

Crisi finanziaria: cause e cronologia degli avvenimenti

La crisi economica e finanziaria attuale supera per dimensione e importanza tutte le altre crisi degli ultimi decenni. L'evoluzione drammatica di questi ultimi mesi ha molteplici cause. Questo numero del dossier politica ripercorre la cronologia degli avvenimenti. La crisi ha avuto inizio sul mercato immobiliare americano. L'azione congiunta delle condizioni quadro politiche, delle condizioni lassiste di credito e della mancanza di trasparenza dei prodotti finanziari, ha creato e favorito la formazione di una bolla speculativa, di cui tutti hanno tratto profitto.

La posizione di economiesuisse

Un'affrettata designazione di un colpevole sarebbe un errore. Le numerose regolamentazioni, prescrizioni e leggi non hanno permesso di evitare la crisi finanziaria; anzi, esse l'hanno addirittura aggravata. Per evitare una nuova crisi finanziaria mondiale sono necessarie regolamentazioni migliori, e non ulteriori regolamentazioni.

7 maggio 2009

Numero 11

dossier politica

Crisi finanziaria: cause e cronologia degli avvenimenti

Le condizioni quadro politiche e istituzionali, i nuovi prodotti finanziari (poco trasparenti) e le strutture d'incitamento sono al centro della crisi

Le cause della crisi economica e finanziaria attuale sono sempre più chiare. Pezzo dopo pezzo, è oggi possibile ricostituire il puzzle degli avvenimenti che hanno provocato la crisi immobiliare e finanziaria, nonché il rallentamento dell'economia reale. Questa edizione del dossier politica riflette lo stato attuale delle conoscenze sulle diverse cause all'origine della situazione attuale e passa in rassegna i principali avvenimenti.

Come punto di partenza è possibile identificare tre fattori co-responsabili della crisi: le condizioni quadro politiche e istituzionali, i nuovi prodotti finanziari (poco trasparenti) e le strutture d'incitamento. Questi fattori sono interdipendenti. Nuove condizioni quadro incitano ad operare dei cambiamenti. Nuovi prodotti finanziari richiedono nuove regole politiche e istituzionali. Gli incitamenti, infine, spingono sovente ad un'azione politica di nuovo genere.

L'origine della crisi sul mercato immobiliare americano

Condizioni di credito lassiste per le ipoteche negli Stati Uniti

La crisi attuale ha avuto avvio sul mercato immobiliare americano. A causa delle condizioni di credito troppo lassiste, beneficiari di prestiti poco solvibili hanno ricevuto un sostegno finanziario. Di conseguenza, la domanda sul mercato immobiliare è fortemente aumentata, i prezzi sono aumentati continuamente creando così una bolla immobiliare.

I capitali erano a buon mercato: ciò era dovuto a tassi d'interesse bassi e ad un afflusso importante di capitali provenienti dai mercati emergenti

La storia ci insegna che i boom finanziari e i boom creditizi tendono a verificarsi quando i tassi d'interesse sono bassi. Ciò è stato il caso negli scorsi anni. Dopo gli attentati terroristici dell'11 settembre, la Banca centrale americana ha condotto una politica del "denaro a buon mercato". Nel giugno 2003 il tasso d'interesse direttore è sceso ad un minimo storico per l'epoca dell'1,0%.

Inoltre, i mercati emergenti in particolare hanno registrato una forte crescita dopo l'anno 2000. I capitali così generati sono stati in parte risparmiati ed investiti nei paesi occidentali – principalmente negli Stati Uniti. L'industrializzazione della Cina e le eccedenze molto elevate della sua bilancia delle partite correnti hanno contribuito alla formazione della bolla immobiliare americana. Altri paesi come il Giappone, l'India, la Russia e gli Stati arabi hanno esportato più di quanto non abbiano importato, compensando così il disavanzo della bilancia americana delle partite correnti¹.

L'offerta importante di liquidità, combinata ad una scarsa volatilità dei mercati finanziari, ha creato una stabilità apparente. Ciò ha pure avuto un'incidenza sulle preferenze degli attori del mercato riguardo al rischio². Questa situazione ha favorito un aumento massiccio dei prezzi sul mercato immobiliare americano.

La corresponsabilità degli ambienti politici

In nome delle «pari opportunità», è stata sostenuta dallo Stato la concessione di crediti alle famiglie con redditi modesti

Il forte aumento dei prezzi del settore immobiliare americano ha pure avuto origini politiche. In effetti, il governo aveva adottato alcune regolamentazioni affinché le famiglie con redditi modesti potessero acquistare facilmente una casa a condizioni vantaggiose. Dopo la metà degli anni sessanta, la politica americana si è fissata quale obiettivo, quello di lottare contro la discriminazione sul mercato immobiliare, anche nel settore dei beni da affittare, con la sua «fair housing policy»³. Adottato nel 1975 ed ampliato nel 1989, il Mortgage Disclosure Act (HMDA) obbliga i creditori a tenere un registro che deve contenere tutti i dati relativi alle domande di credito, ivi compresa l'origine etnica del richiedente. Su questa base la Federal Reserve Boston ha pubblicato nel 1992 un rapporto che costata una discriminazione razziale e problemi in materia di concessione dei crediti. Allo scopo di lottare contro il razzismo, il catalogo delle proposte pubblicato lo stesso anno prevedeva un alleggerimento dei criteri di concessione dei crediti. Un'altra legge, il Community Reinvestment Act (CRA) del 1977, prescriveva agli istituti di concedere crediti a tutto il mercato e non

¹ I rendimenti proposti negli Stati Uniti hanno attirato capitali esteri di modo che il dollaro non si è svalutato proporzionalmente al deficit crescente della bilancia delle operazioni correnti.

² Kodres Laura, 2008. A Crisis of Confidence ... and a Lot More, Finance & Development, giugno 2008

³ L'obiettivo principale della « Fair Housing Law » del 1968 era quello di proteggere le persone desiderose di acquistare un'abitazione dalla discriminazione razziale.

soltanto agli ambienti più agevolati. Bill Clinton ha modificato nel 1995 tale legge, stabilendo criteri più precisi per il controllo degli istituti finanziari. Secondo i rapporti del Ministero americano delle finanze pubblicati a partire dal 2000, i crediti concessi in virtù del CRA sono aumentati di 600 miliardi di dollari tra il 1993 e il 1998, dopo la modifica del CRA.

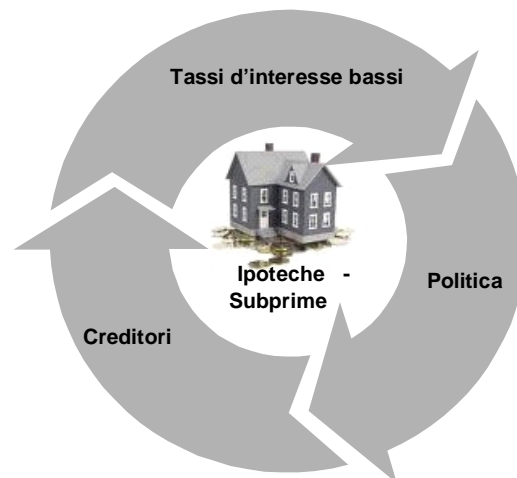
Fannie Mae e Freddie Mac

Alcuni istituti che beneficiano di una garanzia da parte dello Stato promuovono la concessione di crediti

Un'altra particolarità statunitense è il ruolo preponderante di Fannie Mae e Freddie Mac, due organizzazioni sostenute dallo Stato. Fannie Mae è stata creata nel 1938, Freddie Mac nel 1970 allo scopo di migliorare il funzionamento del mercato ipotecario. Il compito principale di queste imprese è quello di mettere a disposizione liquidità sul mercato ipotecario. Tuttavia, né Fannie Mae né Freddie Mac concedono ipoteche su grande scala, ma sono principalmente attive sul mercato secondario. Alcuni creditori privati possono cedere i loro crediti ai due istituti. Sebbene fossero retti dal diritto privato, i due istituti beneficiavano implicitamente di una garanzia statale. Così, le imprese potevano rifinanziarsi a condizioni più vantaggiose di quelle proposte sul mercato dei capitali. Parallelamente, i due istituti subivano una certa influenza dalla politica. Nel 1992 Fannie Mae e Freddie Mac sono state poste sotto il controllo dell'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO). Quest'ultimo doveva assicurarsi della concessione di una determinata parte dei crediti a proprietari di immobiliari a basso reddito.

Il governo ha adottato alcune regolamentazioni affinché le famiglie con redditi bassi possano acquistare più facilmente una casa a condizioni vantaggiose.

Grafico 1: La spirale dei prezzi sul mercato immobiliare americano



Fonte: Associazione svizzera dei banchieri

Azione congiunta della politica, della concessione dei crediti e dell'innovazione finanziaria
 Queste prime spiegazioni mostrano che vari elementi giuridici e politici hanno favorito l'evoluzione del mercato delle ipoteche subprime e la susseguente crisi.

Il problema principale era il controllo insufficiente della solvibilità in occasione della concessione dei crediti

Il problema di base e la causa principale della bolla immobiliare sono il controllo insufficiente della solvibilità dei beneficiari di crediti. Gli istituti attivi a livello locale sul mercato ipotecario, lavoravano sulla base di provvigioni. Il loro obiettivo era quello di concludere il maggior numero possibile di contratti di credito. Poiché i rischi delle banche locali sono stati rivenduti, la solvibilità dei clienti è spesso stata controllata soltanto sommariamente. L'espressione crediti NINJA (No Income, No Job and Assets) ha fatto la sua comparsa.

Con l'aumento dei prezzi del settore immobiliare, l'accesso ai crediti era facile

Il forte sviluppo degli strumenti finanziari ha favorito pratiche lassiste in materia di concessione di crediti⁴. Ne hanno approfittato privati con redditi bassi e/o instabili. La situa-

⁴ Kiff John e Paul Mills, 2007, Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets, IMF Working Paper, juin 2007. La valutazione automatica dei rischi e la cartolarizzazione costituivano la chiave per ridurre i costi dei crediti ipotecari a rischio. La valutazione

zione si è deteriorata con l'aumento costante dei prezzi nel settore immobiliare. Le persone con bassi redditi potevano ottenere crediti senza problemi, i famosi «subprime» e le ipoteche «Alt-A». Queste ipoteche finanziavano quasi il 100% degli acquisti immobiliari, vale a dire che il beneficiario di crediti non doveva fornire fondi propri⁵. Questi crediti erano generalmente proposti a condizioni molto interessanti per i primi due o tre anni. Inoltre, i crediti – sovente a tasso variabile – potevano essere rinnovati senza difficoltà. Questo rifinanziamento non poneva problemi, a causa dell'aumento dei prezzi dell'immobiliare e del valore dei beni immobiliari.

Forte aumento dei crediti

Il volume dei crediti ha registrato negli ultimi anni un aumento massiccio

Il volume totale dei crediti concessi è di conseguenza aumentato. Nel 2003 il volume dei crediti ipotecari raggiungeva quasi 4000 miliardi di dollari, ossia un terzo circa del PIL americano. In seguito, la quota di mercato dei subprime ha continuato a progredire. Tra il 2000 e il 2007 il volume di tutte le ipoteche è raddoppiato, mentre il mercato dei subprime si è moltiplicato per otto⁶.

La cartolarizzazione dei titoli ha aiutato a ridurre i rischi di inadempienza

Se in precedenza le banche conservavano i crediti che concedevano, oggi esse esternalizzano, raggruppano e rivendono i rischi e i crediti. Esse si separano così dal rischio di inadempienza. La cartolarizzazione ha svolto un ruolo essenziale a questo proposito. Trasformati in titoli, i crediti e i diritti di proprietà sono divenuti negoziabili. In particolare negli ultimi anni sono sorti una moltitudine di prodotti finanziari. Questi prodotti sono stati sovente venduti a società cosiddette "Special Purpose Vehicles (SPV)". L'interesse di queste società è quello di separare il rischio di credito dal rischio di inadempienza della controparte. Verso la fine del 2006 le cartolarizzazioni raggiungevano un volume di 6500 miliardi di dollari. Alla fine del 2007 il 67% di tutti i crediti ipotecari erano cartolarizzati. Un quarto di essi concernevano crediti a rischio⁷.

Collateralized Debt Obligations

I crediti sono stati raggruppati e classificati in funzione del loro grado di solvibilità

Il prodotto finanziario di cui si è parlato maggiormente in relazione alla crisi finanziaria sono le «collateralized debt obligations» o CDO. Le CDO sono un prodotto strutturato costituito da un portafoglio di titoli a tasso fisso. Questo portafoglio è diviso in varie tranche di rango diverso. Ogni tranche presenta un profilo diverso in termini di rischio e di rendimento. Quando un titolo perde valore, è soprattutto l'ultima tranche a subire questa perdita. Quest'ultima viene ripartita fra tutti gli investitori di questa tranche⁸. Le tranche che presentano il rischio minore possiedono caratteristiche simili a quelle delle obbligazioni. Al momento dell'emissione, le scadenze e le cedole sono fisse. Gli investitori di una tranche sono protetti da una o più tranche di rango inferiore e dispongono così di una quotazione migliore rispetto alla quotazione media per tutti i titoli del portafoglio di riferimento.

automatica dei rischi ha sensibilmente migliorato la valutazione dei crediti, mentre l'allestimento di profili statistici ha nettamente semplificato la valutazione dei beneficiari di crediti. LaCour-Little (2000) ha ritenuto che la valutazione automatica dei rischi abbia permesso di risparmiare fino al 3% del totale dei prestiti. Davis (2001) ha valutato i risparmi a 916 dollari per prestito.

⁵ Fendel Ralf e Michael Frenkel, 2009, Die Subprime-Krise 2007/2008: Ursachen, Auswirkungen und Lehren, WiSt Heft 2, febbraio 2009

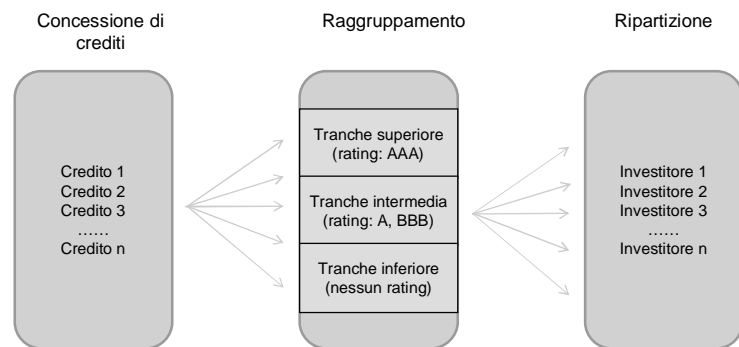
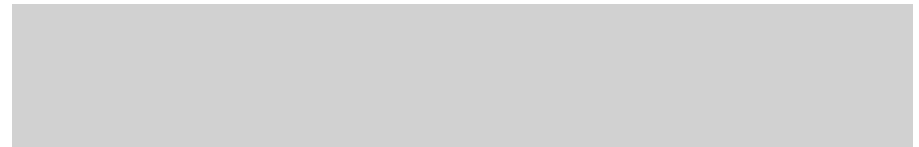
⁶ Ibid.

⁷ Ellis Luci, 2008, The housing meltdown: Why did it happen in the United States? BIS Working Paper 259, settembre 2008

⁸ Bandini, Stephan, Collateralized Debt Obligation, Banca nazionale svizzera, agosto 2007

Se in precedenza le banche si accontentavano di concedere dei crediti, oggi esse raggruppano e rivendono i rischi e i diritti.

Grafico 2: Cartolarizzazione dei crediti ipotecari



© economieuisse 11.05.2009 Seite

La costruzione di portafogli di CDO è divenuta più complessa

All'inizio i portafogli contenevano delle obbligazioni e dei crediti bancari. La formazione della bolla immobiliare negli Stati Uniti si spiega in parte con l'integrazione dei crediti ipotecari. Si sono formati dei portafogli di ipoteche (CDO di titoli addossati a crediti ipotecari⁹). Il principio del raggruppamento è pure stato esteso ai debiti ipotecari (CDO di titoli addossati agli attivi). Infine, le «collateralized debt obligations» sono state divise in tranche e di nuovo raggruppate. Sono così sorte delle CDO di CDO.

Negli scorsi anni si è assistito ad un boom dei prodotti derivati

Forte crescita dei prodotti derivati

Secondo le stime della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), il volume di tutti i contratti derivati in corso a livello mondiale raggiungeva circa 600'000 miliardi di dollari alla fine del 2007, ossia undici volte l'ammontare del PIL mondiale. Dieci anni prima il loro volume si avvicinava ai 75'000 miliardi di dollari, ossia 2,5 volte il PIL totale.

Le CDO sono diventate molto popolari negli ultimi anni. Ciò si spiega per il fatto che i rendimenti sperati erano, ad esempio, più elevati di quelli di un prestito con la stessa quotazione. Per le banche sono soprattutto le tranche AAA ad essere interessanti, poiché dopo Basilea II esse richiedono soltanto il 20% di fondi propri, generando nel contempo un rendimento superiore alle obbligazioni AAA¹⁰. L'ammontare totale di tutte le CDO nel corso del 2007 è stato valutato a quasi 1000 miliardi di dollari.

Il mercato dei CDS ha registrato la crescita più importante

Tra i prodotti derivati, il mercato che ha registrato la crescita più importante è stato quello dei CDS. Questi prodotti sono una specie d'assicurazione contro le perdite di credito. L'acquirente versa al venditore un premio periodico e riceve in contropartita una prestazione predeterminata in caso di inadempienza del credito. Lo spread di un CDS è un importo annuo che l'acquirente deve pagare per la protezione contro le inadempienze. Questo spread serve pure spesso da indicatore per valutare la solvibilità di un'impresa o di un prodotto finanziario. Dal 2003 il mercato dei CDS ha assunto una certa ampiezza. Nel 2007 il

⁹ MBS : mortgage backed security »

¹⁰ Bandini, Stephan, Collateralized Debt Obligation, Banca nazionale svizzera, agosto 2007

suo volume era dieci volte maggiore che in precedenza. Secondo la banca dati della Depository Trust and Clearing Corporation, che riunisce il 90% circa di tutti i prodotti derivati di credito, il valore nominale dei CDS in corso alla fine del 2008 saliva a 29'200 miliardi di dollari circa. Alla fine del 2007 esso era vicino ai 60'000 miliardi di dollari.

Innovazioni finanziarie poco trasparenti hanno favorito la formazione della bolla speculativa

Retrospectivamente, i nuovi strumenti finanziari concepiti secondo il modello «originate and distribute» sono una delle principali cause della crisi immobiliare, della crisi bancaria e del relativo rallentamento congiunturale. Si era partiti dal principio che le innovazioni finanziarie migliorassero l'attività finanziaria ed economica e che stabilizzassero il settore finanziario. Modelli di credito standardizzati, nonché una gestione dei rischi mondiali grazie alla «securitization» dovevano soprattutto permettere ai privati con un grado di solvibilità meno elevato, di accedere più facilmente ai capitali. Questa «democratizzazione del credito»¹¹ doveva inoltre permettere a un numero maggiore di famiglie di gestire i loro redditi a lungo termine. Ci si attendeva che i cicli congiunturali diventassero più levigati e che gli choc venissero attenuati. Prima dell'era della «securitization», le conseguenze di una crisi erano soprattutto locali. La ripartizione mondiale della probabilità di insolvenza doveva in teoria attenuare uno choc finanziario¹².

La svolta

I beneficiari di prestiti con contratti a tasso variabile sono stati confrontati a problemi di pagamento quando i tassi d'interesse sono aumentati

La realtà non ha confermato queste teorie e queste supposizioni. A partire dal 2004 i tassi d'interesse sono aumentati costantemente. Soprattutto i beneficiari di prestiti a basso reddito, il cui tasso di rimborso variabile è aumentato, hanno incontrato difficoltà finanziarie. Costretti a vendere la loro casa, essi sono all'origine del crollo dei prezzi sul mercato immobiliare. A causa di questa diminuzione dei prezzi è diventato più difficile rifinanziare i crediti ipotecari.

Gli investitori che operano con alcuni prodotti strutturati si sono ritrovati in difficoltà

I proprietari di crediti ipotecari si sono ritrovati in difficoltà. A seguito del crollo dei prezzi sul mercato immobiliare, il valore dei beni che garantiscono i crediti ipotecari è diminuito. Si è dovuto procedere a correzioni di valore di corrispondente ampiezza. All'inizio del 2007 i mancati pagamenti hanno raggiunto un livello record sul mercato dei crediti a rischio. A causa della cartolarizzazione e dei nuovi prodotti finanziari, ciò non ha colpito soltanto gli istituti attivi direttamente nel settore immobiliare, bensì anche tutti gli investitori che hanno acquistato prodotti strutturati senza preoccuparsi dei rischi¹³. Nel corso degli anni si è visto come numerose banche avevano investito somme colossali in questi prodotti. Tuttavia, per diversi mesi si è ignorato qual era il volume di attivi «tossici» detenuti dalle varie banche. La mancanza di trasparenza delle banche ha rapidamente provocato una certa sfiducia nei loro confronti.

La crisi: cronologia degli avvenimenti

Il problema è sorto nel 2007. In Svizzera la crisi finanziaria ha avuto inizio con la chiusura di Dillon Read Capital Management.

Così, vari «hedge funds», tra cui Dillon Read Capital Management delle UBS, sono stati liquidati nel 2007. I principali istituti che hanno finanziato ipoteche hanno dovuto invocare la protezione dei creditori. Le banche d'investimento e le grandi banche hanno dovuto procedere ad importanti ammortamenti contabili. Nei mesi successivi le banche centrali hanno iniettato ingenti capitali nel sistema finanziario. Le condizioni di credito delle banche centrali sono state alleggerite, la durata dei prestiti è stata allungata e sono stati concessi crediti urgenti¹⁴. Ciò non ha impedito l'inasprirsi della crisi nel 2008, di modo che un gran numero di istituti bancari e di credito hanno riscontrato notevoli difficoltà. A partire dal mese di gennaio Countrywide Financial ha dovuto essere venduta alla Bank of America. A metà

¹¹ Beddoes, Zanny Minton, 2008, Taming the beast, The Economist, ottobre 2008

¹² Kodres, Laura, 2008, A Crisis of Confidence... and a Lot More, Finance & Développement, giugno 2008

¹³ Fendel Ralf e Michael Frenkel, 2009, Die Subprime-Krise 2007 / 2008: Ursachen. Auswirkungen und Lehren, WiSt Heft 2, febbraio 2009

¹⁴ Roth Jean-Pierre, 2009, Crise mondiale : dans quelle mesure la Suisse est-elle touchée ? Relazione presentata allo «Schweizerisch-Deutschen Wirtschaftsclub», marzo 2009

marzo Bear Stearns è stata ripresa da JP Morgan Chase & Co. In luglio, la IndyMac Bank è stata trasferita sotto il controllo della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e, in settembre, la Federal Housing Finance Agency ha acquisito la Fannie Mae e la Freddie Mac. In totale questi istituti totalizzavano prestiti per 2400 miliardi di dollari¹⁵. Il 15 settembre, Lehman Brothers, la quarta banca d'investimento americana è stata dichiarata fallita, trainando altre banche nella sua caduta.

Giganti della finanza come AIG sono stati posti sotto la sorveglianza dello Stato. Lehman Brothers ha dichiarato fallimento.

Sempre il 15 settembre 2008, Merrill Lynch è stata riscattata dalla Bank of America. Soltanto qualche giorno più tardi, l'assicuratore americano AIG è stato posto sotto la sorveglianza dello Stato. Contrariamente a Lehman Brothers, la FED ha sostenuto AIG con 85 miliardi di dollari^{16/17}. Le banche d'investimento Morgan Stanley e Goldman Sachs sono divenute il 22 settembre banche d'affari correnti. Il 29 settembre Wells Fargo ha acquisito Wachovia. A partire dal mese di settembre un certo numero di banche europee ha dovuto far fronte a problemi di solvibilità, in particolare in Gran Bretagna, in Irlanda e in Islanda. In Svizzera, la Confederazione ha sottoscritto il 16 ottobre 2008 un prestito a conversione obbligatoria a favore di UBS per un ammontare di 6 miliardi di franchi. Parallelamente, la Banca nazionale svizzera ha creato una "Special Purpose Vehicle" alla quale UBS ha ceduto degli attivi illiquidi per un ammontare di 60 miliardi di dollari.

Gli istituti finanziari non erano in grado di esternalizzare i rischi in maniera adeguata. Il rischio sistemico è stato sottovalutato

Gli elementi trascurati dalle teorie

Gli avvenimenti successivi pongono in evidenza la natura dei problemi che i governi e le banche centrali hanno dovuto gestire – in particolare durante l'autunno e l'inverno 2008. I nuovi prodotti finanziari non hanno attenuato lo choc finanziario. Perché le cose non si sono realmente svolte come avevano predetto i manuali ?

Esistono diverse spiegazioni. Da una parte, per alcuni istituti i rischi erano maggiormente concentrati di quanto ci si aspettava. Molte banche che emettevano "Mortgage-Backed Securities", mantenevano una parte importante di rischio. Se la semplice regola della diversificazione non veniva rispettata, esse si esponevano ad un elevato rischio, trascurando completamente le regole bancarie che si sono rivelate finora efficaci, come quella della congruenza dei termini e dei rischi tra gli investimenti, il rifinanziamento e i capitali propri.

Dall'altra parte, il rischio sistemico che è fortemente aumentato con i nuovi prodotti finanziari, è stato ampiamente sottovalutato. Il gonfiamento dei mercati derivati a livello mondiale e le sue conseguenze sui flussi finanziari internazionali erano impossibili da valutare. La mancanza di trasparenza per quanto concerne le posizioni delle banche ha provocato una certa sfiducia, poiché non si poteva valutare il volume delle posizioni a rischio detenute dalle diverse banche, né la probabilità di attuali o futuri problemi di liquidità (vedere grafici 3 e 4). A poco a poco un rischio considerato come "trascurabile", è divenuto reale ed ha paralizzato tutto il sistema.

Le banche non avevano più fiducia le une nelle altre. Il mercato interbancario si è prosciugato

Il sistema dei prestiti interbancari si è deteriorato. Le scadenze sono state abbreviate e gli importi concessi in prestito fortemente ridotti. Le banche hanno preferito conservare i loro capitali. Il circuito finanziario da cui le banche dipendono non funzionava più¹⁸. Il mercato monetario si è prosciugato¹⁹. Il LIBOR, ossia il tasso d'interesse con il quale le banche si prestano dei capitali a breve termine, è considerevolmente aumentato e il divario tra i tassi direttori delle banche nazionali e il tasso interbancario è aumentato²⁰. Di conseguenza, le banche non potevano più rifinanziarsi in maniera corretta. Il rischio di una crisi di fiducia dal lato dei clienti, che temevano per i loro averi investiti sui conti di risparmio, era elevato.

¹⁵ Momentaufnahme der Finanzkrise, Robert Müller, delegato OCSE, Parigi, 17 febbraio 2009

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Ibid. Essa garantiva per 440 miliardi di dollari di rischi, di cui 60 miliardi sul mercato dei subprime.

Un'inadempienza di AIG avrebbe durevolmente ridotto la qualità degli attivi detenuti dalle banche e la necessità degli ammortamenti considerevoli, e dunque ulteriormente ridotto la ratio di copertura dei capitali propri di questi istituti finanziari.

¹⁸ Ibid.

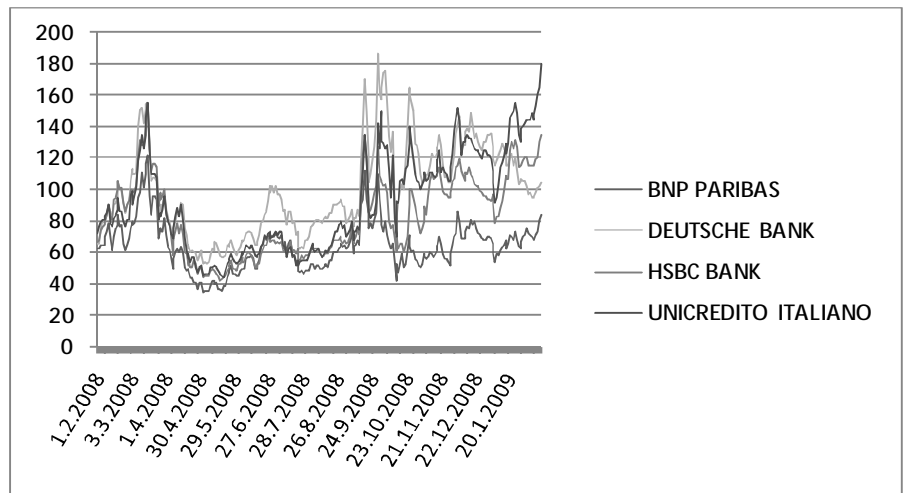
¹⁹ Fendel Ralf e Michael Frenkel, 2009, Die Subprime-Krise 2007 / 2008: Ursachen. Auswirkungen und Lehren, WiSt Heft 2, febbraio 2009

²⁰ Momentaufnahme der Finanzkrise, Robert Müller, delegato OCSE, Parigi, 17 febbraio 2009: il 14 ottobre 2008 il tasso d'interesse per un'obbligazione di Stato con una scadenza di 3 mesi era appena dello 0,05 %, mentre il tasso del LIBOR americano raggiungeva il 5,3 %.

Oltre alle garanzie importanti alle banche e agli istituti di credito la Confederazione ha migliorato la protezione dei depositari.

Il premio di rischio per i CDS, che permette di valutare il rischio, è fortemente aumentato nello scorso autunno.

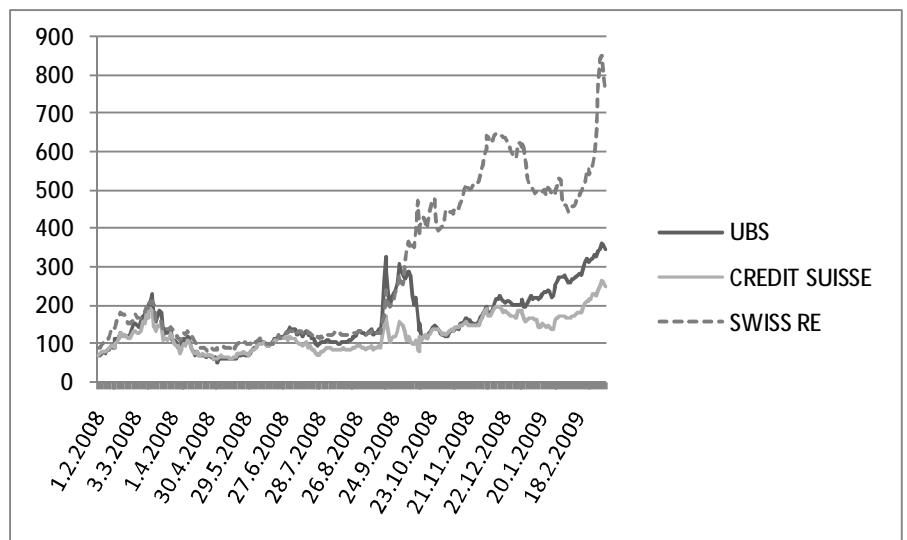
Grafico 3: CDS di quattro banche europee



Fonte: Datastream

Anche in Svizzera vi è stata una perdita di fiducia.

Grafico 4: CDS di tre imprese svizzere



Fonte: Datastream

La crisi mondiale assomiglia al gioco del «domino» dove il primo pezzo fa cadere tutti gli altri

Chi sono i responsabili del tracollo finanziario ?

Alla fine soltanto gli interventi estremamente costosi dei poteri pubblici in tutto il mondo sono riusciti a contenere la reazione a catena. Contrariamente alle precedenti crisi bancarie e finanziarie, l'epicentro si situava questa volta al centro dell'onnipotente economia americana. Altre importanti economie sono però state contemporaneamente colpite. A seguito dell'intrecciamento internazionale dei mercati finanziari, tutte le nazioni sono state coinvolte nella tempesta. E' dunque crollato l'intero settore di credito gonfiato.

Ma perfino prima che le varie cause della crisi venissero seriamente studiate, i colpevoli erano ormai stati designati: gli Americani con il loro modo di consumo non durevole, i prodotti finanziari moderni e i banchieri avidi e temerari avevano subito assunto il ruolo di capro espiatorio.

Tutti ne hanno approfittato. Tant'è vero che la corsa al guadagno è un fenomeno sociale

Ci si dimentica troppo facilmente che un sistema di consumo non durevole deve essere finanziato da qualcuno, che i prodotti finanziari moderni devono trovare degli acquirenti e che i banchieri che hanno il gusto del rischio fanno lavorare il denaro di investitori che non detestano il rischio.

Quando gli Europei e gli Asiatici rimproverano oggi agli Americani le loro abitudini consumistiche, essi perdono di vista il fatto che hanno ampiamente partecipato al finanziamento di questo eccessivo consumo. I paesi asiatici, ma anche la Svizzera o la Germania hanno investito negli Stati Uniti l'eccedenza crescente della bilancia dei beni e dei servizi. Queste eccedenze erano così indirettamente a disposizione dei consumatori americani. L'Europa e l'Asia hanno quindi contribuito al rilancio del consumo americano e ne hanno tratto profitto.

Nel contempo, i rimproveri che vengono oggi regolarmente rivolti ai prodotti finanziari derivati sono mossi troppo alla leggera. I prodotti derivati hanno molto spesso una funzione di garanzia (o d'assicurazione) e svolgono un ruolo importante nella diversificazione dei rischi dei mercati finanziari e delle imprese. Volerli vietare non avrebbe dunque, almeno in parte, nessun senso. Da un lato, essi sono indispensabili alle strategie d'investimento e di copertura più diverse. Dall'altra, è difficile limitare l'acquisizione di prodotti finanziari e numerosi nuovi prodotti possono essere creati attraverso la combinazione di altri strumenti.

Infine, i banchieri che hanno il gusto del rischio non investono il proprio denaro. Per le varie transazioni e operazioni essi hanno bisogno di proprietari di capitali, che hanno del resto avuto ottime soddisfazioni in periodi di alta congiuntura. Questi proprietari di fondi si accontentano sempre meno di utili modesti e costanti e chiedono rendimenti sempre più elevati. La Svizzera, giustamente, grazie al proprio settore bancario in espansione, generatore di importanti risorse fiscali e creatore di posti di lavoro, ha fatto parte negli scorsi anni dei grandi vincitori della bolla finanziaria. Coloro che ribadiscono oggi la ricerca del massimo profitto a breve termine da parte delle banche non devono tuttavia dimenticare che questo stesso appetito animava i proprietari di capitali²¹: gli azionisti esigevano rendimenti superiori per i loro capitali, i salariati attendevano rendite elevate dalle loro casse pensioni, lo Stato prevedeva ingenti entrate dall'imposizione delle imprese e perfino ampi strati della popolazione non si accontentavano più di tassi d'interesse bassi. In breve, la corsa al rendimento è apparsa come un fenomeno sociale.

Il problema della valutazione dei rischi

²¹ La tendenza, nata negli Stati Uniti, di far coincidere gli interessi delle sfere dirigenti delle banche e di altre imprese con quelle dei loro azionisti è pure il frutto, almeno in parte, di una regolamentazione dello Stato: l'art. 162(m) dell'Internal Revenue Code, introdotto dal presidente Clinton, non permette più alle imprese di dedurre le imposte in quanto spese professionali per diversi milioni di dollari. Vedere a questo proposito Charles M. Yablon, Bonus Questions: Executive Compensation in the Era of Pay for Performance, in 75 Notre Dame Law Review 271 (1999), Volume 75, N. 1, p. 271-308

Piena fiducia nelle agenzie di «rating» Al momento delle loro scelte d'investimento, numerosi investitori si sono affidati ciecamente alla valutazione di agenzie di "rating". La situazione attuale pone nuovamente in evidenza grandi lacune nella valutazione generale dei rischi. Ci si accorge che in questa crisi, l'analisi dei prodotti finanziari si è fondata troppo spesso su modelli basati su vecchi dati incapaci di inquadrare correttamente i rischi. Rammentiamo che le strutture incitative delle agenzie di rating sono già state messe in discussione da un certo tempo²². Considerato come queste agenzie siano indennizzate dalle banche (che a loro volta emettono uno "strumento di mercato finanziario"), esiste un evidente interesse a valutare eccessivamente le garanzie. Nel contempo, gli ambienti interessati possono essere tentati di non svalutare troppo rapidamente alcuni prodotti allo scopo di conferire una certa stabilità e una certa credibilità al sistema di rating. Il concetto d'attività («business model») delle agenzie di rating rende difficile la valutazione dei rischi nell'interesse dell'economia in generale. D'altronde, la struttura "oligopolistica" del mercato delle agenzie di rating lascia un certo margine di preoccupazione, poiché è evidente che la mancanza di concorrenza può anche avere conseguenze sulla qualità del rating.

Nonostante queste imperfezioni, il rating svolge un ruolo determinante nel settore della regolamentazione. Con Basilea II, i rating sono diventati decisivi nella determinazione del capitale proprio per i rischi di credito delle banche: migliore è la valutazione del rating, più la ponderazione del rischio è bassa e più il volume del capitale proprio necessario è limitato²³. I rating sono così diventati dei fattori essenziali del diritto della sorveglianza in merito all'adeguamento dei fondi propri²⁴.

Non bisogna moltiplicare le regolamentazioni, bensì migliorarle

Norme di contabilità rimesse in discussione Sarebbe sbagliato voler rispondere alla crisi con ulteriori regolamentazioni. Si costata del resto come tutte le regolamentazioni, prescrizioni e nuove leggi elaborate finora non siano state incapaci di impedire la crisi attuale. Al contrario, talune regolamentazioni l'hanno perfino favorita. Ciò dovrebbe dunque valere come un richiamo alla ragione! Non servono regolamentazioni supplementari, bensì regolamentazioni migliori. Numerose regole e modelli di mercato sono apparsi prociclici e poco resistenti alla crisi. Si è ad esempio costatato che il principio della «fair value», o il primato del prezzo per l'accertamento del giusto valore del mercato, era criticabile in alcune situazioni²⁵. Se la «fair value» del mercato è una base di valutazione utile in tempi normali, essa aumenta la volatilità nelle situazioni eccezionali. In periodi di recessione economica, questo metodo tende ad aggravare la situazione, poiché le banche sono vincolate a vendere attivi, ciò che accelera la spirale discendente dei prezzi. Nel contempo, il timore di una caduta dei corsi e di una svalutazione può incitare le aziende a vendere dei titoli e ad accentuare pertanto la tendenza al ribasso. Per i mercati illiquidi dove i prezzi non possono formarsi, le banche devono ricorrere a modelli di valutazione fondati su ipotesi²⁶.

Alcuni prodotti finanziari sono divenuti attrattivi solo grazie alle regolamentazioni

Anche alcune prescrizioni concernenti il capitale proprio appaiono contro produttivi. Molti strumenti del mercato finanziario hanno iniziato a diventare interessanti soltanto grazie a queste prescrizioni. Nel caso specifico, per potersi conformare ai regolamenti, sono stati creati degli "off-balance-sheet vehicles", che permettono di togliere i fondi e i rischi dai bilanci. Il mercato dei derivati sui "credit-default swaps o CDS" ha ad esempio permesso di non più dover inserire nel bilancio degli investimenti rischiosi che avrebbero richiesto un volume elevato di capitale proprio. Il problema è che non è praticamente più possibile valutare né i prodotti finanziari che ne derivano né i relativi rischi. Si stima che gli strumenti d'investimento delle banche non iscritti a bilancio abbiano creato un volume di sostanza

²² Kodres Laura, 2008, A Crisis of Confidence... and a Lot More, Finance & Développements, giugno 2008 ; Emmenegger Susan, Die Regulierung von Rating-Agenturen, in : Revue suisse de droit des affaires et du marché financier SZW/RSDA 1/2006, p. 32ss.

²³ Comitato di Basilea per la supervisione bancaria, 2004, Convergenza internazionale per la valutazione dei fondi propri e norme dei fondi propri, Accordo quadro riveduto, cifra 60 ss., 538 ss.

²⁴ Emmenegger, op. cit. 33s.

²⁵ Kodres Laura, 2008, A Crisis of Confidence... and a Lot More, Finance & Développements, giugno 2008

²⁶ Frühauf Markus, 2009, « Fair value » – Das Dilemma in der Bilanzierung, 12 marzo 2009

bancaria parallelo, che corrisponderebbe approssimativamente a quello della sostanza bancaria mondiale figurante a bilancio. A questo proposito non s'impone una nuova ondata di regolamentazioni schematiche, bensì un miglioramento delle regolamentazioni esistenti.

Conclusione

A posteriori si ragiona sempre meglio... Le considerazioni esposte mostrano tutta una serie di fattori che hanno permesso di scoppiare una crisi così importante come quella che stiamo vivendo. Uno dei principali insegnamenti del dibattito attuale è che le regolamentazioni pubbliche, lungi dall'impedire i problemi, le hanno in parte provocate. Il solenne verdetto del "fallimento dell'economia di mercato" è perlomeno superficiale. Con le sue regolamentazioni superflue lo Stato ha in parte contribuito alla crisi attuale. Il fatto di incriminare unilateralmente l'avidità dei banchieri è troppo semplicistico, poiché è evidente che la corsa al rendimento è stata un vero fenomeno sociale: gli azionisti richiedevano capitale proprio con rendimenti sempre più elevati, i lavoratori confortevoli utili per le loro casse pensione, lo Stato incassava entrate a titolo dell'imposizione aziendale e i risparmiatori stessi non si accontentavano più della debole remunerazione del risparmio.

Per trovare il giusto rimedio bisogna tener conto di questa realtà: nonostante le regolamentazioni ufficiali più disparate, le bolle speculative sono scoppiate anche in passato. Se l'adozione di una serie di regole rigide può impedire oggi la formazione di una bolla su un mercato settoriale, il capitale troverà altre vie e la bolla finirà col formarsi su un altro mercato poco o niente affatto regolamentato. Sarebbe ingenuo esigere una regolamentazione del mercato capace di impedire la formazione di qualsiasi bolla speculativa. I legislatori devono soprattutto stare attenti a fare in modo che il sistema finanziario non venga messo in pericolo dallo scoppio di queste bolle. Essi devono dedicare tutta la loro attenzione alle misure dirette contro i rischi sistemici allo scopo di assicurarsi che il fallimento di uno o dell'altro istituto finanziario non rischi di suscitare un crollo generale. Non è certo una serie di regolamentazioni supplementari ad impedire la creazione della prossima bolla speculativa. Sarebbe molto più utile migliorare, se possibile, il coordinamento internazionale nell'applicazione delle regolamentazioni esistenti²⁷. Il rispetto delle "regole d'oro bancarie" da parte degli istituti nonché la pubblicazione, il controllo e la restrizione dei rischi a tutti i livelli fino all'investitore individuale, sono di cruciale importanza.

Informazioni:

rudolf.minsch@economiesuisse.ch
philipp.bauer@economiesuisse.ch

²⁷ Vedere, ad esempio, i lavori in corso del Comitato di Basilea per la supervisione bancaria (www.bis.org) e del Forum di stabilità finanziaria (<http://www.fsforum.org>)