

Inefficienze finanziarie recenti

ALDO MONTESANO*

Desidero mettere in evidenza alcune caratteristiche della realtà finanziaria dell'ultimo quindicennio che hanno contribuito a generare la crisi corrente e che tuttora prevalgono.

1. Finanza senza mercato

La prima caratteristica riguarda la relazione della finanza con il mercato. Molti commentatori considerano la crescita finanziaria recente come un fenomeno dell'economia di mercato, i favorevoli a questa mettono in evidenza l'efficienza allocativa del mercato, i critici la sua instabilità. In realtà, la crescita mastodontica della finanza mondiale è avvenuta fuori dagli schemi del mercato concorrenziale, che è la forma di mercato rilevante per l'efficienza. Il mercato concorrenziale richiede trasparenza dei prezzi e informazione simmetrica (cioè, assenza di informazioni privilegiate). Richiede perciò una regolamentazione, ad esempio del tipo di quella dei mercati di borsa. Invece, la finanza recente è caratterizzata da prodotti scambiati *over the counter* (cioè con contratti diretti tra venditore e compratore, mentre lo scambio è anonimo sui mercati di borsa), con evidenti asimmetrie di informazione a favore dei venditori. Inoltre, lo scambio *over the counter* rende questi prodotti privi di mercato secondario (nel senso che l'acquirente non può liberarsene se non ricontrattando con l'emittente). Si tratta spesso di prodotti complessi, con ritorni sensibili a condizioni molto specifiche, di difficile valutazione. Sono, quindi, sostanzialmente, prodotti opachi, di scarsa liquidità per l'elevata incertezza sui possibili ritorni. (L'incertezza, o ambiguità, deriva dalla mancanza di informazioni utili per determinare una distribuzione di probabilità sui ritorni. L'avversione all'incertezza

* Aldo Montesano, Dipartimento di Economia, Università Bocconi, Milano. E-mail: aldo.montesano@unibocconi.it

così definita rende, tra l'altro, indeterminati gli equilibri di mercato, per cui molti sono i possibili prezzi di equilibrio per questi prodotti).

Spesso questi prodotti finanziari rimangono di proprietà delle società veicolo (create dalle banche emittenti e tenute normalmente fuori bilancio) per il loro collocamento, quindi sotto la responsabilità della banca di investimento che li ha emessi, e, spesso, per collocarli, la banca emittente ne garantisce il buon esito con un *credit-default swap*, per cui finisce per mantenere il rischio di credito. Però il possessore dei titoli non è garantito del tutto dal rischio di credito neppure in questo caso, per il rischio di fallimento della controparte, anche perché l'emissione dei *credit-default swaps* avviene senza la costituzione di riserve adeguate.

Un mercato efficiente richiederebbe prodotti liberamente scambiabili su mercati di borsa, con le regole di questi mercati. Quindi, tra l'altro, con compensazioni automatiche che riducono il rischio sistemico: ad esempio, se A compra da B un *credit-default swap* su un debito di E e vende uno di questi *credit-default swap* a C, l'eventuale fallimento di E può provocare il fallimento sia di A che di B (che devono onorare i loro impegni rispettivamente con C e A), mentre in presenza di scambi su un mercato di borsa, l'eventuale fallimento di E può provocare solo il fallimento di B (dal momento che permane solo l'impegno di B verso C).

2. Banche senza rischi di credito

L'innovazione finanziaria si è accompagnata con una struttura di intermediazioni che ha determinato comportamenti di *moral hazard*. Un esempio è fornito dal comportamento delle banche noto come *originate to distribute*. Le banche tendono a coprire il rischio di credito mediante la trasformazione dei crediti in titoli (*securization* o cartolarizzazione). In questo modo le banche divengono intermediari e il loro guadagno risulta pari alla differenza tra il ricavo della vendita dei titoli e la somma data in prestito alla clientela. Il rischio del credito è assunto dal compratore dei titoli. Le banche, contando di cedere i loro crediti, investono nella selezione del credito meno di quanto non farebbero se assumessero il rischio di credito, per cui generano crediti di qualità mediamente inferiore rispetto al caso di non cessione. Gli assuntori finali del credito hanno una

conoscenza molto limitata dei debitori, non sono in grado di valutare la loro affidabilità specifica e basano la valutazione sull'esperienza statistica di solvibilità per prestiti genericamente comparabili. Ad esempio, nel caso specifico dei mutui *subprime*, sono state normalmente banche locali a concedere i mutui, ad essere cioè gli *originatori* del credito. Esse hanno ceduto questi mutui ad altre banche, che a loro volta hanno impacchettato il credito dei mutui in titoli del tipo *CDO* (*Collateralized Debt Obligations*, in questo caso *Mortgage-backed Securities*), venduti *over the counter*. Gli originatori non hanno avuto incentivo a selezionare i mutuatari secondo il loro rischio specifico di insolvenza, ma solo secondo quelle caratteristiche generiche rilevabili dai successivi compratori del credito. Il comportamento sarebbe stato diverso se gli originatori fossero stati anche gli assuntori finali del rischio del credito. A loro volta le banche che hanno rilevato i mutui *subprime* per impacchettarli nei *CDO* si sono curate soltanto della valutazione data ai *CDO* dalle agenzie di *rating*, valutazione che non è dipesa dalla qualità dei mutuatari ma solo (prescindendo dalla convenienza delle agenzie di *rating* a favorire i loro clienti) da considerazioni fondate sulle statistiche storiche delle insolvenze, dalla struttura del *CDO* e dalla diversificazione del rischio prodotta dalla compresenza nel *CDO* di una molteplicità di crediti. Nelle situazioni in rapido mutamento, come è stata quella precedente la crisi, i “dati” sulle insolvenze del passato, in cui i mutui *subprime* si sono accompagnati con prezzi immobiliari in crescita, sono stati poco significativi. Inoltre, essi tenevano conto soltanto del rischio singolo di *default*, non del rischio sistemico.

Il comportamento di *moral hazard* genera inefficienze, rappresentate, nel caso in esame, da una carente selezione del credito e dalla incertezza generata dalla opacità dei titoli in cui il credito viene impacchettato.

3. Regolamentazione pro ciclica

Il terzo aspetto rilevante riguarda l'applicazione delle regole note come Basilea 2 e IAS (standard contabili internazionali), fondate sui requisiti patrimoniali delle banche (e delle imprese in genere), con

valutazioni *mark to market*. L'aspetto che desidero mettere in evidenza è l'elevata prociclicità di queste regole. Ad esempio, una banca, se ha impieghi pari a 10 volte il patrimonio, e subisce un guadagno o una perdita patrimoniale pari al 10% del patrimonio, mantiene i suoi requisiti patrimoniali accrescendo o riducendo del 10% i suoi impieghi, cioè in misura pari a 10 volte il guadagno o perdita patrimoniale. Questo effetto leva è devastante quando la crisi riduce sensibilmente i valori patrimoniali (valutati a prezzi di mercato) delle attività bancarie, perché induce un *credit crunch* notevolissimo, che tende a sua volta a deprimere ancora i valori patrimoniali, quindi con effetti moltiplicativi. Inoltre, la crisi, anziché indurre una riduzione dei requisiti patrimoniali, come sarebbe opportuno per l'economia, tende ad accrescerli, per assicurare la stabilità delle banche, aggravando così il problema. L'unica soluzione, quella di fatto adottata nel centro della crisi, è una sostanziosa ricapitalizzazione pubblica delle banche. La prociclicità sarebbe stato molto minore se l'ammontare degli impieghi bancari fosse stato controllato non attraverso i requisiti patrimoniali ma, come d'uso anteriormente agli anni '90, con lo strumento della riserva obbligatoria (tra l'altro, è più facile ridurre la quota di riserva obbligatoria in periodi di crisi che non i requisiti di capitale e, parimenti, innalzare la quota di riserva in periodi di espansione che non i requisiti di capitale).

4. Conclusioni

Anche dall'uso frequente che ho fatto di termini inglesi si può indurre che la finanza ha assunto le caratteristiche suindicate nel mondo anglosassone, ove anche è esplosa la crisi. Peraltro, nel mondo anglosassone, era cominciato il ritorno alla banca mista (culminato con l'abolizione nel 1999 del *Glass-Steagall Act*), estesosi all'Europa. Non si può non notare come su questa evoluzione abbia influito il potere delle grandi banche d'investimento americane, che non amano certo mercati organizzati e regole. L'economia di mercato richiede regole che rendano i mercati quanto più concorrenziali possibile. L'assenza delle regole di mercato genera non solo poteri monopolistici ma anche confusione e

disastri, così come li creerebbe nel traffico stradale l'abolizione dell'obbligo di tenere la destra.

Non è sufficiente aver superato la crisi finanziaria col massiccio intervento dello Stato in aiuto delle banche (soprattutto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna), ma, per evitare che si crei una nuova bolla, occorrono interventi volti a modificare i comportamenti che la favoriscono, come quelli indicati nei tre punti suindicati. Al riguardo, sebbene questi aspetti siano stati argomento di discussione e critica, nessun provvedimento significativo è stato ancora preso, né negli Stati Uniti né in Europa.