

La crisi finanziaria in dieci mosse

Pubblicato: Lunedì 3 Novembre 2008

*La paura è tanta, l'informazione è poca: la crisi finanziaria è tanto "materiale da prima pagina" quanto materiale misterioso per la maggior parte delle persone. Dopo l'incontro di venerdì sera a Gavirate, che ha affrontato dal punto di vista economico e politico il futuro economico che ci aspetta – con l'aiuto dell'onorevole daniele Marantelli – l'economista **Enrico Bigli** ha deciso di stilare un vero e proprio decalogo, le dieci tappe che hanno portato alla crisi finanziaria e che ci porteranno alla crisi economica. Ecco le sue considerazioni.*

1. La bolla dei subprime

Le cause scatenanti dell'attuale crisi sono legate allo scoppio della bolla dei mutui subprime negli Usa, ovvero di quei **mutui concessi a chi non poteva fornire adeguate garanzie reali**. Degli intermediari hanno offerto a queste persone la possibilità di contrarre un mutuo portando come garanzia la stessa casa che stavano acquistando. Finché il settore immobiliare negli Usa cresceva, aumentavano di valore anche le garanzie, permettendo alle stesse persone di contrarre nuovi debiti.

Nel momento in cui il mercato delle case ha però subito una flessione – legata a un prevedibile scoppio di una bolla speculativa – molti di questi clienti subprime non hanno più potuto accedere al credito facile, il che li ha portati a non potere più sostenere le rate di acquisto delle proprie case. Un elevato numero di questi default ha trasferito le difficoltà dal settore immobiliare a quello finanziario, e in particolare alle banche che non incassavano più le rate dei corrispondenti mutui.

2. Gli strumenti finanziari strutturati

I mutui sulla casa sono prestiti di lunghissima durata, che tengono bloccate le risorse delle banche anche per decenni. Per diminuire il rischio di credito, liberare liquidità e potere fare nuovi prestiti, la moderna ingegneria finanziaria ha messo a punto degli strumenti ad hoc. Una banca specializzata nel fare i mutui può chiedere un prestito a una seconda banca, dando in garanzia gli stessi mutui, e ripagando negli anni questo prestito con le rate incassate. In questo modo la prima banca ottiene liquidità per potere fare nuove operazioni, e la seconda guadagna sul prestito realizzato.

In pratica i mutui sono stati "impacchettati" con diversi altri debiti. Questi "pacchetti" sono poi stati spezzettati in blocchi di diverso rischio, e nuovamente impacchettati in altri prodotti finanziari, e in particolare in obbligazioni strutturate denominate Collateralized Debt Obligations – CDO. E' stato coniato il termine di "salsicce finanziarie" per illustrare con una metafora come pezzi di debito "avariato" siano stati mischiati ad altri e poi rivenduti sui mercati finanziari, provocando il contagio all'intera finanzia mondiale della crisi nata con la bolla dei subprime.

3. Il ruolo delle assicurazioni sui mutui

I mutui sono considerati investimenti piuttosto rischiosi. Per funzionare, il meccanismo descritto nel paragrafo precedente necessita dell'intervento di una terza parte, che garantisca il credito, intervenendo nel caso in cui ci siano problemi con il mutuo. Questa terza parte è solitamente una compagnia assicurativa o un'impresa finanziaria specializzata nel garantire i

mutui.

Una banca molto esposta con i prodotti strutturati quali le ABS era la **Lehman Brothers**. Quando, con la flessione del mercato immobiliare, molti mutui non sono più stati pagati, il castello di carte finanziario è crollato e le banche come la Lehman Brothers sono andate in crisi. Una crisi che, a catena, ha immediatamente coinvolto le imprese di assicurazione che garantivano queste operazioni.

Tra queste ultime imprese c'erano la più grande compagnia assicurativa statunitense che garantiva i mutui, la **AIG**, e le agenzie federali create con lo stesso scopo, la Fannie Mae e la Freddie Mac. La Lehman Brothers era solo una delle tante banche specializzate in questo tipo di operazioni, ma AIG, Fannie e Freddie sono assolutamente vitali per il funzionamento dell'intero sistema. E' questo il motivo essenziale per cui la prima è stata lasciata fallire, mentre le altre sono state salvate, a costo di pesanti interventi pubblici.

4. La valutazione del rischio

Le agenzie di rating sono imprese che valutano i prodotti finanziari dando un vero e proprio voto che rispecchia il rischio di ogni titolo. Queste imprese sono oggi sul banco degli imputati per non avere saputo quantificare il rischio dei moderni strumenti finanziari, e soprattutto per il pesante conflitto di interessi che le caratterizza. Gli emittenti dei titoli strutturati pagano le agenzie di rating per ottenere questo voto, scegliendo sul mercato la società che offre le condizioni "migliori". In pratica il controllato paga il controllore.

5. Il ruolo dei derivati

L'ingegneria finanziaria ha messo a punto dei prodotti derivati, i **Credit Default Swap – CDS**, che permettono di trasferire a terzi il rischio di credito relativo a una transazione tra due parti. Le banche e gli altri attori finanziari, tramite i CDS, si sono rivenduti l'un l'altro i rischi legati alla possibilità che cittadini statunitensi non potessero ripagare la propria rata del mutuo. Il volume dei CDS è passato in soli sette anni, tra il 2000 e il 2007, da 2.000 a 45.000 miliardi di dollari, una cifra paragonabile al PIL dell'intero pianeta.

6. La speculazione e la crisi delle materie prime

A seguito dell'esplosione della bolla dei mutui americani, un'enorme liquidità è fuggita dai mercati finanziari, cercando forme di investimento considerate più sicure, quali l'oro, bene rifugio per eccellenza, il petrolio o le materie prime alimentari, causando un aumento dei loro prezzi. Anche gli attori più speculativi, quali gli hedge funds, hanno investito massicciamente nel mercato delle materie prime, spostando i propri capitali dai mercati finanziari tradizionali. Secondo la Banca mondiale la crisi dei prezzi delle materie prime sta facendo ripiombare 100 milioni di persone sotto la soglia della povertà estrema.

7. Il crollo della fiducia sui mercati

A causa di prodotti quali le CDO e i CDS e della loro mancanza di trasparenza, oggi nessuno sembra sapere su chi possano ricadere le perdite e dove si nascondono i debiti "avariati". Già nella relazione del 2007, pubblicata prima dello scoppio della bolla dei mutui subprime, la Banca dei Regolamenti Internazionali avvertiva che: "posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? La verità è che non lo sappiamo".

L'attuale crisi non è legata alla mancanza di liquidità, quanto al crollo della fiducia sui mercati e nel sistema interbancario. Le banche non si fidano più delle garanzie delle loro omologhe, nessuno presta più a nessun altro e i meccanismi alla base del sistema finanziario si sono inceppati. I prestiti interbancari, che sono alla base della circolazione dei capitali nell'intero sistema, sono congelati, perché le banche temono di ricevere titoli "avariati" come garanzia e

perché nessuno sa se l'istituto a cui si presta andrà in crisi prima della scadenza del prestito. I finanziamenti a 3, 6 o 12 mesi sono difficilmente disponibili, il che obbliga le banche a dipendere da quelli di brevissima durata e a doversi procacciare quotidianamente la liquidità necessaria al proprio funzionamento. Le banche sono solite realizzare dei prestiti – chiamati Overnight – di 12 – 24 ore tra di loro, per pareggiare le posizioni in positivo o negativo alla fine di ogni giornata. Allo scoppio della crisi questi sono diventati gli unici prestiti a disposizione. L'enorme richiesta, unita al crollo della fiducia, ha fatto schizzare il loro tasso di interesse anche di più di 4 punti percentuali in poche settimane. Questo significa un maggiore costo del denaro e una pesante stretta creditizia.

Per alcune banche, inoltre, un ulteriore rischio consiste nel dovere fare fronte a debiti di lungo termine con liquidità a breve termine, quello che in gergo si chiama maturity mismatching. E' questo il motivo principale del fallimento della Northern Rock in Gran Bretagna, che non è riuscita a rifinanziare i propri debiti di lungo termine (mutui di durata di diversi decenni), nel momento in cui i prestiti tra le banche sono divenuti più cari e più difficili da ottenere.

8. Il contagio all'economia reale

Gli stessi processi si stanno ora riversando sulle imprese e sulla cosiddetta "economia reale" e le conseguenze rischiano di essere ancora peggiori. Le imprese si finanziano tramite prestiti bancari o emissioni di obbligazioni. Il crollo della fiducia ha provocato una forte stretta creditizia e i mercati delle obbligazioni societarie sono di fatto congelati.

9. I piani di salvataggio

Il piano di salvataggio da 700 miliardi di dollari degli Usa e quello di 1.800 miliardi di euro previsto dai Paesi europei – senza considerare gli interventi delle rispettive banche centrali – hanno lo scopo principale di cercare di restituire la fiducia ai mercati finanziari e interbancari. Il Tesoro statunitense ha proposto alle banche l'acquisizione pubblica dei titoli "spazzatura" (in inglese i "toxic assets") in modo da ripulire i loro bilanci e tornare a fare sì che le stesse banche si fidino delle garanzie delle loro omologhe. In maniera analoga, i governi europei hanno insistito sul fatto che non lasceranno fallire nessun istituto.

In pratica, **le misure di aiuto dei governi sono essenzialmente di due tipi. Nel primo caso lo stato si fa garante dei titoli di bassa o pessima qualità che le banche detengono nei propri portafogli. Nel secondo, gli stati acquistano azioni delle banche per migliorare la loro situazione patrimoniale.** In questo secondo caso, diversi governi hanno dichiarato di volere intervenire unicamente acquistando azioni privilegiate, che non danno diritto di voto, anche se altri sembrano muoversi in direzione diversa. In tutti i casi, l'obiettivo è quello di ridare fiducia ai mercati e quindi di rimettere in moto il sistema del credito.

10. Cosa succede dei conti pubblici

Gli interventi rischiano di pesare moltissimo sui conti pubblici, facendo schizzare il debito e il deficit dei governi interessati, e riversando sull'insieme dei cittadini e sui contribuenti i costi di una crisi causata da pochi grandi speculatori. Si stima che i soli CDS legati alla Lehman Brothers – ovvero in pratica le scommesse sul fatto che questa banca non fallisse – ammontano a 400 miliardi di dollari.

Il totale dei CDS che circolano sui mercati finanziari è dello stesso ordine di grandezza del PIL del pianeta. In caso di ulteriore peggioramento della fiducia sui mercati, i pur enormi interventi pubblici rischiano di essere inutili

