare il rendimento. Quindi questi strumenti sono colpiti due volte da aumenti dei tassi d'interesse, perché aumenta la probabilità d'insolvenza dei mutuatari e perché diventano meno remunerativi rispetto al rischio. I dati sui tassi d'interesse degli Stati Uniti (vedi Fig. 2) sono eloquentissimi. L'espansione dei mutui è avvenuta in un contesto in cui la

Riserva federale, nell'ultima fase della presidenza Greenspan (2001-2005), ha mantenuto tassi d'interesse estremamente bassi; mentre la crisi è maturata nel corso del biennio successivo, in cui la nuova amministrazione Bernanke li ha progressivamente innalzati.

Riassumendo. La crisi finanziaria più grave dopo quella del 1929 è l'esito dell'interazione di alcuni fattori contingenti con preoccupanti fattori strutturali. Per quanto riguarda i primi, vanno annoverati i bassi tassi d'interesse e la bolla dei prezzi immobiliari, che sono stati fattori fortemente permissivi della crescita incontrollata dei mutui e dei loro veicoli finanziari. Ma questi fattori, da soli, non offrono una spiegazione esauriente. Perché il sistema finanziario, nelle sue varie articolazioni, non sembra aver predisposto difese adeguate in vista della (del tutto prevedibile) fine di quei fattori permissivi? Perché è caduto rovinosamente nelle tre (largamente note) trappole di cui abbiamo parlato? Perché i sistemi di valutazione dei rischi (come le celeberrime agenzie di *rating*) o i sistemi di sicurezza del credito (come i dettami degli Accordi di Basilea II) non hanno funzionato?

Quando le polveri delle macerie si saranno posate, probabilmente si vedrà che questa vicenda racchiude in sé tutte le luci e le ombre della nostra era globale. Da un lato, le enormi opportunità di accesso alla finanza fino ai settori meno abbienti della società (i quali ne sarebbero effettivamente i più bisognosi) grazie alla moltiplicazione degli strumenti di diversificazione e trasformazione del rischio anche su scala geografica. Non era forse bello e giusto dare finalmente anche alle masse precarie una casa, un'automobile e una carta di credito, sganciarne il tenore di vita dalla miseria dei salari globalizzati, spargendone i rischi sul resto del mondo che se li può permettere? Dall'altro lato, le altrettanto enormi difficoltà, tecniche e concettuali, di gestire in maniera appropriata una catena del rischio sempre più lunga, ramificata e complessa, sempre meno trasparente, misurabile, accessibile a organi di controllo e di regolazione imprigionati nella gabbia pre-globale dello Stato-nazione. E infine, come ha sottolineato, tra gli altri, il premio Nobel Joe Stiglitz, una robusta dose di cieca fiducia nell'autoregolazione dei mercati finanziari, che ha prodotto inerzia e negligenza nelle autorità di politica economica, anche laddove avevano strumenti e poteri d'intervento.

## *Come sta la mia banca?*

Sebbene non siano solo le banche a essere coinvolte nella crisi, giustamente milioni di piccoli risparmiatori sparsi ovunque si stanno chiedendo: come sta la mia banca? La stessa domanda, su grande scala, se la pongono ogni giorno Ben Bernanke, Jean-Claude Trichet, Mervyn King. Le banche coinvolte nella crisi sono di tre tipi:

- quelle più tradizionali, che hanno concesso mutui ad altro rischio e li hanno in bilancio;
- quelle che li hanno concessi e poi li hanno cartolarizzati;

- quelle che hanno comprato i titoli derivati (che in gran parte non si vedono in bilancio).

Le prime e le seconde si trovano prevalentemente negli Stati Uniti e Gran Bretagna. Le terze sono ovunque. In questo momento, le prime e le terze stanno peggio delle seconde, perché sono rimaste col cerino in mano e fronteggiano diversi problemi molto scottanti. Primo, devono quantificare le perdite in conto capitale, cioè il valore dei prestiti che non rivedranno mai più e/o dei titoli infetti che li contengono. Secondo, devono subire il giudizio dei loro azionisti (leggi caduta di teste e del valore di borsa). Terzo, siccome le poste all'attivo valgono assai meno, devono ridurre anche quelle al passivo, cioè recuperare il più possibile i crediti e prestare di meno. Quarto, allo stesso tempo devono bilanciare gli impieghi ad alto rischio, aumentando di molto gli impieghi sicuri. Quinto, devono far fronte a forti richieste di ritiro di depositi e altre forme di finanziamento (obbligazioni bancarie, pronti contro termine, fondi d'investimento ecc.). Di queste operazioni non si vede ancora la fine. E, attuate come sono su grande scala, producono danni che travalicano i confini aziendali e si espandono in tutto il sistema, anche lontano dall'epicentro.

L'Italia è un buon esempio di cosa può succedere anche lontano dall'epicentro, in un luogo dove, probabilmente, ci sono solo alcune banche del terzo tipo. Ma quali e in che misura? La psicologia economica insegna che l'incertezza provoca sovra-reazioni. Unicredit (una banca che si dichiara non infetta) ha annunciato la riduzione degli obiettivi di reddito e incassato una perdita in borsa: «Meglio pessimisti che sciocchi» dice l'Ad. Nel dubbio, tutte le banche stanno facendo le operazioni numero quattro e cinque, cioè il risanamento e ribilanciamento tra attività e passività, che richiedono massicce iniezioni di liquidità.

Le tre principali banche centrali sulla scena, Riserva federale americana, Banca centrale britannica e Banca centrale europea, hanno finora usato tutte le armi a loro disposizione, quelle convenzionali e quelle non convenzionali. In primo luogo, abbondante offerta di liquidità alle banche. Poi azioni attive di abbassamento dei tassi d'interesse, in cui si è distinta in particolar modo la Banca centrale americana, invertendo a U la rotta imboccata precedentemente da Bernanke. Infine, una serie di operazioni straordinarie, al limite dell'ortodossia bancaria, se non oltre, come accettazione di titoli infetti di dubbio o nullo valore in cambio di Titoli di Stato di prim'ordine, per arrivare ai ben noti salvataggi veri e propri (Bear Stern e altro negli Stati Uniti, Northern Rock in Gran Bretagna).

## Cosa c'entra il mio mutuo?

L'esplosione della crisi dei mutui americani è stata seguita da un progressivo aumento dei tassi applicati ai mutui "sani", sia nuovi sia in corso, anche in gran parte dell'Europa e segnatamente in Italia. Le famiglie colpite da questi aumenti si domandano, giustamente, perché ciò stia avvenendo. Forse che il sistema bancario europeo e italiano non sono così solidi come si dice? O forse si tratta di una manovra speculativa ai danni dei mutuatari portata avanti sotto la copertura della crisi? Ho già spiegato prima che, per quel poco che dicono i dati di dominio pubblico, è verosimile che, nell'insieme, il sistema bancario europeo e italiano non siano direttamente coinvolti nella generazione della crisi. Tuttavia, è altrettanto verosimile che siano all'opera importanti meccanismi di contagio che possono essere assai pervasivi e portare all'aumento dei tassi anche sui mutui italiani. In una certa misura, si tratta di ripercussioni inevitabili nell'ambito di una crisi di così vaste proporzioni e non denotano, necessariamente, un comportamento speculativo o truffaldino da parte delle banche (tradizionali) che erogano mutui. Ciò non significa che le autorità di controllo della concorrenza bancaria possano rimanere inerti, ma che il molto lavoro che c'è da fare in questo campo, soprattutto in Italia, ha motivazioni indipendenti dalla crisi che stiamo esaminando.

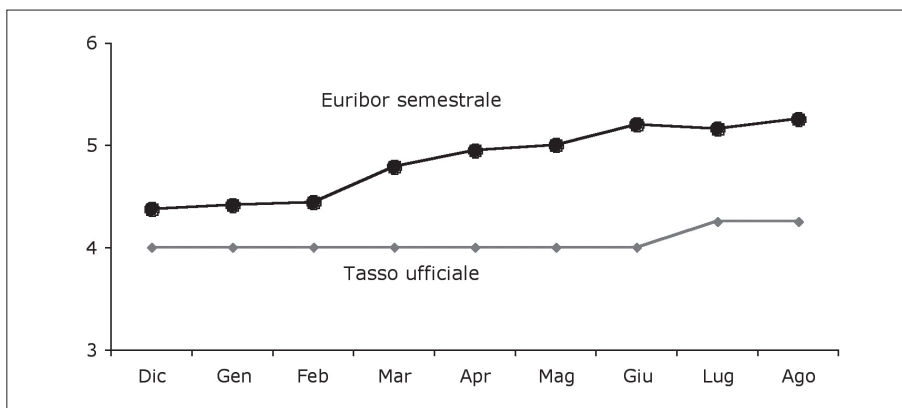
I tassi applicati ai mutui "standard" salgono principalmente per tre ragioni. Due sono legate alle ripercussioni della crisi americana. Una è più contingente ed è dovuta alla politica monetaria della BCE. Vediamole in ordine.

La prima ragione legata alla crisi è di gestione del portafoglio degli impieghi delle banche. In parole semplici, i tassi sui mutui "standard" salgono perché devono coprire l'aumento del rischio di perdite su altri comparti degli impieghi bancari. I margini di mercato per queste operazioni ci sono perché il problema è comune a tutte le banche. Questo significa che, se ci sono aspetti collusivi e di violazione della concorrenza, è praticamente impossibile rilevarli e contestarli.

La seconda ragione, anch'essa portata dalla crisi e, a mio giudizio, più incisiva della prima, è che le banche dell'area euro devono fronteggiare l'innalzamento dei costi della raccolta dei fondi. È sufficiente dare uno sguardo all'andamento del tasso interbancario europeo (euribor), che costituisce la base di calcolo per i tassi sui mutui di tutta l'area euro. La Fig. 1 riporta il tasso ufficiale fissato dalla BCE e l'euribor semestrale, negli ultimi sei mesi. Il sistema di gestione dei tassi d'interesse adottato dalla BCE è congegnato in modo tale che tutti i tassi interbancari (*overnight*, euribor a varie scadenze ecc.) si mantengano molto vicini al tasso ufficiale. Questo sistema, fino a un anno fa, ha funzionato correttamente. Quindi, il progressivo scostamento dell'euribor dal tasso ufficiale che si osserva nella Fig. 1 è un fatto del tutto anomalo. L'ipotesi che si tratti di una manovra collusiva delle banche per tenere alti i tassi sui prestiti è priva di fondamento. Il mercato interbancario europeo è molto ampio ed efficiente, e il controllo della BCE è efficace. È praticamente impossibile controllare l'andamento di questi tassi con accordi extra-mercato. Inoltre non

va dimenticato che, per le banche, si tratta di tassi passivi, cioè sono i tassi che pagano per raccogliere fondi liquidi. Se esse hanno un interesse comune, è che questi tassi siano i più bassi possibile.

**Fig. 1 – La forbice dei tassi d’interesse**



Il vero problema che pone la Fig. 1 è: perché una banca italiana dovrebbe accettare di pagare il 5,3% a una banca tedesca anziché prendere a prestito direttamente dalla BCE al 4,25%? La risposta di fondo è che la domanda di liquidità bancaria continua a superare l’offerta. Dal lato della domanda, le ragioni di questo fenomeno sono state spiegate nel paragrafo precedente. Dal lato dell’offerta, le banche centrali hanno aperto le dighe, ma la liquidità si prosciuga rapidamente. Keynes la chiamava “trappola della liquidità”. Le disponibilità liquide vanno quasi interamente in impieghi sicuri, come i Titoli di Stato.

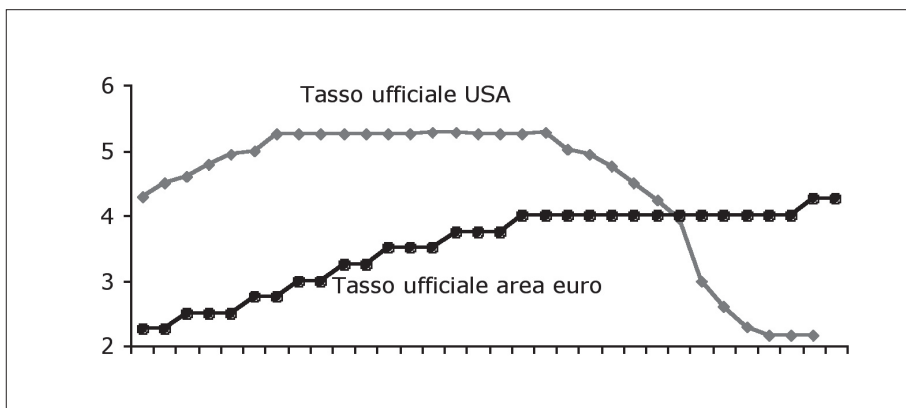
Sul fronte dell’offerta di liquidità, tuttavia, si innesta la terza ragione di innalzamento dei costi di finanziamento delle banche e, quindi, dei tassi sui mutui. Dicevo che si tratta di una ragione più contingente, legata alle scelte di politica monetaria della BCE. Va ricordato che la nostra banca centrale fu la prima ad allertarsi ai segnali della crisi, quando il 9 agosto dello scorso anno, a sorpresa, mise 100 miliardi di euro sul tavolo del mercato interbancario. Nello sviluppo della crisi, non si può dire che la BCE abbia lasciato le banche europee senza liquidità, scelta che avrebbe drammaticamente peggiorato la situazione. Tuttavia, a differenza degli Stati Uniti, essa non ha mai adottato una politica diretta di riduzione dei tassi d’interesse, come risulta evidente dalla Fig. 2.

La ragione risale sia alla diversa lettura dello scenario europeo rispetto a quello americano, sia a una diversa interpretazione del proprio mandato. I comunicati di Francoforte hanno sempre sottolineato come l’impatto della crisi sull’area euro risultasse di minore entità, sia sul sistema bancario-finanziario sia sul sistema produttivo. In effetti, finora, i dati macroeconomici europei (produzione, occupazione ecc.) sono apparsi più stabili o, quantomeno, non



fortemente influenzati dalla crisi finanziaria, rispetto agli Stati Uniti. Questo secondo aspetto è significativo, in quanto in ultima istanza deve aver convinto i vertici della BCE che da un lato era necessario mantenere elevata l'offerta di liquidità al sistema bancario, ma non fino al punto di sovvertire l'andamento tendenziale dei tassi, improntato a mantenere la stabilità dei prezzi al consumo in un contesto di attività economica soddisfacente. Prova ulteriore di questa chiave di lettura è la risposta all'esplosione della crisi petrolifera e alla conseguente impennata inflazionistica, che ha portato alla decisione dell'aumento di 0,25% del tasso ufficiale a luglio.

**Fig. 2 – Due diverse politiche monetarie: Europa e USA**



Nessuna persona ragionevole desidera avventurarsi in previsioni a lungo termine in un contesto come quello attuale. Nell'orizzonte più ravvicinato dei prossimi mesi è difficile scorgere segnali di un netto miglioramento del clima bancario e finanziario. Anche i mutui "standard", erogati da prudenti banche tradizionali lontane dall'epicentro della crisi, continueranno a soffrire di condizioni peggiori di quelle degli scorsi anni. Lo sforzo di un'approfondita informazione e la consapevolezza del contesto economico generale, da parte della clientela bancaria, dovranno intensificarsi. L'azione di vigilanza, controllo e tutela della clientela da parte delle *authority* dovrà dare sostegno normativo a tale sforzo.