

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

1/2008

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza F. Meda n. 2/4 - c/c n. 40625



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2008

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Marco Lossani (cap. 1), Flavia Ambrosanio (cap. 2), Domenico Delli Gatti (cap. 3) e Giovanni Verga (cap. 4). Hanno collaborato: Tiziana Assenza e Giovanni Barone.

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 20 febbraio 2008.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – LA RIPRESA DOPO LA RECESSIONE	pag. 1
PARTE I – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA	pag. 3
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	3
1. Sei mesi vissuti pericolosamente	5
2. Il ciclo USA rallenta sensibilmente	6
3. La Fed tra recessione, inflazione e caduta del mercato azionario	7
4. USA 2008 vs Giappone 1990: due crisi a confronto	9
5. USA 2008 vs USA 2001: due risposte alla crisi a confronto	10
6. I paesi emergenti: pronti al <i>decoupling</i> ?	12
7. L'area EURO: prossima al <i>recoupling</i> ?	15
2 – LA FINANZA PUBBLICA	18
1. Il pre-consuntivo 2007	18
2. Le previsioni per il 2008	20
3. Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2008	21
4. La manovra per il 2008	22
5. Conclusioni	26
PARTE II - LA CRISI DEI MUTUI <i>SUBPRIME</i>	28
3 – UN'ANALISI DELLE CAUSE	28
1. Cronaca di una crisi annunciata	30
2. La sequenza degli avvenimenti	33
3. <i>Dramatis personae</i>	36
4. L'evoluzione del mercato immobiliare negli USA	37
5. L'epicentro della crisi: il <i>subprime meltdown</i> negli USA	41
6. Il meccanismo di propagazione della crisi: la cartolarizzazione dei mutui	45
7. Innovazione finanziaria e trasferimento del rischio	47
8. La manifestazione della crisi: l'evaporazione della liquidità	56
4 – LA REAZIONE DELLA FED E DELLA BCE	59
1. La gestione della politica monetaria in situazioni di crisi: la visione della Fed	59
2. Le cause della crisi secondo la Fed	61
3. La crisi e la reazione della Fed: la sequenza degli avvenimenti	63
4. Il comportamento della BCE	69

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è focalizzato su un tema – cause e implicazioni della crisi dei mutui *subprime* – sviluppato nella parte II. Questa sezione monografica segue un aggiornamento congiunturale sviluppato nella parte I.

PARTE I: ASPETTI DELLA CONGIUNTURA

1. Il quadro macroeconomico

Il primo capitolo si occupa dell'evoluzione del quadro macroeconomico internazionale, concentrandosi sull'andamento della crescita e dell'inflazione all'interno di Stati Uniti, area Euro ed emergenti. Le prospettive sono radicalmente mutate tra gli ultimi mesi del 2007 e le prime settimane dell'anno nuovo. L'accentuazione della crisi dei mutui *subprime* ha rapidamente avvicinato il ciclo USA al punto di svolta: le ultime *survey* condotte tra i previsori mostrano l'aspettativa di una recessione negli Stati Uniti con una probabilità superiore del 50%, sostenuta anche dalle crescenti difficoltà attraversate dai mercati finanziari. Contestualmente hanno iniziato a manifestarsi segnali di rallentamento anche all'interno dell'area Euro, per effetto delle interdipendenze reali e finanziarie con l'economia americana. All'interno di questo scenario le economie emergenti, in particolare quelle asiatiche, sembrano parzialmente isolate dalle conseguenze della crisi che, per la prima volta dopo molti anni, non scoppia nella periferia del sistema internazionale bensì al centro dello stesso.

L'evoluzione della congiuntura nei prossimi mesi dipenderà anche dall'efficacia delle azioni di politica economica nel frattempo realizzate. Mentre negli USA è chiaro il tentativo – da parte dell'Amministrazione Bush – di sostenere la

domanda attraverso il progressivo allentamento delle condizioni monetarie e fiscali, non altrettanto si può dire per quanto riguarda il *policy stance* che si verrà a realizzare nella regione europea. Mentre la BCE non ha ancora modificato il livello dei tassi di riferimento, non è chiaro se qualcuno dei grandi paesi europei accoglierà l'invito – del nuovo Direttore generale del FMI Strauss Kahn – a perseguire politiche fiscali meno rigorose per sostenere l'economia mondiale.

2. La finanza pubblica

I risultati di finanza pubblica per il 2007 mostrano un ulteriore miglioramento dei conti pubblici, con l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche al 2,4% del PIL, grazie soprattutto alla crescita delle entrate tributarie; anche le previsioni a legislazione vigente per il 2008 indicano un quadro di finanza pubblica più che soddisfacente. In questo contesto, il Governo ha ritenuto di orientare la politica di bilancio per il 2008 in senso espansivo, destinando parte delle maggiori risorse disponibili al finanziamento di interventi a sostegno delle fasce di popolazione più deboli e a programmi di sviluppo.

PARTE II: LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

3. Analisi delle cause

Il capitolo iniziale della seconda parte di Osservatorio Monetario è dedicato ad una dettagliata analisi della crisi dei mutui *subprime*. Diversamente da altri precedenti episodi di crisi finanziaria, la crisi dei mutui *subprime* si caratterizza per il ruolo cruciale svolto dal processo di cartolarizzazione, in questo caso dei mutui. Quest'ultimo ha infatti contribuito a creare negli anni '90 (principalmente negli USA), un nuovo tipo di rapporto tra prenditori e prestatori di fondi, caratterizzato da un mutamento radicale



nella funzione delle banche: si è passati da un modello del tipo “*origine e detenzione*” dei prestiti (*originate and hold*) a uno che può essere definito di “*origine e distribuzione*” dei prestiti stessi (*originate and distribute*). La crisi in corso sembra segnalare l’insostenibilità – almeno nelle forme sperimentate sinora – di questo nuovo modello di intermediazione creditizia.

Il capitolo si compone di 9 sezioni. La prima è una cronaca dello scoppio della crisi nell’agosto dello scorso anno e del suo sviluppo tumultuoso fino alla fine di settembre. La seconda sezione riassume la cronaca cercando di individuare i nessi di causa effetto tra i principali accadimenti. Tale sequenza serve da punto di riferimento per l’analisi svolta nella terza sezione, incentrata sull’esame dei principali protagonisti della crisi, le loro funzioni e il loro ruolo. Nella quarta sezione vengono riepilogate le caratteristiche essenziali del mercato immobiliare USA, che *de facto* costituisce il luogo in cui si è verificato lo shock che ha innescato la successiva crisi finanziaria, estesa al mercato dei mutui ipotecari e non solo. La “liquefazione” (*meltdown*) del segmento *subprime* dei mutui negli USA è oggetto dell’analisi condotta nella quinta sezione, mentre nella sesta sezione analizziamo il meccanismo di propagazione internazionale della crisi che passa proprio attraverso la cartolarizzazione dei mutui. Nella settima sezione ci allontaniamo dalla descrizione dei fatti della crisi per svolgere una digressione sui nessi esistenti tra innovazione finanziaria, cartolarizzazione e trasferimento del rischio di credito, giungendo alla conclusione secondo cui questi fenomeni hanno radicalmente cambiato il panorama dei mercati finanziari negli ultimi dieci anni e anche il contesto di riferimento della politica monetaria. L’ottava sezione è dedicata alla manifestazione più plateale della crisi, ossia l’evaporazione della liquidità sui mercati finanziari e la correlata stretta creditizia.

Si enucleano inoltre le principali tendenze attuali e si congetturano gli sviluppi futuri, con riferimento anche ai diffusi timori di crisi bancaria. Nella nona sezione descriviamo e discutiamo in dettaglio il modo in cui le autorità monetarie hanno reagito alla crisi e interpretato il ruolo di prestatori di ultima istanza e tutori-regolatori dei mercati finanziari.

4. La reazione della Fed e della BCE.

L’analisi della crisi dei mutui *subprime* si conclude esaminando i comportamenti seguiti dalla Fed e dalla BCE, concentrandosi in particolare sull’esame del cambiamento di strategia e di procedure operative posto in essere dalla Banca Centrale americana. E’ opinione della Fed che, davanti all’eccezionalità delle crisi finanziarie, l’atteggiamento corretto che la Banca Centrale debba essere completamente diverso da quello tenuto in tempi “normali”. In occasione di una crisi finanziaria le azioni della Banca Centrale devono infatti essere *rapide, decise* e sufficientemente *elastiche*. L’applicazione di una clausola di salvaguardia rende ammissibili sia operazioni condotte con un’ottica di breve e brevissimo periodo che il ricorso a strumenti *ad hoc*. Tuttavia, l’eccezionalità degli interventi – giustificata dai rischi indotti dallo scoppio della crisi – non deve far perdere di vista alla Banca Centrale i suoi obiettivi finali. La politica monetaria ancorché decisamente espansiva non deve generare aspettative inflazionistiche, che aggiungerebbero ulteriore disordine e incertezza agli elementi negativi già presenti. A tal fine diventano ancora più importanti le tecniche di comunicazione utilizzate dalla Banca Centrale.

INTRODUZIONE

LA RIPRESA DOPO LA RECESSIONE[♦]

La recessione americana ed il rallentamento dell'economia globale, Eurozona compresa, rappresentano la logica conseguenza della precedente crescita accelerata e dei suoi squilibri, affrontati con l'unico strumento, solo in parte efficiente, della politica monetaria. Si poteva far meglio, già negli anni scorsi, quando tensioni e squilibri si accumulavano, ed avrebbero potuto essere corretti in altro modo. Ma ricordiamo anzitutto le tendenze e le politiche che sono all'origine degli attuali problemi.

Negli anni scorsi, la crescita accelerata dell'economia mondiale si è accompagnata ad un forte aumento dei prezzi dell'energia (petrolio, gas, carbone) e dei prezzi degli alimentari (in parte perché vi sono prodotti agricoli coltivati per produrre energia). Questi aumenti dei prezzi hanno ridotto il reddito disponibile dei consumatori. Le principali Banche centrali hanno inoltre reagito a quell'aumento dei prezzi alzando i tassi di interesse e ciò ha ulteriormente ridotto il reddito dei consumatori, al netto degli interessi passivi, oltre che aumentare il costo del capitale per le imprese. Direttamente e indirettamente il rallentamento dell'economia era dunque non solo prevedibile, ma conseguenza attesa delle politiche perseguite. Soprattutto negli Stati Uniti, la politica monetaria restrittiva voleva impedire un'accelerazione dell'inflazione domestica e moderando la crescita della domanda mirava anche a ridurre lo squilibrio dei conti con l'estero, che avrebbe altrimenti indebolito troppo il dollaro. L'elemento imprevisto che ha determinato un rallentamento dell'economia più pronunciato,

ulteriormente riducendo la propensione alla spesa di famiglie e imprese, è stata la crisi finanziaria che si è manifestata a partire dall'agosto 2007. Direttamente per le perdite che si sono così registrate e indirettamente per l'aumentata avversione al rischio che ne è derivata, la crisi finanziaria ha "impoverito" molti e ridotto la disponibilità di credito per tanti altri. Il pessimismo di alcuni è diventata la perdita di molti. Il tutto ha quindi ridotto la domanda di consumatori e imprese che già era diminuita per la perdita di potere d'acquisto dovuta agli aumentati prezzi delle materie prime, energetiche e non.

La recessione dovuta alla riduzione della domanda aggregata serve a moderare l'inflazione e gli squilibri dei conti con l'estero, dopo di che le politiche macroeconomiche tornano espansive ed inizia la ripresa. E' quanto abbiamo già visto tante volte in passato, perché questa non è la prima, né sarà l'ultima, recessione.

Le questioni che ancora merita studiare sono però importanti, e nuove. Ricordiamo le tre principali.

- 1) In una economia globale, operano meccanismi che amplificano o che compensano gli effetti della recessione di alcuni paesi?
- 2) La successiva ripresa incontrerà presto gli stessi limiti che hanno portato all'odierna recessione?
- 3) Anche in futuro la politica monetaria continuerà ad operare principalmente attraverso le variazioni, positive o negative, dei prezzi delle attività patrimoniali (azioni, immobili,) e quindi della ricchezza privata?

Dalle risposte a queste domande avremo non solo degli utili indizi su intensità ed estensione della recessione USA, ma anche sulla prevedibile capacità che il rallentamento dell'economia mondiale ha di contribuire a correggere i problemi che sono alla sua origine. L'aumento dei tassi di

[♦] A cura di Giacomo Vaciago.



interesse degli anni scorsi se è servito a “bucare” la bolla immobiliare (e a ridimensionare il boom in parte fraudolento della finanza globale) non ha però reso meno necessaria, anzi, una politica energetica che serva a conciliare i nostri elevati consumi con quelli in rapido aumento dei paesi emergenti.

Dal punto di vista della stabilità macroeconomica,

resta invece da capire se dobbiamo continuare a contare solo sulla politica monetaria della Fed, che negli ultimi quindici anni ha garantito la stabilità monetaria, ma tollerando una serie di “bolle” che hanno di volta in volta arricchito e poi impoverito tanta gente. L’attuale ritorno a tassi di interesse reali negativi è la premessa di una nuova futura “bolla”?

ASPETTI DELLA CONGIUNTURA

1. IL QUADRO MACROECONOMICO ♦

La congiuntura internazionale è dominata dall'incipiente recessione americana, dalle interazioni tra questa e la consistente flessione conosciuta dai principali mercati azionari internazionali e dalla possibilità che attraverso i canali reali e finanziari l'attuale fase ciclica statunitense possa velocemente trasmettersi al resto del mondo provocando un deciso rallentamento dell'economia mondiale. Al momento l'andamento dei mercati finanziari è caratterizzato da una notevole volatilità lungo un trend ribassista, manifestatosi a partire dalla fine dello scorso ottobre. Dopo l'improvvisa e inaspettata riduzione dei tassi praticata dalla Fed Martedì 22 Gennaio – che ha fatto seguito ad una pesante caduta delle borse europee ed asiatiche registratasi Lunedì 21, con flessioni superiori ovunque al 5% (con la sola eccezione della piazza giapponese), e al diffondersi di notizie preoccupanti sulla condizione dei *monoline insurers* – si sono avute sedute caratterizzate da notevole volatilità anche dopo l'ulteriore taglio di 50 bps deciso dalla Banca Centrale USA Mercoledì 30 Gennaio. Una nuova pesante flessione è stata registrata sulle principali piazze europee il 5 Febbraio – all'indomani della pubblicazione del dato relativo all'indice di fiducia dei responsabili degli uffici acquisti del comparto dei servizi USA – e il 7 Febbraio, in occasione della mancata riduzione dei tassi di interesse da parte della BCE.

Il rapido avvicinamento al punto di svolta – le ultime *survey* condotte tra i previsori mostrano l'aspettativa di una recessione negli Stati Uniti

con una probabilità superiore del 50% – pone una serie di quesiti e solleva numerosi raffronti tra l'attuale momento di crisi e quelli vissuti negli ultimi decenni. Le principali analogie e differenze sono così sintetizzabili.

L'epicentro si trova ancora una volta negli USA, come già avvenuto in occasione della crisi del 2001–2002 prodottasi al termine della *New Economy bubble*.

La crisi origina non dal mercato azionario bensì dal mercato immobiliare USA e si trasmette al resto dell'economia a causa dell'utilizzo – secondo alcuni commentatori troppo disinvolto – di strumenti finanziari complessi e poco trasparenti che hanno trovato ampia diffusione presso soggetti inconsapevoli della loro effettiva rischiosità (quali CDS, CDO, RMBS; ma su questo punto e più in generale sulle cause e implicazioni della crisi dei *mutui sub-prime* si rimanda alla seconda parte di Osservatorio).

Ci troviamo di fronte alla prima “crisi bancaria” che coinvolge istituzioni non propriamente e non esclusivamente bancarie. La complessità e la diffusione degli strumenti utilizzati – che complica notevolmente gli interventi condotti dalle stesse banche centrali per fornire un aiuto diretto alle istituzioni in crisi – rende ancora più difficile la previsione di ciò che potrà accadere nei prossimi trimestri, sia per l'entità dei possibili *write-offs* che per il manifestarsi di consistenti effetti contagio sui mercati finanziari internazionali.

I mercati europei sembrano quasi inevitabilmente destinati a seguire abbastanza da vicino il ciclo americano, dando luogo a un vero e proprio *recoupling*, come conseguenza delle interdipendenze reali e finanziarie – i cui effetti potranno essere accentuati da una politica monetaria molto attenta a contrastare una decisa accelerazione della crescita dei prezzi nella regione europea.

♦ A cura di Marco Lossani.

I mercati emergenti si trovano invece a vivere una condizione radicalmente nuova rispetto a quella vissuta in occasione delle ultime crisi: anziché essere l'epicentro di una crisi che si sviluppa al loro interno e si diffonde verso i paesi maggiormente industrializzati (come in occasione della crisi asiatica del 1997-98), subiscono le conseguenze di una crisi nata al centro del sistema internazionale. Nell'opinione di alcuni la loro crescita sarebbe sufficientemente robusta da metterli nella condizione di sopportare la crisi, riuscendo addirittura ad attenuarne la diffusione internazionale attraverso la realizzazione del cosiddetto *decoupling*. Secondo l'interpretazione più pessimista anche gli emergenti sarebbero invece destinati a seguire l'area Euro in una fase di rallentamento (anche se meno intenso).

Il coordinamento tra le principali Banche Centrali procede a intermittenza. Dopo aver letteralmente inondato i mercati di liquidità nel mese di dicembre con una serie di interventi concertati (attraverso lo svolgimento di operazioni di rifinanziamento con scadenze più lunghe rispetto a quelle normalmente realizzate) e orientati a risolvere la situazione di crisi sul mercato interbancario, le Banche Centrali dei principali paesi industrializzati hanno ripreso ad agire isolatamente. Dopo il duplice intervento della Fed alla fine di gennaio, nessuna delle Banche Centrali dei principali paesi industrializzati – tranne la Bank of England agli inizi di febbraio – ha preso provvedimenti. Si sta profilando uno scenario in cui la BCE sembra per lo più concentrata sull'obiettivo della stabilità monetaria, mantenendo uno *stance* volto al controllo dell'inflazione, mentre la Fed sembra aver temporaneamente rinunciato a perseguire il mantenimento della stabilità monetaria. Taluni hanno addirittura adombrato la possibilità che la Fed stia *de facto*

perseguendo un obiettivo di stabilità finanziaria, e che così facendo si stia progressivamente e velocemente avvicinando a una “trappola da aspettative” in cui – per contenere ulteriori crolli dei mercati finanziari – si trova costretta ad assecondare quasi passivamente le attese degli operatori dei mercati finanziari. Qualora questo fosse il caso ne discenderebbero conseguenze negative sia di breve che di lungo termine: una politica di accondiscendenza monetaria può infatti comportare il rischio di un aumento (in tempi brevi) dell'inflazione attesa, contribuendo ad indebolire il dollaro. D'altro canto l'esercizio *in continuum* di un *Bernanke put* potrebbe condurre entro tempi relativamente lunghi a reflazionare una nuova bolla con possibile nuova futura crisi¹.

Il combinato disposto del rallentamento dell'economia reale, della crisi finanziaria e della crescente incertezza negli USA unitamente alle tensioni dal lato dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari ha portato i principali previsori a rivedere al ribasso le proprie stime di crescita e al rialzo quelle di inflazione.

TAB. 1: Previsioni tassi di crescita del PIL

	IMF Aprile '07E	IMF Ottobre '07	IMF Gennaio '08
Mondo	4,9	4,4	4,1
USA	2,2	1,9	1,5
Area Euro	2,6	2,1	1,6
Giappone	1,9	1,7	1,5
Ec. Emergenti	7,8	7,1	6,9
Cina	11,4	10,0	10,0

Fonte: IMF, World Economic Outlook e aggiornamento on-line.

¹ Per una visione meno critica e più fiduciosa sulle capacità della Fed di gestire la crisi contenendone le conseguenze negative si rinvia al Cap.4.

La TAB. 1 mostra di quanto il FMI abbia modificato le proprie previsioni di crescita per il 2008 rispetto alle stime formulate nel mese di Ottobre dello scorso anno, che a loro volta incorporavano una riduzione rispetto allo scenario previsivo elaborato nello scorso mese di aprile.

L'economia USA passa da una crescita prevista del 2,2% a una dell'1,5%. La probabile diffusione su scala internazionale del rallentamento americano comporterà una minor crescita globale, che dovrebbe attestarsi al 4,1% (anziché l'originario 4,9% di aprile), per effetto di una decisa contrazione dello sviluppo dell'area Euro (dal 2,6% all'1,6%) e dell'area emergente (dal 7,8% al 6,9%). All'interno del gruppo degli emergenti gli effetti non saranno uniformi. I paesi asiatici registreranno un incremento medio del prodotto pari all'8,6% (1 punto percentuale in meno rispetto alle stime di aprile scorso), mentre la Cina rallenterà dall'11,4% al 10%; contestualmente l'America Latina passerà da una crescita del 5,4% a una del 4,3%. Inoltre, lo stesso FMI ha sottolineato come la tendenza al rallentamento andrà intensificandosi nel corso dell'anno. I tassi di variazione tendenziali calcolati nell'ultimo trimestre dell'anno mostrano infatti una crescita USA nell'ultimo trimestre pari allo 0,8%, di gran lunga inferiore al tasso medio annuo di crescita previsto per il 2008 e in grado di annullare qualsiasi effetto (positivo) di trascinamento per l'anno 2009. Indicazioni analoghe emergono dall'analisi dell'andamento del Pil su base trimestrale nell'area Euro e in Giappone.

Contestualmente l'inflazione (FIG. 1) – sostenuta dai maggiori prezzi delle materie prime energetiche e alimentari che continuano a essere fortemente influenzati dalla domanda

proveniente dalle regioni emergenti, soprattutto asiatiche – ha ripreso a crescere pressoché ovunque. All'interno delle economie avanzate i livelli più elevati sono stati raggiunti negli USA; nel gruppo dei paesi emergenti è invece la Cina a registrare i tassi di inflazione al consumo più consistenti.

FIG. 1: Tassi di inflazione al consumo (variazioni tendenziali)



Fonte: BLS.

1. Sei mesi vissuti pericolosamente

La crisi finanziaria inizia in modo inequivocabile all'inizio dello scorso mese di agosto con la pubblicazione di ulteriori dati decisamente negativi riguardanti il mercato immobiliare USA², ma soprattutto con l'annuncio delle ingenti perdite registrate da diverse istituzioni bancarie e finanziarie sul mercato dei mutui *sub-prime*. In quel momento l'economia reale godeva ancora di (apparente) buona salute. Peraltro, ancora nel terzo trimestre l'espansione dell'economia USA proseguiva su ritmi elevati (+4,9% su base annualizzata) grazie alla dinamica degli investimenti fissi delle imprese (+9,3%) e soprattutto delle esportazioni (+19,1%). L'unica voce in decisa flessione era

² Per un approfondimento dell'evoluzione della situazione del mercato immobiliare si rinvia al capitolo successivo.

quella degli investimenti residenziali (- 20,5%), mentre i consumi rimanevano ancora su di un trend positivo (+2,8%). La decisa frenata registrata dall'economia reale si manifesta solo nell'ultimo trimestre dell'anno. Il segnale negativo che innesca una serie di reazioni a catena è costituito dall'andamento delle vendite al dettaglio nei mesi di novembre (- 1,1%) e dicembre (- 0,4%). Nelle settimane successive una lunga serie di *soft-data* – come l'indice ISM e diversi indicatori di fiducia dei consumatori – e *hard-data* registrano ulteriori preoccupanti flessioni.

Che cosa è accaduto nei 6 mesi di tempo che intercorrono tra lo scoppio della crisi *sub-prime* e la diffusione di timori consolidati di recessione? Con il senno di poi sembra che i mercati abbiano vissuto pericolosamente senza voler rendersi conto di ciò che stava nel frattempo realizzandosi. A dimostrazione di tale linea interpretativa vi è il dato riguardante gli utili (non solo delle banche) dell'ultimo trimestre 2007, che quando viene pubblicato risulta totalmente incoerente con le valutazioni implicite contenute nelle quotazioni del mercato azionario. Mentre il mercato si aspettava nel IV trimestre 2007 un aumento degli utili dell'11,0% (su base annualizzata), le statistiche mostrano un calo effettivo del 9,4%. Dietro tale divergenza vi sono le perdite generate dal *credit-squeeze* e/o dalle conseguenze della crisi del *sub-prime* ben maggiori di quelle attese o stimate dalla maggior parte degli operatori. Per di più, considerando che la dimensione assunta dalla quota dei profitti sul Pil USA risulta massima su un orizzonte temporale di 40 anni (avendo toccato un livello addirittura superiore a quello raggiunto durante la *New Economy bubble*), ne discendono ulteriori considerazioni negative non solo per il mantenimento dei profitti su questi livelli, ma

anche e soprattutto per quanto riguarda la sostenibilità delle attuali quotazioni del mercato azionario (benché già minori rispetto ai livelli della scorsa estate).

2. Il ciclo USA rallenta sensibilmente

Come in occasione dell'ultima recessione l'inizio della crisi dell'economia reale USA coincide – come appena ricordato – con la pubblicazione dei dati riguardanti le vendite al dettaglio, calate sia in novembre che in dicembre. Contemporaneamente anche l'andamento dell'occupazione conosce una battuta d'arresto dopo aver registrato continui incrementi a partire dal 2003. Tuttavia, la conferma definitiva della brusca decelerazione attualmente in corso si ha con la pubblicazione – alla fine di gennaio – della prima stima relativa all'andamento del Pil nell'ultimo trimestre (TAB. 2).

TAB. 2: USA: tassi di variazione congiunturale annualizzata del PIL e delle sue componenti

	II-07	III-07	IV-07
PIL	3,8	4,9	0,6
Consumi	1,4	2,8	2,0
Invest. Non resid.	11,0	9,3	- 2,6
Invest. residenziali	- 11,8	- 20,5	- 23,9
Spesa pubblica	4,1	3,8	2,6
Esportazioni	7,5	19,1	3,9
Importazioni	- 2,7	4,4	0,3

Fonte: Bureau of Labor Statistics.

A fronte di un'aspettativa di crescita pari all'1,2%, si manifesta una crescita effettiva pari solo allo 0,6%, che costituisce il peggiore risultato degli ultimi 5 anni. Il *down-side risk* per la crescita viene ad essere notevolmente accentuato e con esso aumenta anche la probabilità di un vero e proprio *hard landing*. Sul risultato pesa non solo il continuo crollo degli investimenti fissi residenziali (- 23,5% su

base congiunturale annualizzata) – che da soli contribuiscono negativamente alla dinamica del prodotto per 1,2 punti percentuali – ma anche il rallentamento della dinamica delle esportazioni (3,9%), la caduta degli investimenti fissi non residenziali (- 2,6%) e l'andamento delle scorte. Tali tendenze negative sono per il momento controbilanciate dai consumi (+2%), in particolare da quelli di beni durevoli (+4,2%).

Lo scenario negativo per il prossimo futuro trova supporto in una serie di ulteriori dati che vengono diramati tra la fine di gennaio e i primi giorni di febbraio. A gennaio il numero di senza lavoro (*jobless claims*) conosce il più forte aumento degli ultimi 10 anni. Un mercato del lavoro in crescente debolezza viene confermato anche dal dato del tasso di disoccupazione (pari al 5,0% dopo aver toccato il 4,4% in Marzo), che aggrega in un'unica statistica una situazione difforme tra i settori: il deterioramento della situazione occupazionale è infatti decisamente maggiore nel settore dell'edilizia e dei servizi finanziari. L'indice ISM del settore dei servizi mostra una fortissima riduzione delle attività (per la prima volta in 5 anni), passando da 54,4 a dicembre a 41,9 in gennaio, raggiungendo un livello di gran lunga inferiore alle attese. Analogamente anche l'indice ISM del manifatturiero conosce in gennaio un deciso calo, a seguito della pessima dinamica conosciuta dalla produzione manifatturiera. Infine, un elemento assai importante in chiave negativa è rappresentato dalle crescenti incertezze fronteggiate dall'attività di consumo che – come più volte ricordato – ha sinora mostrato una sostanziale tenuta. L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dal Conference Board a gennaio conosce una flessione (da 90,6 a 87,9), anche se inferiore a quella attesa, riconducibile alle crescenti preoccupazioni espresse per l'andamento sia

dell'occupazione che delle retribuzioni – erose in termini reali dalla ripresa dell'inflazione – che vanno ad aggiungersi agli effetti ricchezza negativi indotti dalla caduta dei prezzi degli immobili. Le anticipazioni relative all'analogo indice di fiducia elaborato dall'Università del Michigan per il mese di febbraio mostrano una flessione ancora più marcata (da 78,4 a 69,6 tra gennaio e febbraio). Nel frattempo le vendite al dettaglio hanno registrato un lieve incremento (+0,3% in gennaio) – successivo alla flessione di dicembre (-0,4%) – in buona parte generato dall'aumento dei prezzi della benzina.

3. La Fed tra recessione, inflazione e caduta del mercato azionario

Nel complesso il quadro congiunturale USA è tale da provocare diffuse aspettative di recessione che – nell'opinione degli analisti più pessimisti come Nouriel Roubini – sarà più lunga e più intensa sia di quella del 1990–91 che di quella del 2001. Contemporaneamente si manifestano crescenti pressioni al rialzo dell'inflazione, valutata sia in termini *core* che *headline*: la *core inflation* si è attestata al 2,7% (+2,0% nel III trimestre), mentre l'inflazione *headline* ha superato la barriera del 4%. Tutto ciò all'interno di un contesto dominato da crescenti fenomeni di instabilità finanziaria. Il compito della politica monetaria diventa quindi particolarmente difficile, soprattutto considerando i noti *trade-off* che sussistono tra stabilità monetaria, stabilità finanziaria e mantenimento di un adeguato livello di attività economica. Mentre il perseguimento della prima richiederebbe una politica monetaria guardinga, il raggiungimento degli altri due obiettivi implica invece una gestione attiva dello strumento monetario. E' all'interno di questa cornice logica che vanno quindi considerate le



più recenti decisioni della Fed e le reazioni da esse innescate.

A tale proposito può essere istruttivo considerare quanto accaduto nell'ultima decade di gennaio. A seguito del provvedimento del 22 Gennaio a mercati chiusi, si è rapidamente diffusa tra gli addetti ai lavori la preoccupazione che tale decisione fosse il segnale dell'esistenza di una serie di dati particolarmente preoccupanti, a disposizione della Fed grazie a canali informativi privilegiati, riguardanti la presunta insolvenza di alcuni operatori finanziari. A rafforzare ulteriormente questa preoccupazione vi è stato anche chi ha ricordato alcuni dei risultati conseguiti dal Bernanke accademico nel corso della sua attività di ricerca scientifica quali:

- il ruolo giocato, in occasione della grande depressione, dalla condizione di fallimento in cui si trovava l'intero sistema bancario e dall'interazione perversa – descritta nei modelli di “acceleratore finanziario” – tra minor valore degli *assets* usati come collaterale, riduzione dell'attività di prestito bancario e peggioramento della fase ciclica che aveva condotto a una ulteriore riduzione del valore del collaterale con conseguente ulteriore contrazione dei prestiti e inasprimento della recessione stessa;
- l'effetto sulle quotazioni del mercato azionario di una riduzione a sorpresa di 25 punti base, stimato da Bernanke in ragione di un incremento compreso tra lo 0,75% e l'1,5%.

Il combinato disposto di questi elementi ha portato molti operatori a ritenere che la situazione dei mercati finanziari fosse ancora più preoccupante di quanto visibile dai dati

disponibili e che il mercato azionario fosse caduto meno di quanto sarebbe avvenuto in assenza di un intervento così deciso da parte dell'autorità monetaria. Nell'opinione di molti analisti tutto ciò segnalava un atteggiamento della Fed decisamente improntato alla stabilizzazione dei mercati finanziari.

Tuttavia nell'arco di pochi giorni venivano diffuse una serie di cattive notizie – riguardanti l'occupazione, le vendite al dettaglio, la produzione industriale, l'edilizia residenziale, l'attività nel comparto dei servizi – culminate nella pubblicazione delle prime stime relative all'andamento del Pil USA nel IV trimestre del 2007, che confermavano il netto deterioramento della congiuntura reale e che davano spazio a una diversa chiave di lettura delle decisioni prese dalla Banca Centrale USA: quella fondata sulla stabilizzazione dell'occupazione e del reddito.

A nostro parere è opportuno sposare una visione più pragmatica e meno incentrata su interpretazioni più o meno vicine alla dottrina delle diverse scuole, sottolineando un fondamentale aspetto della politica monetaria USA: quello rappresentato dalla decisa accelerazione impressa alla manovra espansiva di politica monetaria, iniziata lo scorso mese di agosto, a seguito della percezione di un crescente *downside risk* per la crescita (dovuto alla compresenza di elementi di fragilità finanziaria e reale). Tre sono gli aspetti più importanti della svolta. Il primo di carattere meramente quantitativo: da fine ottobre a oggi il tasso sui Fed Funds è stato portato dal 4,5% al 3,0% (mentre il tasso di sconto è stato diminuito dal 5% al 3,5%) con un taglio di ben 125 bps in soli 8 giorni. Il secondo riguardante la modalità davvero insolita con cui la Fed ha agito il 22 Gennaio: riduzione di 75 punti base a mercati

chiusi e fuori dalla tradizionale riunione del FOMC (decisione che a tutt'oggi costituisce il maggior taglio praticato dalla Banca Centrale USA dal 1982, quando venne inaugurata la politica incentrata sul controllo del tasso sui Fed Funds). Il terzo – meno evidente, ma non per questo meno importante – riguarda il crescente consenso all'interno del FOMC a supporto di una riduzione dei tassi. Ancora a settembre erano molti i membri del FOMC che esprimevano dubbi sull'opportunità di tale manovra. A fine gennaio, erano invece ben 11 (su 12) i membri del FOMC favorevoli a tale decisione, dando così sostegno alla tesi secondo cui la Banca Centrale avrebbe ormai posto in second'ordine l'obiettivo della stabilità monetaria, nonostante l'accelerazione conosciuta dall'inflazione. Un atteggiamento che sembra destinato a essere mantenuto anche nella prossima riunione del FOMC prevista per gli inizi di marzo.

4. USA 2008 vs Giappone 1990: due crisi a confronto

Ai tempi dello scoppio della *New Economy bubble* erano state sottolineate le possibili analogie tra la crisi americana e quella giapponese di fine anni '80. In questi giorni l'esercizio di comparazione è stato ripreso, sostenuto dal fatto che l'odierna crisi americana appare più simile a quella giapponese di quanto non fosse 7 anni orsono. Oggi infatti – come nel Giappone della fine anni '80 – ci si trova di fronte a una crisi che nasce nel mercato immobiliare e coinvolge pesantemente gli intermediari finanziari (bancari e non).

Quali sono le indicazioni che si possono trarre da questo primo esercizio di comparazione?

In primo luogo l'esperienza giapponese insegna che l'entità dei *bad loans* e dei *write-offs* che il sistema bancario USA dovrà contabilizzare

crescerà notevolmente nel corso del tempo, esacerbando i problemi e intensificando le eventuali contromisure da prendere. Per dare un ordine di grandezza basterà ricordare che all'inizio dello scoppio della crisi in Giappone le stime sui *bad loans* in carico alle banche nipponiche erano di 8.000 mld. di Yen: dieci anni dopo il dato era stato rivisto a 2.000 mld. di Yen (un livello 25 volte più elevato di quello originariamente previsto!).

In secondo luogo, una politica monetaria attiva è più che mai necessaria fin da subito. Il caso giapponese mostra come il mancato allentamento delle condizioni monetarie, proseguito per almeno un anno e mezzo dopo lo scoppio della bolla immobiliare, abbia prodotto più danni che benefici ai bilanci delle banche con pesanti implicazioni di carattere macroeconomico. Il netto deterioramento dei bilanci delle banche e di altri intermediari americani giustifica quindi il massiccio intervento posto in essere dalla Fed. Su questo punto vale la pena ricordare che lo stesso Bernanke ha già assunto una posizione esplicita in occasione della crisi USA del 2001 quando – in qualità di membro del Board of Governors – aveva più volte sostenuto la assoluta necessità di una radicale nonché tempestiva riduzione dei tassi per evitare una fase deflattiva che avrebbe amplificato gli effetti negativi del cosiddetto “acceleratore finanziario”. La successione di tagli ai tassi di interesse praticata dalla Fed va quindi nella direzione giusta per consentire alle banche di riprendere a svolgere con profitto la loro attività di intermediazione: indebitandosi a breve e prestando a lungo termine, una curva dei rendimenti decisamente inclinata può solo apportare benefici ai loro bilanci, favorendo il recupero del canale di trasmissione bancario della politica monetaria (che invece nel caso giapponese è rimasto bloccato per più di 10

anni). Un obiettivo più che mai importante soprattutto considerando che le condizioni più restrittive che regolano i prestiti bancari concessi sia alle famiglie che alle imprese si stanno applicando non solo al settore immobiliare ma anche ad altri comparti del sistema economico USA generando così una diffusione del *credit crunch*³ e dei suoi effetti negativi.

In terzo luogo, anche scontando uno scenario favorevole che preveda la realizzazione di un *soft-landing* nel corso dei prossimi trimestri, l'assorbimento degli eccessi accumulatisi in questi anni (quali ad esempio quelli nel settore immobiliare) richiederà parecchio tempo e inciderà negativamente sulle performance di crescita negli anni a venire. Ancora una volta il caso giapponese è emblematico, come mostrato dalla netta riduzione delle performance di crescita manifestatesi nel corso degli anni '90 (e non solo).

5. USA 2008 vs USA 2001: due risposte alla crisi a confronto

Lo svolgimento di un esercizio di comparazione con la crisi americana del 2001 può essere altrettanto utile. Senza entrare nel merito delle (sostanziali e numerose) differenze, un'analogia tra i due episodi di crisi merita di essere considerata: quella *prima facie* rappresentata dalle contromisure di *policy*. In entrambi i casi sono infatti stati realizzati interventi incentrati su una riduzione dei tassi di interesse e sull'adozione di un pacchetto di aiuti fiscali, ancorché temporanei.

³ L'ultima *survey* condotta dalla Fed riporta che un terzo delle banche USA ha dichiarato di aver notevolmente ristretto le condizioni per la concessione di credito nel corso del periodo novembre – gennaio, mentre oltre la metà delle banche ha ammesso di aver ampliato lo *spread* tra i tassi attivi e passivi.

Se le risposte di politica economica alla crisi sono state le stesse è lecito attendersi che le stesse misure producano analoga efficacia. Dopo tutto la crisi del 2001 si è associata ad una recessione breve e poco profonda, che secondo diversi analisti trova ragione anche nel *policy mix* posto in essere a partire dal gennaio 2001. Se l'analogia valesse sino in fondo dovremmo quindi attenderci una risoluzione abbastanza rapida degli attuali problemi. In realtà, tale conclusione è tutt'altro che scontata. In primo luogo perché non è chiaro sino a che punto potrà spingersi l'attivismo monetario⁴. In seconda battuta perché non è affatto garantito che il pacchetto di aiuti fiscali sia in grado di sostenere efficacemente la domanda finale americana.

Sul primo punto è necessario ricordare che Greenspan diede l'avvio alla riduzione aggressiva dei tassi il 3 gennaio 2001, con un taglio di 50 bps, e proseguì per tutto il 2001 con altri 10 interventi! A distanza di 12 mesi i tassi sui Fed Funds passarono dal 6% all'1,75% (11 dicembre 2001). Contestualmente il tasso di cambio del dollaro era quotato 0,94% contro l'Euro, la quotazione del barile di petrolio era inferiore ai 30 dollari e l'inflazione al consumo si attestava attorno al 3,4% (quella *core* era pari al 2,5%). La quasi totale assenza di rischi di inflazione (sia domestica che importata) consentì a Greenspan di ridurre nuovamente i tassi che nel giugno 2003 avevano raggiunto l'1,0% – un livello definito da molti analisti (tra cui lo stesso IMF) prossimo a quello di trappola della liquidità.

Al giorno d'oggi la situazione appare diversa. Non solo perché il livello da cui è iniziata la discesa dei tassi è inferiore, ma soprattutto

⁴ Il mercato sta attualmente scontando una ulteriore discesa dei tassi: la curva dei tassi *forward* esprime infatti attese di un nuovo taglio di 25 bps del tasso sui Fed Funds per la prossima riunione FOMC di marzo e il raggiungimento del 2,25% per la fine del 2008.

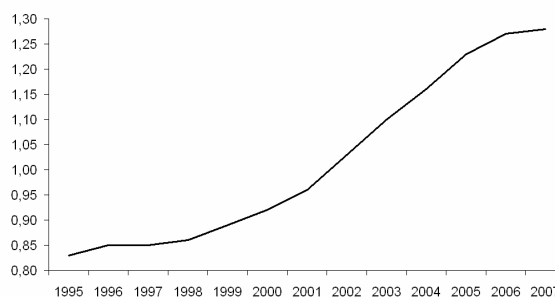
perché è differente il contesto relativo alla dinamica dei prezzi e in modo particolare del tasso di cambio. La vera differenza non è costituita dall'andamento della *core inflation* – che in dicembre ha toccato il 2,4% – quanto dalla *headline inflation* che nello stesso mese ha toccato il 4,1%, a seguito della elevata quotazione raggiunta dalle materie prime energetiche e alimentari. Contestualmente il dollaro è ormai stabilmente su quotazioni attorno/superiori a 1,45 rispetto all'Euro e in prospettiva – considerando sia l'andamento dei tassi sulle due sponde dell'Atlantico che lo stato delle partite correnti americane – potrebbe ulteriormente indebolirsi. Nel complesso dunque la riduzione dei tassi – ancorché necessaria – appare potenzialmente ostacolata da eventuali recrudescenze inflazionistiche, per lo più attraverso il canale estero.

E' pur vero che gli stessi falchi presenti nel *Board of Governors* sembrano più accondiscendenti che in passato. Tuttavia non è da escludere la possibilità che tornino ad assumere un atteggiamento più intransigente qualora la dinamica dei prezzi e delle aspettative inflazionistiche assumesse una maggiore intensità. Al momento attuale le aspettative inflazionistiche non hanno ancora reagito. I tassi a lunga sono infatti (fine gennaio) decisamente più bassi (3,6%) di settembre (5,0%) quando la serie di riduzioni dei tassi è stata avviata⁵. Tuttavia è necessario sottolineare nuovamente la possibilità che il ciclo ribassista dei tassi possa favorire un ulteriore indebolimento del dollaro, contribuendo in tal modo non solo alla crescita dei prezzi alle importazioni (aumentati in gennaio dell'1,7 su base congiunturale e del 13,7% in termini tendenziali) ma anche ad

aumentare le attese di maggiori prezzi futuri. Nel complesso la possibilità di mantenere nel corso dei prossimi trimestri lo *stance* accomodante di politica monetaria dipenderà quindi da un vasto insieme di fattori. Qualora la riduzione dei tassi diventasse impraticabile per uno dei motivi sopra ricordati il tentativo di stabilizzazione del ciclo reale subirebbe una battuta d'arresto.

A parziale sostegno della stabilizzazione del ciclo è in corso di definizione un pacchetto di aiuti fiscali – riconducibili a tagli temporanei alle tasse di un ammontare pari a 150 mld. di dollari, equivalente a poco più dell'1% del Pil – che dovrebbe consentire un sostegno ai redditi delle famiglie in maggiore difficoltà sul fronte del pagamento dei mutui, contribuendo a moderare la caduta di domanda aggregata. Anche in questo caso emergono delle differenze non piccole – con quanto a suo tempo realizzato dalla Amministrazione Bush nel corso della precedente crisi – che sollevano qualche dubbio sulla concreta efficacia di tali misure. Due sono le principali differenze. La prima riguarda lo stato dell'indebitamento delle famiglie americane, che al giorno d'oggi è ancora superiore (FIG.2) al già elevato livello raggiunto alla fine della *New Economy bubble*.

FIG. 2 Indebitamento delle famiglie USA, 1995-2007 (quota del reddito disponibile)



Fonte: BLS.

⁵ Una situazione ben diversa da quella di 7 anni prima quando i tassi a lunga dopo circa 5 mesi di interventi erano lievemente saliti (dal 5% al 5,2%).

La maggiore esposizione debitoria aumenta le probabilità che il *tax-rebate* venga utilizzato non per sostenere la spesa ma per rimborsare i debiti pregressi, vanificando le ricadute positive a livello macro per quanto concerne la domanda aggregata. La seconda differenza è rappresentata dallo stato della finanza pubblica. Nel 2001 Bush aveva ereditato dall'Amministrazione Clinton un surplus di bilancio pari a 2 punti percentuali del Pil che consentiva ampia discrezionalità nell'utilizzo della politica fiscale. Nell'arco di 12 mesi il saldo di bilancio passava infatti da un surplus di 160 ad un deficit di 40 mld. di dollari con uno *swing* superiore ai due punti di Pil, che proseguì anche nei due anni successivi. Attualmente invece il bilancio registra un deficit che a seguito del pacchetto in discussione potrebbe raggiungere rapidamente i 410 mld. di dollari (pari al 3,0% del Pil), una cifra più che doppia rispetto ai 163 mld. di deficit registrati lo scorso anno. Considerando la totale assenza di risparmio – da parte delle famiglie e delle imprese americane – il deterioramento della finanza pubblica americana richiede un maggior ricorso all'indebitamento estero che pone un ulteriore limite all'attivismo fiscale: quello legato alla capacità di reperire risorse sul mercato internazionale dei capitali a tassi di interesse e/o di cambio invariati.

6. I paesi emergenti: pronti al *decoupling*?

La valutazione delle conseguenze internazionali della crisi americana non può prescindere da un esame della congiuntura all'interno delle principali economie emergenti, ed in particolare di quelle asiatiche.

L'attenzione sulla performance reale degli emergenti asiatici è spiegata dal loro contributo alla dinamica del prodotto mondiale. Nel corso del 2007 i paesi emergenti e in via di sviluppo hanno contribuito a spiegare più del 50% del

tasso di crescita dell'economia mondiale. La sola Cina – benché produca un Pil (valutato a cambi di PPA) pari alla metà di quello USA – ha contribuito alla crescita mondiale più di quanto abbiano fatto gli stessi Stati Uniti, analogamente la sola India ha contribuito alla crescita mondiale quanto l'intera area dell'Euro.

L'attenzione per la performance degli emergenti asiatici deriva quindi dal fatto che, in questo primo scorcio del nuovo millennio, quest'area ha costituito uno dei principali motori dell'economia mondiale. Di conseguenza alcuni analisti hanno evidenziato la possibilità che il rallentamento dell'economia americana possa avere conseguenze modeste per l'economia mondiale qualora la locomotiva asiatica dimostri di possedere forza sufficiente per trainare il resto del mondo lungo un trend di crescita accettabile. Tuttavia, la realizzazione del *decoupling*⁶ non può essere data per scontata, in quanto dipende dal tipo di legami – sia di natura finanziaria ma soprattutto reale – che si sono venuti instaurando tra emergenti e paesi avanzati, *in primis* gli USA.

Le reazioni susseguenti il taglio dei tassi da parte della Fed in Agosto lasciavano intravedere l'avvio di una fase di *decoupling*, almeno di tipo finanziario. In quell'occasione infatti l'azionario dei principali paesi emergenti aveva messo a segno consistenti guadagni nel giro di poche settimane – dopo la fase di crisi in Agosto – supportando l'interpretazione secondo la quale la maggior liquidità messa a disposizione dalla Banca Centrale USA potesse beneficiare i mercati finanziari degli emergenti.

⁶ E' importante chiarire che con il termine *decoupling* non si intende la piena divergenza del ciclo tra due diverse aree (come USA ed emergenti asiatici) quanto piuttosto la parziale attenuazione del grado di convergenza tra la fase ciclica attraversata da due diverse aree.

In realtà il *decoupling* sui mercati finanziari ha perso progressivamente vigore al punto che oggi ci troviamo di fronte ad un riallineamento tra l'andamento dei mercati finanziari emergenti e quelli dei paesi più avanzati, come testimoniato dal consistente calo registrato nelle ultime settimane dall'indice MSCI BRICs, contemporaneo ad un lieve incremento degli *spread* sovrani dovuto alla riduzione dell'appetito per il rischio e all'accresciuta incertezza.

Il *recoupling* finanziario trova solo in parte ragione nella esposizione diretta che alcuni intermediari degli emergenti asiatici avrebbero assunto nei confronti di strumenti legati a forme di cartolarizzazione originate dal mercato dei mutui *subprime* USA; le statistiche in nostro possesso dimostrano che il grado di esposizione diretta rimane molto contenuto, in conseguenza dell'ancora scarso grado di sofisticazione dei sistemi finanziari di questi paesi. L'elemento di maggior peso nella trasmissione della crisi rimane quindi quello dell'effetto contagio in senso stretto – dovuto alla pura revisione delle aspettative degli operatori, indipendente dallo stato delle grandezze e dei legami di natura fondamentale.

Più complessa, e per certi versi ancor più rilevante, appare la questione relativa al ruolo dei canali di interdipendenza reale. Gli effetti del rallentamento USA sul resto del mondo dipendono infatti in modo cruciale dal grado di interdipendenza commerciale sia all'interno del gruppo di emergenti asiatici, che tra questi e gli USA. Occorre sottolineare che per rispondere a tale quesito non è sufficiente valutare se gli emergenti asiatici siano in grado di crescere per effetto di un positivo andamento della domanda interna oppure se il loro sviluppo sia di tipo *export-led*. E' necessario infatti estendere

l'analisi per tenere conto delle implicazioni dovute alla crescente diffusione in quella regione delle reti di produzione globale (*global production networks*) che da un lato favoriscono un maggior grado di interdipendenza commerciale tra gli stessi emergenti asiatici, ma dall'altro non riducono – anzi aumentano – la loro dipendenza ultima dalla domanda estera proveniente dagli USA e dagli altri paesi avanzati.

Le più recenti indagini riguardanti i flussi di commercio estero mostrano infatti (vedasi Box 1) che:

- la maggior parte della crescita del commercio estero degli emergenti asiatici è dovuta alla crescente integrazione commerciale intra-regionale. Alla fine del 2006 oltre il 40% delle esportazioni di emergenti asiatici era destinato a paesi di questa stessa regione;
- la gran parte dei crescenti flussi commerciali intra-regionali è dovuta al cospicuo sviluppo conosciuto dal commercio intra-industriale (consistente in scambio di beni intermedi) generato dal modello di specializzazione verticale connesso alla diffusione dei *global production networks* (attuati mediante Investimenti Diretti Esteri di tipo verticale volti a frammentare le fasi del ciclo produttivo per sfruttare i vantaggi di costo connessi al diverso grado di intensità fattoriale che le caratterizza);
- all'interno dei crescenti flussi commerciali intra-regionali un ruolo sempre più rilevante è quello assunto dalla Cina, sia come regione di sbocco delle esportazioni di beni intermedi e semilavorati provenienti da altri emergenti asiatici che come area da cui originano flussi di export di beni finali,

per lo più indirizzati verso i paesi più avanzati;

- l'accresciuta interdipendenza commerciale intra-regionale si è manifestata contemporaneamente ad una maggior interdipendenza interregionale: il peso delle economie più avanzate come mercato di sbocco delle esportazioni di beni di consumo prodotti negli emergenti asiatici è passato negli ultimi 10 anni dal 50% al 58%.

Box 1: Il grado di interdipendenza commerciale degli emergenti asiatici.

Alcuni numeri – tratti da recenti rapporti elaborati da IMF e ASEAN – aiutano a fare definitiva chiarezza sul peso del commercio intra-regionale e interregionale asiatico e soprattutto sulle sue implicazioni per la questione del *decoupling*. Il 70% del commercio tra emergenti asiatici – che rappresenta il 40% del commercio totale di questi paesi – consiste di beni intermedi usati in successivi processi produttivi. Di questi oltre la metà è legata alla domanda finale esterna alla regione asiatica. Nel complesso fatto 100 il valore dell'export dei paesi asiatici, quasi l'80% va a soddisfare la domanda finale esterna all'Asia, e poco meno del 60% soddisfa direttamente la domanda finale dei paesi più avanzati (il cosiddetto G3 costituito da USA, Giappone e area dell'Euro). Di conseguenza se il G3 – e soprattutto gli Usa – rallentano o entrano in recessione, tutto il commercio estero asiatico (sia intra che interregionale) ne risente provocando contraccolpi negativi sul processo di crescita del Far East.

Le implicazioni di questi risultati per quanto riguarda la possibilità del *decoupling* sono

estremamente rilevanti. Dal momento che l'area di sbocco più importante della produzione asiatica è rappresentata dall'insieme delle regioni più avanzate, un loro rallentamento non può che provocare un effetto negativo per il processo di crescita e quindi per ciclo degli asiatici. Il *decoupling* diventa meno probabile.

Attualmente la Cina non ha ancora mostrato segni di rallentamento indotti dalla crisi statunitense. Il dato relativo alla crescita nel IV trimestre 2007 (+11,2%) è ancora estremamente positivo, nonostante una parziale moderazione della crescita dell'export, che ha peraltro ripreso ad accelerare già nel mese di gennaio. Lo stesso FMI, pur scontando un deciso rallentamento all'interno del gruppo dei paesi più avanzati per l'anno 2008, tende ad escludere una netta caduta del tasso di crescita cinese nel corso di quest'anno, che nello scenario previsivo più recente non dovrebbe scendere al di sotto del 10%, un punto percentuale e mezzo inferiore al dato registrato nel corso del 2007⁷. Tuttavia, rimane fortemente in dubbio la possibilità che la Cina – unitamente agli altri emergenti asiatici – possa colmare la minor domanda mondiale generata dal rallentamento americano. E' vero che il miglioramento del quadro macroeconomico in gran parte degli emergenti lascia teoricamente spazio alla possibilità – per molti di questi paesi – di condurre efficacemente delle politiche di stimolo della domanda aggregata. Tuttavia non va dimenticato che

- nel caso cinese appare del tutto improbabile l'attuazione di politiche espansive visto e considerato lo stato di surriscaldamento più volte evidenziatosi nel corso degli ultimi

⁷ Tra i più pessimisti c'è ancora una volta Roubini che ritiene possibile una caduta del tasso di crescita cinese al 6% nel caso di *hard-landing* registrato dall'economia USA.

anni e confermato anche dall'ultimo dato riguardante l'inflazione al consumo (superiore al 7%);

- la dimensione della domanda di questi paesi è ancora assai ridotta una volta rapportata a quella generata dai paesi più sviluppati. Considerando che la spesa per i consumi in Cina è poco più del 10% dell'analoga voce di spesa negli USA, si intuisce per quale motivo, anche in presenza di *decoupling* sostenuto da politiche espansive, sia *de facto* impossibile riempire il vuoto di domanda generato dal rallentamento provocato dalla diffusione della crisi americana. A conferma di questa congettura basterà ricordare il dato riguardante la bilancia commerciale giapponese il cui surplus si è contratto in modo consistente sia in novembre che in dicembre, per effetto del rallentamento in atto a livello mondiale che ha penalizzato non poco le *export performances* nipponiche.

7. L'area EURO: prossima al *recoupling*?

Se un vero *decoupling* da parte degli emergenti asiatici risulta improbabile, il *recoupling* tra area Euro ed economia statunitense appare invece quasi certo nel corso del 2008. L'operato congiunto di interdipendenze reali, finanziarie e di effetti contagio potrebbe comportare una caduta di un quarto di punto percentuale nella crescita dell'Eurozona per ogni punto percentuale in meno di crescita della domanda USA.

Gli ultimi dati sulla congiuntura europea mostrano che il rallentamento all'interno del vecchio continente è ormai avviato. La prima stima della crescita nel IV trimestre 2007 è risultata dello 0,4% su base congiunturale (+2,3% su base tendenziale), per effetto di una

debole attività di consumo ed esportazione che ha contenuto il contributo positivo fornito dalla crescita degli investimenti fissi. L'indicatore coincidente del ciclo EURO-Coin ha conosciuto un forte calo tra dicembre e gennaio (passando da 0,54 a 0,38). Contestualmente ha registrato una decisa flessione anche l'indice di fiducia dei consumatori (101,7 a gennaio contro 103,4 registrato a dicembre). Infine sia l'attività di produzione dei servizi che la produzione industriale hanno subito nel corso del mese di gennaio una battuta d'arresto dopo il dato negativo di dicembre (-0,2% rispetto al mese di novembre), che ha portato l'incremento su base trimestrale congiunturale a un modesto 0,3%. Nel complesso ci si attende un modesto incremento del Pil non solo per il I trimestre – la crescita su base congiunturale non dovrebbe superare lo 0,4% – ma per l'intero anno 2008. Una crescita del reddito inferiore al trend potenziale dovrebbe permanere sino all'inizio del 2009.

TAB. 3: Eurozona: tassi di variazione congiunturale annualizzata del PIL e delle sue componenti

	I- 07	II- 07	III- 07
PIL	0,8	0,3	0,8
Consumi	0,0	0,6	0,5
Investimenti	1,9	-0,1	1,2
Spesa pubblica	0,9	0,1	0,6
Esportazioni	0,8	0,9	2,2
Importazioni	1,2	0,3	2,6

Fonte: Eurostat

Al rallentamento dell'economia reale si è accompagnata un'accelerazione della dinamica dei prezzi, che nel corso degli ultimi mesi ha raggiunto i massimi livelli dall'avvio dell'Unione Monetaria Europea. In gennaio l'inflazione al consumo ha toccato il 3,2% dopo il 3,1% fatto registrare a dicembre e il 2,1% ancora a settembre, per effetto della forte

crescita dei prezzi degli alimentari (+8,6%) e dell'energia. Nel frattempo segnali preoccupanti sono emersi anche sul fronte dei prezzi alla produzione. Ma i maggiori timori per la BCE hanno a che vedere con i cosiddetti *second round effects*, rappresentati dall'aumento delle aspettative inflazionistiche che determinerebbe consistenti richieste di incrementi salariali. Da questo punto di vista è emblematica l'esperienza tedesca ove sono state recentemente avanzate richieste di incrementi salariali consistenti (+11% da parte dei lavoratori del trasporto ferroviario, +8% da parte dei lavoratori del pubblico impiego).

All'interno di questo scenario la BCE ha mantenuto a lungo un atteggiamento cauto, non mancando di esprimere ripetutamente preoccupazioni per il mantenimento della stabilità monetaria. A supportare le preoccupazioni della Banca Centrale vi erano non solo i dati sull'inflazione ma anche quelli riguardanti la crescita di M3 e in particolare la dinamica dei prestiti alle imprese, che nel mese di dicembre sono aumentati del 14% su base congiunturale annualizzata (+14,4% quelli erogati a imprese non finanziarie).

Solo nella riunione dello scorso 7 febbraio si è assistito a un mutamento di atteggiamento (almeno stando alla retorica utilizzata nel corso della tradizionale conferenza stampa) giustificato dal maggior *down side risk* che si va profilando sul fronte della crescita: la BCE infatti non si dichiarava più pronta ad agire in modo preventivo contro l'inflazione ed inoltre sottolineava – almeno stando alle dichiarazioni rese dello stesso Trichet – come tutti i membri del Consiglio dei Governatori fossero a favore del mantenimento di tassi stabili (mentre nella riunione precedente erano ancora quattro i membri favorevoli ad un rialzo dei tassi).

L'invarianza dei tassi di interesse mantenuta in una fase di apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale – che *de facto* comporta una restrizione delle condizioni monetarie come mostrato dal deterioramento conosciuto da diversi MCI (*Monetary Condition Index*) – va ad incidere su una situazione eterogenea a livello nazionale che ripropone il tema delle diverse velocità all'interno dell'area dell'Euro.

La fase ciclica relativamente più robusta è quella vissuta dall'economia tedesca. Nonostante la frenata della produzione industriale registratasi sul finire del 2007 (che rimane invariata negli ultimi due mesi dell'anno rispetto alla media del periodo settembre-ottobre), gli indici dell'attività industriale rimangono su livelli elevati e si accompagnano al progresso mostrato dagli indicatori di fiducia delle imprese, pur in presenza di un deciso rafforzamento dell'Euro nei confronti del dollaro. Nel complesso per il 2008 ci si aspetta una crescita di poco inferiore al 2%, frutto di un minor apporto delle esportazioni nette – che registrano una flessione già a partire dagli ultimi mesi del 2007, per via della minor domanda di beni di investimento tedeschi – e di un (parzialmente) ritrovato vigore dei consumi, che risentiranno dell'andamento moderatamente positivo di occupazione e dei salari.

Diversa è la condizione dell'economia francese. Mentre la produzione industriale continua per il momento a crescere, la fiducia dei consumatori raggiunge i livelli minimi degli ultimi 20 anni (a seguito di timori legati alle prospettive occupazionali e alla ridotta capacità di risparmio) e i consumi rimangono deboli (+0,2% nel corso dell'ultimo trimestre).

Ma è in Spagna e in Italia dove la congiuntura appare decisamente più negativa. Nel paese iberico, la produzione industriale cala sia in novembre (-0,3%) che in ottobre (-1,6%); la

disoccupazione è in netta risalita (8,6% in dicembre rispetto all'8% di un anno prima) unitamente ad una ripresa dell'inflazione (4,2%). Su questo improvviso peggioramento del quadro macro pesa in modo notevole la fine della bolla immobiliare (i prezzi delle case sono ormai stabilmente in discesa dal luglio scorso) che aveva trainato reddito e occupazione negli ultimi anni (spiegandone con il suo contributo rispettivamente il 10 e il 12% della loro dinamica) e generando consistenti effetti ricchezza dal lato dei consumi. Nel tentativo di sostenere l'occupazione il Governo Zapatero sta pensando di definire una serie di aiuti fiscali utilizzando parte del surplus di bilancio (2% del Pil) realizzato nel corso del 2007.

In Italia la crescita è in rallentamento, per effetto della minor produzione industriale (-0,5% in dicembre, che fa seguito al calo dell'1,1% di novembre) e di una ridotta attività nel settore dei servizi.

Dopo la ripresa degli investimenti in macchinari e attrezzature realizzatasi nel III trimestre (TAB.4), si è manifestata una decisa decelerazione sia degli investimenti che dell'attività di consumo (soprattutto per beni non durevoli). Le vendite al dettaglio sono calate in novembre e la fiducia dei consumatori ha raggiunto i minimi degli ultimi tre anni (calo dell'indice ISAE da 106,9 a 102,2 in gennaio). L'andamento delle esportazioni sconta invece un continuo incremento del costo del lavoro per unità di prodotto, dovuto alla modesta crescita della produttività, oltre che il rallentamento della domanda globale. Il miglioramento della bilancia commerciale registrato nel corso del 2007 è quindi un effetto del miglioramento delle ragioni di scambio e del maggior grado di copertura reale dovuto alla riduzione delle quantità importate, più che a un incremento delle quantità esportate.

Le stime di crescita mostrano un tasso di sviluppo vicino, ma probabilmente inferiore, all'1% sia per il 2008 che per il 2009, con un tasso di inflazione superiore al 2,5% per tutto il 2008. Il nostro paese quindi non solo rallenta ma mantiene un consistente *gap* di crescita nei confronti dei principali partner europei. Al tempo stesso l'inflazione non arretra. L'ultimo dato sui prezzi è particolarmente negativo. In gennaio l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto dello 0,4% su base congiunturale e del 2,9% su base tendenziale. Unico dato parzialmente positivo è rappresentato dalla situazione della finanza pubblica: il deficit – nonostante il rallentamento ciclico – rimane sotto il 3,0% del Pil.

TAB. 4: Italia: tassi di variazione congiunturale annualizzata del PIL e delle sue componenti

	I-07	II-07	III-07
PIL	1,2	0,8	1,0
Consumi	1,1	0,9	1,0
Investimenti	1,9	0,9	2,2
Spesa pubblica	1,1	0,4	1,1
Esportazioni	2,6	0,4	1,9
Importazioni	1,5	1,1	3,4

Fonte: ISTAT

2. LA FINANZA PUBBLICA ♦

I risultati di finanza pubblica per il 2007, come emergono dai dati di pre-consuntivo, mostrano un ulteriore miglioramento dei conti pubblici, con l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche al 2,4% del PIL, un risultato che pone le basi per la chiusura della procedura per i disavanzi eccessivi avviata dall'Unione Europea nel 2005.

Questi esiti positivi sono stati conseguiti soprattutto grazie alla crescita delle entrate tributarie, superiore alle previsioni, anche per effetto del recupero di aree di evasione ed elusione fiscale.

Nelle pagine che seguono, si presentano innanzitutto i risultati attesi per il 2007. In secondo luogo, si analizza la manovra per il 2008 nei suoi aspetti più rilevanti.

1. Il pre-consuntivo 2007

Le stime più recenti sui risultati di finanza pubblica nel 2007 sono state diffuse alla fine dello scorso mese di settembre, con la presentazione della *Relazione previsionale e programmatica* per il 2008 e della contestuale *Nota di Aggiornamento al Documento di programmazione economico-finanziaria 2008-2011*. Tutti i saldi rilevanti del conto delle Amministrazioni pubbliche appaiono in miglioramento (TAB. 1) rispetto al consuntivo del 2006: l'avanzo primario aumenta dallo 0,1% al 2,5% del PIL e il risparmio pubblico dall'1,3% all'1,7% del PIL; l'indebitamento netto scende dal 4,4%¹ al 2,4% del PIL; il debito pubblico diminuisce dal 106,8% al 105% del PIL.

♦ A cura di Flavia Ambrosanio.

¹ È opportuno ricordare che l'indebitamento netto del 2006 si riduce al 2,5% del PIL, al netto degli oneri straordinari per la TAV e per la sentenza della Corte Europea sui rimborsi IVA.

TAB. 1: Entrate e spese della P.A. 2006 e 2007 (mld euro) e variazioni percentuali

	2006 cons.	2007 pre- cons.	Var. %
Entrate tributarie	432,1	456,3	5,6
Contributi sociali	192,0	207,7	8,1
Altre entrate	55,9	56,4	0,9
Entrate totali	680,0	720,4	5,9
Spese correnti netto interessi	589,0	614,6	4,3
- personale	163,0	166,0	1,8
- consumi intermedi	119,6	124,4	4,0
- pensioni	207,0	216,0	4,3
- altre	99,4	108,2	8,8
Interessi passivi	67,5	74,5	10,3
Spese correnti totali	656,6	689,1	4,9
- sanità	101,4	103,6	2,2
Spese in conto capitale	89,0	67,6	-24,0
Spese totali netto interessi	678,0	682,2	0,6
Spese totali	745,6	756,7	1,5
Pressione fiscale (% PIL)	42,3	43,0	
Avanzo primario (% PIL)	0,1	2,5	
Risparmio pubblico (% PIL)	1,3	1,7	
Indebitamento netto (% PIL)	4,4	2,4	
Debito pubblico (% del PIL)	106,8	105,0	

Sui risultati del 2007 hanno influito in modo rilevante gli effetti dei provvedimenti presi in corso d'anno, quando sono state riviste al rialzo le stime sulla crescita del gettito tributario. Parte delle maggiori entrate sono state infatti destinate a finanziare aumenti di spesa². In particolare, si fa riferimento alle misure disposte con il D.L. 2 luglio 2007, n. 81 e con il D.L. 1° ottobre 2007 n. 159, quest'ultimo parte integrante della manovra per il 2008.

² Secondo il Governo, si sono realizzate le condizioni previste dal comma 4 dell'articolo 1 della legge finanziaria per il 2007, secondo il quale le maggiori entrate tributarie realizzate nel 2007 rispetto alle previsioni, sono prioritariamente destinate a realizzare gli obiettivi di indebitamento netto delle pubbliche amministrazioni e, in quanto eccedenti rispetto a tali obiettivi, destinate, qualora permanenti, ad obiettivi di sviluppo ed equità sociale.

Il D.L. 81/2007 ha quantificato le maggiori entrate tributarie per il 2007 in 7,4 miliardi di euro ed ha disposto aumenti di spesa pari a circa 5,6 miliardi di euro, per interventi in materia di finanza locale e previdenziale e per interventi finalizzati al ripristino di autorizzazioni di spesa e alla rimozione di vincoli di spesa per le amministrazioni pubbliche. Più in dettaglio, è stato allentato il vincolo del patto di stabilità interno per gli enti locali che lo hanno rispettato negli ultimi tre anni, escludendo dalle spese gli investimenti finanziati nel 2007 utilizzando parte dell'avanzo di amministrazione; sono stati disposti l'erogazione di una somma aggiuntiva per i pensionati di almeno 64 anni di età con redditi modesti e l'incremento delle pensioni in favore di soggetti in condizioni di disagio; è stato inoltre istituito, a decorrere dal 2008, un Fondo destinato principalmente all'adeguamento delle pensioni d'importo contenuto; sono infine state stanziare risorse per missioni internazionali di pace e aiuto umanitario, trasferimenti correnti a imprese pubbliche, investimenti per l'ammodernamento della rete viaria e ferroviaria tradizionale.

Il D.L. 159 ha prodotto quasi esclusivamente effetti sul 2007, con un incremento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche pari a circa 7,5 miliardi di euro. Di questi, 1,9 miliardi sono stati destinati ad un intervento a favore dei cosiddetti soggetti incapienti, attraverso l'erogazione una tantum di 150 euro ai soggetti passivi IRPEF la cui imposta netta per l'anno 2006 risulti nulla e di ulteriori 150 euro per ogni familiare a carico. Maggiori spese correnti, per circa 2 miliardi di euro, riguardano le risorse aggiuntive per il rinnovo dei contratti nel pubblico impiego, per la cooperazione internazionale, l'istruzione e i comuni dissestati. Maggiori spese in conto

capitale, per circa 3,8 miliardi di euro, concernono invece interventi nel comparto delle opere pubbliche e dei trasporti (ad esempio il trasporto metropolitano di Roma, Milano e Napoli), l'avvio di un programma di edilizia residenziale pubblica, l'ambiente.

In sintesi, gli effetti congiunti dei due decreti hanno prodotto nel 2007 un aumento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dello 0,9% del PIL; in assenza di tali provvedimenti, esso si sarebbe attestato all'1,5% del PIL.

TAB. 2: Incassi tributari del bilancio dello Stato: gennaio – ottobre 2006 e 2007 (mld. euro)

	2006	2007	Var. %
Totale entrate tributarie	284,5	301,5	6,2
Imposte dirette	152,0	162,9	7,2
- IRPEF	111,1	117,5	5,8
- IRES	21,4	29,0	36,0
- Interessi e redditi di capitale	7,7	9,5	23,1
- Altre	11,8	6,8	-42,2
Imposte indirette	132,0	138,6	5,0
- Registro	2,8	3,6	29,7
- IVA	84,8	89,5	5,7
- Bollo, assicurazioni, ipotecaria	4,1	4,8	18,6
- Oli minerali	16,8	16,5	-1,4
- Tabacchi	7,7	8,1	5,3
- Altre	15,8	15,9	0,4

Come abbiamo già accennato, il presupposto di queste azioni è l'aumento del gettito tributario, superiore alle previsioni per circa 18 miliardi di euro. Le entrate complessive della P.A. crescono nel 2007 del 5,9%, pari al 46,7% del PIL³; la pressione fiscale si attesta al 43% del PIL, con

³ La crescita delle entrate riflette anche i versamenti all'INPS della quota di TFR non destinata ai fondi pensione dei lavoratori delle imprese con più di 50 addetti.

un aumento di 0,7 punti rispetto al 2006. Sembra opportuno ribadire che l'aumento della pressione fiscale è in parte dovuto al recupero di aree di elusione ed evasione, su cui il Governo si è impegnato ad agire con continuità.

La TAB. 2 illustra gli incassi tributari del bilancio dello Stato nel periodo gennaio-ottobre del 2006 e del 2007. Nei primi dieci mesi del 2007, gli incassi tributari contabilizzati nel bilancio dello Stato sono cresciuti del 6,2% rispetto allo stesso periodo del 2006. Più in dettaglio, le imposte dirette sono aumentate del 7,2%, nonostante sia venuto meno il gettito delle imposte sostitutive una tantum; il gettito dell'IRES è cresciuto in misura rilevante (36%), sia per la ripresa dell'attività economica nel 2006, sia per la politica di contrasto all'evasione e all'elusione ed anche per i provvedimenti di ampliamento della base imponibile, adottati per compensare gli effetti della sentenza IVA della Corte di giustizia europea; il gettito dell'IRPEF è aumentato del 5,9%, soprattutto per i versamenti relativi all'autotassazione, effettuati per lo più dai lavoratori autonomi e dalle piccole imprese, sui quali ha influito la rinnovata disciplina degli studi di settore. Le imposte sostitutive e le ritenute sugli interessi e sugli altri redditi da capitale hanno registrato una crescita del 23,1%, risentendo anche dell'aumento dei tassi d'interesse. Le imposte indirette sono aumentate del 5%, grazie in particolare al gettito dell'IVA, cresciuto in misura superiore ai consumi, in conseguenza sia della maggiore incidenza di beni di consumo soggetti ad aliquote più elevate sia degli interventi attuati per contrastare i fenomeni di elusione ed evasione. Molto soddisfacente è stato anche l'andamento delle altre imposte indirette, sul cui gettito hanno influito i provvedimenti di ampliamento e recupero della base imponibile introdotti nel mese di luglio 2006.

Sulla sostenuta dinamica dei contributi sociali hanno influito sia i versamenti connessi con il trasferimento all'INPS delle quote del TFR maturato nell'anno, sia i provvedimenti di inasprimento di alcune aliquote contributive disposti con la legge finanziaria per il 2007.

Per quanto riguarda l'evoluzione della spesa delle Amministrazioni pubbliche, le spese correnti al netto degli interessi crescono del 4,3%, praticamente stabili al 39,8% del PIL; le spese per interessi passivi aumentano invece del 10,3%, passando dal 4,6% al 4,8% del PIL; infine, le spese in conto capitale, al netto degli interventi una tantum del 2006 (rimborsi IVA e cancellazione dei debiti della TAV verso lo Stato), aumentano l'incidenza sul PIL dal 4,1% al 4,4%.

2. Le previsioni per il 2008

Le previsioni a legislazione vigente (PLV) di finanza pubblica per il 2008, illustrate nel DPEF 2008-2011, sono state riviste dalla Relazione previsionale e programmatica, per tenere conto del migliore andamento del gettito tributario e degli effetti dei decreti legge descritti nel paragrafo precedente. Esse sono illustrate nella TAB. 3.

Le entrate tributarie e i contributi sociali sono previsti crescere rispettivamente del 4% e del 4,6%, il che manterrebbe la pressione fiscale stabile al 43% del PIL. Le spese correnti al netto degli interessi aumenterebbero del 3,6%, un po' meno del PIL nominale, e le spese complessive del 3%, in quanto :

- la spesa per il personale incorpora gli effetti dei rinnovi contrattuali per il biennio 2006-2007 e la corresponsione dell'indennità di vacanza contrattuale a partire dal 2008;
- il numero dei dipendenti del complesso delle Amministrazioni pubbliche resta invariato;

- i consumi intermedi crescono del 2,8%, meno del PIL nominale;
- la spesa sanitaria aumenta del 5,4%, al di sopra del PIL nominale, in parte anche per l'abolizione di alcuni ticket;
- le pensioni aumentano del 4,4%, tenendo conto delle nuove erogazioni, delle cessazioni e delle regole di adeguamento all'inflazione;
- la spesa per interessi passivi è stata valutata tenendo conto dei tassi a termine, sulla base dell'attuale struttura per scadenze dei tassi di mercato;
- la spesa in conto capitale è stata stimata sulla base delle nuove autorizzazioni determinate dalle precedenti leggi finanziarie, del loro stato di attuazione e dell'entità dei residui passivi.

TAB. 3: Previsioni a legislazione vigente, P.A. (mld. di euro)

	2008 PLV	Var. % su '07
Entrate tributarie	474,5	4,0
Contributi sociali	217,3	4,6
Altre entrate	58,5	3,7
Entrate totali	750,3	4,1
Spese correnti netto interessi	636,8	3,6
- personale	173,8	4,7
- consumi intermedi	127,9	2,8
- pensioni	225,5	4,4
- altre	109,6	1,3
Interessi passivi	78,2	5,0
Spese correnti totali	715,0	3,8
- sanità	109,2	5,4
Spese in conto capitale	64,7	-4,3
Spese totali netto interessi	701,5	2,8
Spese totali	779,7	3,0
Pressione fiscale	43,0	
Avanzo primario (% PIL)	3,0	
Risparmio pubblico (% PIL)	1,9	
Indebitamento netto (% PIL)	1,8	

Le previsioni a legislazione vigente per il 2008 mostrano un quadro di finanza pubblica in miglioramento rispetto al 2007, con un aumento

dell'avanzo al 3% del PIL e una riduzione dell'indebitamento netto all'1,8% del PIL.

Che cosa fare di fronte ad uno scenario tendenziale di finanza pubblica che appare soddisfacente?

Secondo le indicazioni dell'Unione Europea, il Governo avrebbe dovuto utilizzare tutto il miglioramento dei conti emerso nel 2007 a riduzione del disavanzo e, a partire dal 2008, effettuare una riduzione strutturale annua del disavanzo pari allo 0,5% del PIL, fino a raggiungere il pareggio di bilancio nel 2011. Come è ampiamente illustrato nel DPEF 2008-2011, il Governo ha però ritenuto di non accogliere per intero le indicazioni dell'UE e di seguire un percorso più graduale verso il pareggio di bilancio, destinando parte delle maggiori risorse disponibili al finanziamento di interventi a sostegno delle fasce di popolazione più deboli e a programmi di sviluppo.

3. Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2008

Quali dunque gli obiettivi di finanza pubblica per il 2008? Essi sono illustrati nella TAB. 4, che pone a confronto lo scenario a legislazione vigente con il quadro programmatico.

TAB. 4: PLV e quadro programmatico 2008 (% del PIL)

	PLV	Progr.
Saldo primario	3,0	2,6
Indebitamento netto	1,8	2,2
Debito pubblico	103,1	103,5

Risulta con chiarezza che la manovra approvata per il 2008 è una manovra espansiva, pari allo 0,4% del PIL, circa 6 miliardi di euro. L'avanzo primario programmato è infatti fissato al 2,6% del PIL, a fronte di un valore tendenziale del 3%; l'indebitamento netto programmato è

fissato al 2,2% del PIL, contro una previsione dell'1,8%; il rapporto debito/PIL è programmato al 103,5%, contro il 103,1% a legislazione vigente.

È convinzione del Governo che la manovra espansiva per il 2008, stante il miglioramento tendenziale dei conti pubblici, non pregiudicherà il processo di ulteriore risanamento della finanza pubblica (TAB. 5).

TAB. 5: Il quadro programmatico 2009-2011 (% del PIL)

	2009	2010	2011
Saldo primario	3,4	4,2	4,9
Indebitamento netto	1,5	0,7	0,0
Debito pubblico	101,5	98,5	95,1
Pressione fiscale	42,8	42,6	42,5

L'indebitamento passerebbe dal 2,2% del PIL nel 2008 all'1,5% nel 2009 e allo 0,7% nel 2010, fino a raggiungere il pareggio di bilancio nel 2011; l'avanzo primario, nell'ipotesi che la spesa per interessi si mantenga intorno al 5% del PIL, dovrebbe aumentare dal 2,6% del PIL nel 2008 al 4,9% nel 2011; il rapporto debito/PIL è programmato in graduale riduzione fino al 95,1% nel 2011. Il conseguimento di questi obiettivi richiederebbe interventi correttivi pari a circa lo 0,4% del PIL in ciascun anno del triennio, in presenza di una riduzione della pressione fiscale dal 43% del PIL nel 2008 al 42,5% nel 2011.

4. La manovra per il 2008

Come abbiamo già accennato, la manovra di finanza pubblica per il 2008 dovrebbe produrre un aumento dell'indebitamento netto per circa 6 miliardi di euro, che derivano da interventi di segno opposto sulle entrate e sulle spese pubbliche (TAB. 6). Da un lato, le disposizioni della legge finanziaria per il 2008 dovrebbero reperire risorse per circa 8,5 miliardi di euro, sotto forma di maggiori entrate e minori spese

correnti e in conto capitale; d'altro canto, dovrebbero produrre minori entrate e maggiori spese correnti e in conto capitale per circa 15 miliardi di euro.

Le manovre sulle entrate. La manovra espansiva sulle entrate si è concretizzata innanzitutto in una serie di interventi che riguardano le famiglie, soprattutto quelle a più basso reddito.

TAB. 6: Sintesi della manovra per il 2008 (mld. di euro)

Maggiori entrate	2,17
Minori spese correnti	1,90
Minori spese c/capitale	4,46
Totale risorse acquisite	8,53
Minori entrate	4,53
Maggiori spese correnti	7,51
Maggiori spese c/capitale	2,55
Totale risorse impiegate	14,59
Totale manovra netta (aumento del disavanzo)	6,06

Gli sgravi ammontano complessivamente a poco più di 3 miliardi di euro e concernono prevalentemente il trattamento fiscale delle abitazioni (TAB. 7). È stata infatti introdotta una ulteriore detrazione ICI⁴ sulla prima casa pari all'1,33 per mille, fino ad un massimo di 200 euro, che va a sommarsi alla detrazione già vigente pari a 103,29 euro (secondo le stime del Governo, il 40% dei proprietari non dovrebbe più pagare l'ICI); il beneficio è indipendente dal reddito del contribuente, ma dipende dalla categoria catastale dell'immobile adibito ad abitazione principale (sono infatti esclusi gli immobili signorili, le ville e i castelli). Sono state poi introdotte nuove detrazioni dall'IRPEF per i contratti di locazione: per gli inquilini con contratto di locazione registrato, è prevista una

⁴ Le minori entrate dei Comuni sono compensate da maggiori trasferimenti da parte dello Stato.

detrazione di 300 euro se il reddito è inferiore a 15.493,71 euro e di 150 euro se il reddito è inferiore a 30.987,41 euro; per i giovani di età compresa tra i 20 e i 30 anni, con abitazione in affitto, è prevista una detrazione annua di 991,6 euro per redditi non superiori a 15.493,71 euro e di 495,8 euro se il reddito è inferiore a 30.987,41 euro. È possibile fruire di una sola delle due detrazioni, a scelta del contribuente. Una novità di particolare rilievo è che ai soggetti incapienti (per i quali l'ammontare della detrazione supera l'imposta lorda) viene riconosciuto un ammontare pari alla parte di detrazione che non ha trovato capienza nel debito d'imposta. Inoltre, il reddito dell'immobile adibito ad abitazione principale sarà escluso dal reddito che rileva per il calcolo delle detrazioni IRPEF per carichi di famiglia e per redditi da lavoro e i contribuenti titolari solo di redditi fondiari complessivamente non superiori a 500 euro saranno esenti dall'IRPEF.

Altre misure agevolative riguardano la detrazione del costo degli abbonamenti per i mezzi pubblici, al 19% fino ad un massimo di 250 euro di spesa; l'aumento a 4.000 euro del limite di detraibilità degli oneri relativi ai mutui sulla prima casa (con una detrazione massima di 760 euro); la detrazione aggiuntiva dall'IRPEF di 1.200 euro per i nuclei familiari con almeno 4 figli.

Sono state infine prorogate le detrazioni al 19% sugli affitti per i giovani universitari che studiano fuori sede e, per il periodo 2008-2010, le agevolazioni in materia di ristrutturazioni edilizie (con il limite già previsto di 48.000 euro e l'IVA agevolata al 10%), vendita di immobili ristrutturati e riqualificazione energetica degli edifici (sempre con aliquota di detrazione del

55% e con gli stessi massimali, variabili in funzione degli interventi effettuati).

TAB. 7: La manovra sulle entrate (mld. di euro)

Maggiori entrate	1,58
- limitazioni IVA di gruppo	0,45
- interventi settoriali imprese	0,80
- altri interventi	0,33
Minori entrate	3,95
- detrazione IRPEF prima casa	1,30
- detrazione ICI prima casa	0,90
- altri interventi per le famiglie	1,08
- misure per le imprese	0,67
Totale minori entrate nette	2,37

Altri interventi rilevanti riguardano la tassazione dei redditi d'impresa, con una ristrutturazione del prelievo, che ha il duplice l'obiettivo di semplificazione del calcolo del reddito imponibile e di riduzione delle aliquote.

Innanzitutto è stata abbattuta dal 33% al 27,5% l'aliquota dell'IRES e, contemporaneamente, sono state introdotte misure di ampliamento della base imponibile, che riguardano principalmente la disciplina degli interessi passivi e degli ammortamenti⁵. In riduzione della base imponibile, viene invece innalzata al 95% la quota delle plusvalenze che beneficiano della *participation exemption*.

Modifiche di rilievo concernono anche l'IRAP, con la riduzione dell'aliquota base dal 4,45% al 3,9% e la revisione dei criteri di determinazione della base imponibile, che diviene direttamente ricavabile dal conto economico senza le correzioni previste per il reddito d'impresa, indipendentemente dalle regole seguite per la

⁵ Per le società di capitali, vengono aboliti i meccanismi della *thin capitalization* e del pro-rata patrimoniale e gli interessi passivi sono deducibili fino al 30% del reddito operativo lordo. Vengono inoltre aboliti gli ammortamenti anticipati e accelerati.

redazione del conto (codice civile o principi contabili internazionali).

A partire dal 1° gennaio 2008, per le imprese individuali e le società di persone viene introdotto, in sostituzione dell'IRPEF, un regime fiscale opzionale sugli utili non distribuiti con la stessa aliquota dell'IRES. L'obiettivo è quello della neutralità della tassazione dei redditi d'impresa rispetto alla forma organizzativa, in modo che anche i soci delle società di persone e le ditte individuali potranno vedere tassati gli utili non distribuiti con l'aliquota del 27,5%, anziché con le aliquote IRPEF progressive.

Un nuovo regime di tassazione semplificato è previsto per i cosiddetti contribuenti minimi e marginali, che si applica alle persone fisiche che svolgono attività d'impresa o di lavoro autonomo e che nel 2007 hanno conseguito ricavi non superiori a 30.000 euro. Questo regime prevede un'imposta sostitutiva dell'IRPEF del 20%, sul reddito determinato col criterio di cassa; l'esclusione dall'IRAP; il pagamento delle imposte in un'unica soluzione e il non assoggettamento agli studi di settore; l'esclusione della rivalsa e della detraibilità dell'IVA sugli acquisti.⁶

Sono infine state introdotte misure particolari concernenti le compensazioni dei crediti d'imposta e dell'IVA, al fine di rafforzare il contrasto ai comportamenti illeciti e per limitare le possibilità elusive nei gruppi societari nazionali e internazionali.

⁶ Tale regime semplificato si applica al verificarsi di alcune altre condizioni: assenza di cessioni all'importazione e di spese per lavoratori dipendenti o collaboratori; acquisto di beni strumentali, nel triennio precedente, per importi non superiori a 15.000 euro.

La manovra sulle spese. Le norme contenute nella legge finanziaria determinano minori spese per 6,36 miliardi di euro e maggiori spese per circa 10 miliardi di euro. La manovra netta sulla spesa produce dunque un aumento del disavanzo pari a 3,7 miliardi di euro (TAB. 8).

TAB. 8: La manovra sulle spese (mld. di euro)

Minori spese correnti	1,90
- razionalizzazione spese P.A.	0,93
- gestione beni immobili	0,29
- enti territoriali	0,40
- altri interventi	0,28
Minori spese c/capitale	4,46
- estinzione residui passivi	1,53
- gestione beni immobili	1,10
- minori crediti d'imposta	0,84
- altri interventi	0,99
Totale minori spese	6,36
Maggiori spese correnti	7,51
- pubblico impiego	2,03
- previdenza e assistenza	1,43
- abolizione ticket	0,83
- università	0,35
- tabella A legge finanziaria	0,42
- enti territoriali	0,46
- altri interventi	1,99
Maggiori spese in conto capitale	2,55
- tabella D legge finanziaria	1,10
- tutela dell'ambiente	0,31
- occupazione e ricerca	0,31
- altri interventi	0,83
Totale maggiori spese	10,06
Totale maggiori spese nette	3,70

I risparmi di spesa corrente (1,9 miliardi di euro) sono attesi essenzialmente da interventi di razionalizzazione degli acquisti delle amministrazioni pubbliche e dall'introduzione di limiti alla spesa per manutenzioni ordinarie degli immobili e per locazioni. Altri risparmi derivano dalla riduzione dei cosiddetti costi della politica⁷.

⁷ Ad esempio, per cinque anni non si applica l'adeguamento automatico dell'indennità dei membri

Le minori spese in conto capitale derivano dalla riduzione del termine di perenzione dei residui passivi⁸ da 7 a 3 anni, dai limiti agli investimenti degli enti previdenziali pubblici (nella misura del 7% dei fondi disponibili) e alle spese di manutenzione straordinaria degli immobili utilizzati dalle amministrazioni statali e dagli enti pubblici.

Le maggiori spese correnti sono relative in primo luogo al comparto del pubblico impiego (circa 2 miliardi di euro) e riguardano essenzialmente l'integrazione delle risorse destinate al rinnovo dei contratti di lavoro nel biennio 2006-2007; maggiori oneri discendono anche dall'assunzione di nuovo personale, in particolare nei Corpi di polizia, al Ministero dei beni culturali e nell'amministrazione finanziaria; è stato inoltre introdotto il Fondo per la stabilizzazione dei precari della pubblica amministrazione.

Altre maggiori spese correnti derivano dall'istituzione del Fondo per il finanziamento del *Protocollo su previdenza, lavoro e competitività* siglato lo scorso luglio dal Governo e dalle parti sociali (1,3 miliardi). Maggiori oneri discendono poi dall'abolizione

del Parlamento, viene ridotto del 20% il compenso dei 15 Commissari straordinari di Governo, vengono introdotti limiti restrittivi per la costituzione delle circoscrizioni (solo nelle città con più di 250.000 abitanti), viene ridotto il numero dei consiglieri comunali e provinciali in base al nuovo rapporto con il numero di abitanti, viene ridimensionato il valore del gettone di presenza e sono stabiliti nuovi limiti e modalità di rimborso delle spese di viaggio dei consiglieri e degli amministratori.

⁸ La perenzione amministrativa è un istituto caratteristico della contabilità pubblica, secondo il quale i residui passivi che non vengono pagati entro un certo tempo a partire dall'esercizio a cui si riferiscono vengono eliminati dalle scritture dello Stato.

per il solo 2008 della quota di partecipazione alle prestazioni di assistenza specialistica ambulatoriale (830 milioni di euro); dall'incremento del Fondo per il finanziamento ordinario delle Università (350 milioni di euro); dalla Tabella A della legge finanziaria che contiene le voci da includere nel Fondo speciale di parte corrente, per il finanziamento di nuove leggi nel corso del 2008 (420 milioni di euro); da interventi nel comparto degli enti territoriali (460 milioni di euro)⁹; da altri interventi minori (nel complesso, circa 2 miliardi di euro)¹⁰.

L'applicazione delle disposizioni della Legge finanziaria produce anche maggiori spese in conto capitale, per poco più di 2,5 miliardi di euro. La maggior parte, 1,1 miliardi di euro, proviene dal finanziamento di programmi di sostegno dell'economia, attraverso la Tabella D della legge finanziaria, in particolare il rifinanziamento del Fondo per le aree sottoutilizzate. Altri interventi riguardano la tutela del territorio (in particolare misure per fronteggiare il rischio idrogeologico), il trasporto locale e le infrastrutture.

La manovra per il 2008 contiene infine disposizioni che riguardano la sanità, che non hanno effetti sull'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, ma che sembra

⁹ In particolare, si tratta dell'allentamento dei vincoli del Patto di stabilità interno per gli enti virtuosi, nell'ambito dell'accordo tra Governo, comuni e province; ad esempio, gli enti locali che, in media, nel triennio 2003-2005 hanno realizzato surplus di bilancio, vengono esclusi dall'obbligo di migliorare ulteriormente il saldo.

¹⁰ Tra questi, l'aumento del Fondo per l'assistenza alle persone non autosufficienti, il potenziamento delle attività di prevenzione degli incidenti e delle malattie professionali sui luoghi di lavoro, maggiori finanziamenti per i ricercatori sanitari sotto i quarant'anni, maggiori risorse per la promozione del *made in Italy*, maggiori risorse per l'applicazione del protocollo di Kyoto.

opportuno richiamare. È stato predisposto un piano di rientro affinché Lazio, Campania, Molise e Sicilia possano eliminare i debiti sanitari accumulati fino al 31 dicembre 2005. La legge finanziaria ha stanziato 9,1 miliardi di euro per la trasformazione dei debiti contratti dalle Regioni a tassi molto elevati in debiti trentennali verso lo Stato; le Regioni sono tenute a riservare parte delle entrate proprie al servizio del debito e a restituire allo Stato le risorse trasferite in un periodo non superiore a trent'anni.

5. Conclusioni

Quale giudizio sulla manovra per il 2008?

Per la prima volta in questi anni 2000, la manovra di finanza pubblica è dichiaratamente espansiva, nel senso che l'insieme delle misure adottate produce un aumento del disavanzo pubblico, rispetto a quello a legislazione vigente, pur nel rispetto degli obiettivi di controllo dei saldi di finanza pubblica. Come abbiamo già sottolineato, essa trova il suo presupposto nella crescita delle entrate tributarie superiore alle attese, crescita che riflette in parte le migliori condizioni dell'economia, ma che discende in misura non irrilevante dalle azioni di contrasto all'evasione e all'elusione fiscale, che, come ha sottolineato il Ministro per l'economia, in Italia è nettamente superiore alla media dei paesi europei, stimata intorno ai 100 miliardi di euro, circa il 7% del PIL.

Il Governo ha ritenuto, in questa situazione, di non destinare tutte le maggiori risorse acquisite alla riduzione del disavanzo e del debito pubblico, come avrebbero invece richiesto le raccomandazioni dell'Unione Europea, ma di avviare un programma di sostegno dei redditi delle fasce più deboli della popolazione.

Per quanto riguarda l'impianto complessivo della manovra, se da un lato possono apparire condivisibili gli obiettivi di maggiore crescita ed equità sociale, dall'altro non si può che sottolineare ancora una volta la difficoltà di incidere sul versante della spesa primaria, che continua a crescere a tassi elevati. Occorre tuttavia ricordare che il Governo ha avviato un'azione di revisione sistematica della spesa (*spending review*), con l'obiettivo di riconsiderare le priorità e migliorare l'efficacia e l'efficienza delle strutture e tentare di superare l'inadeguatezza di fondo del sistema di allocazione delle risorse¹¹. Parallelamente, è stato effettuato un primo passo verso la modernizzazione del sistema di bilancio italiano, in modo da favorire una maggiore trasparenza dei conti pubblici e permettere una gestione del bilancio pubblico più flessibile ed orientata ai risultati. È stato infatti introdotto un nuovo sistema di classificazione del bilancio dello Stato, entrato in vigore con la sessione di bilancio per il 2008, che ora viene suddiviso in 34 missioni (grandi finalità perseguite con la spesa pubblica) che, a loro volta, si articolano in circa 170 programmi di spesa, che sintetizzano il complesso delle attività svolte; la nuova classificazione rende senza dubbio più facilmente comprensibile la destinazione delle risorse ai diversi programmi di spesa. Come ha sottolineato il Governatore della Banca d'Italia, queste iniziative rappresentano strumenti importanti per migliorare l'utilizzo delle risorse che affluiscono al settore pubblico e dovrebbero consentire di sfruttare gli ampi margini esistenti per ottenere risparmi senza compromettere le

¹¹ Lo scorso mese di settembre è stato presentato il Libro verde sulla spesa pubblica, predisposto dalla Commissione tecnica per la finanza pubblica, con lo scopo di offrire un quadro generale della dinamica della spesa pubblica ed esempi di *spending review* in particolari settori.

finalità dell'azione pubblica. Certo, si tratta di un processo che non dà risultati significativi nel breve periodo.

Per ciò che concerne gli interventi nei diversi settori, sono senza dubbio apprezzabili gli sgravi e le agevolazioni concessi ai contribuenti con i redditi meno elevati e la riduzione del carico fiscale sull'abitazione principale. A questi si aggiungono le altre misure di contrasto della povertà e dell'esclusione sociale. Occorre però evidenziare che la manovra sull'ICI, che è un tributo proprio dei comuni e ne rappresenta una fonte fondamentale di finanziamento, mal si concilia con l'obiettivo di rafforzare l'autonomia finanziaria degli enti locali. Certamente, come alcuni hanno sottolineato, si tratta di interventi di entità in un certo senso limitata, ma rappresentano un segnale nella direzione di politiche più attente alle necessità delle fasce più deboli della popolazione.

Per ciò che concerne la fiscalità d'impresa, appaiono positivi gran parte degli interventi attuati, che perseguono, più che una immediata riduzione dell'onere fiscale, obiettivi di razionalizzazione e semplificazione del prelievo. In relazione agli enti territoriali, va valutata positivamente la conferma dell'impianto del Patto di stabilità interno fino al 2010, sia pure con l'introduzione di correttivi per premiare gli enti virtuosi.

Per il resto, si tratta per lo più di misure che proseguono il cammino già intrapreso con la Legge finanziaria per il 2007.

Ma, in conclusione, la manovra per il 2008 potrebbe avere scontentato molti: da una parte, coloro che propendono per il rigore a tutti i costi e avrebbero dunque preferito che il governo si concentrasse esclusivamente sull'obiettivo della riduzione del disavanzo; dall'altra, coloro che

avrebbero invece optato per un intervento decisamente più espansivo, soprattutto sul fronte della riduzione della pressione fiscale. Il Governo ha ritenuto di seguire "una via di mezzo".

In conclusione, il 2007 ha segnato una tappa importante per la finanza pubblica degli anni 2000, come è stato sottolineato anche in sede europea dal Commissario Almunia, che ha però ribadito come sia opportuno per l'Italia "... che si prosegua con le politiche lodevoli portate avanti da Prodi e Padoa-Schioppa".

LA CRISI DEI MUTUI *SUBPRIME*

3. UN'ANALISI DELLE CAUSE ♦

Sebbene siano convenzionalmente circondate da un'aura di eccezionalità, le crisi finanziarie sono un elemento ricorrente dello scenario macroeconomico. Secondo uno studio recente ce ne sono state oltre cento negli ultimi 30 anni, approssimativamente una a quadrimestre¹.

Dopo un decennio in cui le crisi finanziarie si sono accompagnate a crisi valutarie e hanno colpito prevalentemente la *periferia* del sistema economico mondiale, ossia i paesi emergenti, la crisi dei mutui *subprime* – *scoppiata* ad agosto del 2007 e per molti versi ancora in corso – ha avuto come epicentro i paesi avanzati, in primo luogo Stati Uniti e Unione Europea, ossia il cuore e il *centro* del sistema economico mondiale. L'unica crisi finanziaria che, negli ultimi dieci anni, ha colpito il centro è quella associata al fondo *hedge* LTCM, che si potrebbe però considerare uno smottamento dei mercati finanziari internazionali dovuto alla crisi russa del 1998.

Gli Stati Uniti e l'Europa, poi, hanno subito gli effetti di “scandali finanziari” di proporzioni tali da avere effetti sistemici, come lo scandalo Enron nel 2002, ma difficilmente si potrebbe assimilare il fallimento di Enron ad una crisi finanziaria in piena regola.

Quella dei mutui *subprime* quindi è una crisi per certi versi *unica* nel panorama economico mondiale degli ultimi dieci anni. Tuttavia analizzandone gli aspetti salienti non si riesce a

sfuggire ad una sensazione di *deja vu* perché alcune delle caratteristiche salienti della crisi attuale richiamano elementi di crisi finanziarie precedenti, a cominciare dalla Grande Depressione e da altre crisi in un certo senso classiche degli anni '60 e '70².

La crisi finanziaria in sé è la manifestazione di un punto di inversione nella dinamica di alcune variabili finanziarie e macroeconomiche cruciali da un periodo protratto di espansione (*good o prosperous times*) ad uno, generalmente breve ma intenso, di contrazione. Per usare un'espressione che è tornata di moda in questo periodo, il culmine della crisi è un tipico *Minsky moment*, dal nome dell'economista che più si è prodigato sul terreno dell'interpretazione dell'instabilità e delle crisi finanziarie³.

² Per una panoramica delle crisi finanziarie che abbiamo definito classiche – ossia precedenti a quelle degli anni '90 – tra i molti titoli disponibili segnaliamo E. P. Davis, *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford University Press, 1995.

³ Tra i molti lavori di Minsky, citiamo soltanto la raccolta di saggi *Can "It" Happen Again?*, New York: M.E. Scarpe, 1982. Non casualmente il pronome tra virgolette si riferisce alla Grande Depressione.

L'espressione *Minsky moment* è stata coniata da Paul McCulley, *asset manager* di *Pacific Investment Management Company* (PIMCO) e autore di una *newsletter* piuttosto influente nella comunità dei manager finanziari, per indicare il culmine della crisi russa nel 1998. Il termine è stato ripreso e rilanciato per indicare il culmine della crisi dei *subprime* sia da Mc Culley e soprattutto da George Magnus, *senior economic advisor* di UBS e autore di una non meno influente *newsletter*. “The Minsky Moment” è anche il titolo di un articolo apparso su *The New Yorker* a firma John Cassidy il 4 febbraio 2008.

Paradossalmente il credito di cui ha goduto e gode Minsky presso la comunità finanziaria è maggiore di quello di cui ha goduto presso la professione degli economisti. Non a caso, nel pieno della crisi, il 18 agosto il *Wall Street Journal* ha dedicato un articolo a Minsky a firma J. Lahart dal significativo titolo “In time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency”.

♦ A cura di Domenico Delli Gatti e con la collaborazione di Tiziana Assenza e Giovanni Barone.

¹ G. Caprio, J.A. Hanson e R.E.Litan (a cura di), *Financial Crises: Lessons from the Past, Preparation for the Future*, Brookings Institutions Press, Washington D.C., 2005.

In primo luogo il boom del corso delle attività (finanziarie e reali) – da alcuni identificato a torto o a ragione con una “bolla” – viene drammaticamente interrotto da un *crash*.

In secondo luogo l'erogazione “eccessiva” di credito da parte del sistema bancario e l'associato eccesso di indebitamento (*overindebtedness*) di famiglie e imprese si tramutano nel suo contrario, con un periodo di stretta creditizia a cui si accompagna il tentativo degli operatori di ridurre il debito. La manifestazione più eclatante di questo tentativo è lo smobilizzo in condizioni sfavorevoli delle attività per far fronte al servizio del debito (*distress selling*) che ovviamente acutizza la flessione del prezzo delle attività. La crisi di fiducia associata al crollo del prezzo degli *asset* si diffonde quindi a macchia d'olio da un mercato finanziario all'altro generando una crisi di liquidità.

D'altro canto c'è un elemento di questa crisi che è per molti versi nuovo, ossia il ruolo cruciale della cartolarizzazione dei mutui e dell'innovazione finanziaria. Quest'ultima ha infatti contribuito a creare negli anni '90, principalmente negli USA, un nuovo modello di rapporto tra prenditori e prestatori di fondi caratterizzato da un mutamento radicale nella funzione della banca che passa da origine e *detenzione* dei prestiti (*originate and hold*) a origine e *distribuzione* dei prestiti stessi (*originate and distribute*). La crisi segnala in un certo senso l'insostenibilità – almeno nelle forme sperimentate sinora – di questo nuovo modello di intermediazione creditizia⁴.

⁴ Il ruolo del mutamento di funzione delle banche è assolutamente cruciale. Se ne rende ben presto conto lo stesso Minsky che in tempi assolutamente non sospetti definisce i banchieri “commercianti di debiti, che si lanciano nell'innovazione con riferimento sia alle attività che acquisiscono sia alle passività che immettono sul mercato.” (“The Financial Instability

In questo numero di Osservatorio Monetario proponiamo un riepilogo ragionato dei fatti e facciamo un tentativo di disporli come le tessere di un mosaico che fornisca un quadro di insieme della crisi.

La prima sezione è una cronaca dello scoppio della crisi nell'agosto dello scorso anno e del suo sviluppo tumultuoso fino alla fine di settembre. La crisi è rimasta successivamente sottotraccia per alcune settimane – “è andata anch'essa in vacanza” per usare un'espressione significativa di Krugman – ma non è scomparsa, emergendo di tanto in tanto in superficie con improvvisi crolli di mercato, segnalazioni di difficoltà di banche e altre istituzioni finanziarie, interventi per certi versi sorprendenti delle autorità monetarie. Gli operatori e i commentatori hanno continuato ad oscillare tra la sensazione che la crisi fosse praticamente finita – come un'increspatura su un mare sostanzialmente tranquillo – e quella che il *Minsky moment* dovesse ancora arrivare⁵. E questa è la sensazione che si percepisce ancora adesso, in chiusura di questo numero di Osservatorio Monetario nel febbraio 2008.

La seconda sezione riassume per sommi capi la cronaca ponendovi ordine con una sequenza di avvenimenti in una decina di passi successivi. Tale sequenza serve da punto di riferimento per l'analisi successiva.

La terza sezione fa ordine nella selva di mercati, di strumenti finanziari e di operatori che compaiono nelle cronache giornalistiche elencando i principali tipi di protagonisti della crisi, le loro funzioni e il loro ruolo.

Hypothesis”, *Working Paper # 74, Levy Economics Institute*, maggio 1992.

⁵ Il titolo di un interessante saggio di Charles Calomiris sulla crisi sintetizza il pensiero degli scettici: “Not (yet) a Minsky moment”, *Vox*, 23 novembre 2007.

Nella quarta sezione facciamo un passo indietro e riepiloghiamo le caratteristiche essenziali del mercato immobiliare USA. **L'epicentro della crisi finanziaria**, infatti, ossia il luogo in cui si è verificato lo shock che ha innescato la crisi, è il mercato dei mutui ipotecari negli USA, che agli sviluppi del mercato immobiliare è strettamente legato. La “liquefazione” (*meltdown*) del segmento *subprime* dei mutui negli USA è oggetto della quinta sezione.

Nella sesta sezione analizziamo **il meccanismo di propagazione internazionale della crisi** che passa attraverso la cartolarizzazione dei mutui. Nella settima sezione ci allontaniamo dalla descrizione dei fatti della crisi per svolgere una digressione su **innovazione finanziaria, cartolarizzazione e trasferimento del rischio di credito**. Questi fenomeni hanno radicalmente cambiato il panorama dei mercati finanziari negli ultimi dieci anni e anche il contesto di riferimento della politica monetaria.

L'ottava sezione è dedicata alla manifestazione più plateale della crisi ossia **l'evaporazione della liquidità** sui mercati finanziari e la correlata **stretta creditizia**. Si enucleano inoltre le principali tendenze attuali e si congetturano gli sviluppi futuri, con riferimento anche ai diffusi timori di **crisi bancaria**.

Nella nona sezione descriviamo e discutiamo in dettaglio il modo in cui le **autorità monetarie** hanno reagito alla crisi e interpretato il ruolo di prestatori di ultima istanza e di tutori-regolatori dei mercati finanziari.

Dedichiamo infine la decima sezione a qualche riflessione preliminare di politica regolatoria.

1. Cronaca di una crisi annunciata

I prodromi della “crisi di agosto” si erano già manifestati fin da giugno-luglio negli USA. A

giugno due fondi *hedge* riconducibili a *Bear Sterns* avevano chiuso i battenti per le perdite accumulate. In luglio il *credit spread*, ossia il premio al rischio sui prestiti bancari (rispetto ai tassi sui titoli di Stato) era decisamente aumentato rispetto a giugno. Alcune importanti operazioni di fusione e acquisizione erano state rinviate a data da destinarsi. Alcune emissioni di obbligazioni erano state rinviate o cancellate (35 in 5 settimane tra luglio e agosto). C'erano già sintomi di stretta creditizia – in realtà alcuni commentatori avevano individuato le avvisaglie di un *credit crunch* già a marzo 2007.

Come accade quasi sempre in una crisi, i sintomi di tensione rimangono per lungo tempo in scarsa evidenza, ma si accumulano fino a sfociare in un evento “eclatante”.

Il 19 luglio il Dow Jones raggiunge il massimo relativo a 14 mila punti. Una settimana dopo, il 26 luglio, perde 311 punti in una sola seduta. Comincia il *distress selling*, ossia la vendita in condizioni di svantaggio di titoli da parte dei fondi di investimento – in particolare, ma non solo, da parte dei fondi *hedge* – sui mercati azionari. I fondi cercano di disfarsi innanzitutto dei titoli frutto della cartolarizzazione dei mutui *subprime* – che, con un corto-circuito linguistico e una concessione al linguaggio giornalistico, chiameremo per il momento titoli *subprime*⁶ – ma non trovano compratori: la liquidità è evaporata.

Man mano che si diffondono voci sulle difficoltà dei fondi nel liberarsi di titoli rischiosi, aumentano le domande di riscatto da parte dei clienti dei fondi stessi. Gli investitori finali riversano i loro risparmi – nonché la liquidità ottenuta dal riscatto delle quote dei fondi di investimento – in titoli di Stato e beni rifugio: i

⁶ Saremo più precisi nella sezione dedicata all'innovazione finanziaria, in cui descriveremo in dettaglio le caratteristiche di tali titoli.

tassi sui titoli di Stato diminuiscono e il prezzo di oro e argento aumenta. Si tratta di un fenomeno ampiamente noto di “fuga verso gli investimenti di qualità” (*flight to quality*).

Mercoledì 8 agosto BNP-Paribas sospende i riscatti delle quote di tre fondi ad essa collegati che hanno in portafoglio titoli *subprime*.

Fonti ufficiali affermano che i fondi non sono in grado di prezzare le quote al momento della richiesta di riscatto perché non si riesce a determinare il prezzo dei titoli in portafoglio per mancanza di “liquidità” sui mercati finanziari. La ragione è molto semplice: la domanda di questi titoli si è dissolta.

Si palesa in modo eclatante l’ingenuità tipica di queste forme di finanza strutturata. I fondi che investono in titoli *subprime* si trovano nella categoria dei fondi monetari o obbligazionari, quindi a rischio limitata. Ma i mutui *subprime* sono ad alto rischio, come ha mostrato la dinamica delle insolvenze su questo tipo di mutui fin dalla primavera del 2007. In altri termini il *pricing* del rischio è risultato *ex post* decisamente sbagliato: il rischio di certe categorie di titoli è stato sottovalutato sia nella percezione degli investitori sia nella determinazione del prezzo di mercato – quando era il mercato a determinarne il prezzo oppure quando il prezzo era generato da algoritmi (un caso che si verificava quando il mercato era di fatto inesistente).

Si mette in moto un processo di *re-pricing* che si manifesta innanzitutto nella accelerazione dei declassamenti dei titoli *subprime* da parte delle agenzie di *rating*. C’è forte incertezza sulla distribuzione e sulla natura del rischio: con una espressione significativa qualcuno commenta “now you see it, now you don’t”.

Nella notte dell’8 agosto si manifestano problemi non irrilevanti sui mercati asiatici: si

paralizzano le contrattazioni sui titoli frutto della cartolarizzazione dei mutui.

Il **9 agosto 2007** è il “giovedì nero” della crisi dei *subprime*. A Wall Street l’indice S&P perde quasi il 3%, le principali piazze europee tra l’1% e il 3%. Perdite si registrano anche nelle borse asiatiche. Il tasso *overnight* sul mercato interbancario europeo schizza dal 4% al 4,6%. La liquidità evapora anche sul mercato interbancario.

La carenza di liquidità sull’interbancario è dovuta all’accresciuta domanda di fondi da parte delle banche per soddisfare il fabbisogno di liquidità da parte dei veicoli di investimento ad esse collegati. Le banche infatti si impegnano a fornire liquidità di ultima istanza ai propri fondi di investimento⁷ in caso di difficoltà di questi ultimi ad approvvigionarsi di mezzi finanziari a breve.

Il problema è che le banche con eccesso di liquidità non la offrono sul mercato interbancario. La crisi di fiducia si estende alle banche che non si fidano a concedere prestiti l’un l’altra perché non sono in grado di valutare la rischio della controparte. L’impossibilità per le banche di fare provvista a favore dei fondi costringe questi ultimi al *distress selling* per far fronte alla domanda di riscatti da parte del pubblico.

A questo punto intervengono le principali banche centrali in qualità di prestatori di ultima istanza per fornire liquidità al mercato interbancario. La BCE immette 95 mld. di euro. Nella stessa giornata la Fed inietta liquidità primaria per 24 mld. di dollari. Tuttavia la tempesta non si calma. Il 10 agosto si verifica un nuovo crollo delle Borse – di entità compresa sempre tra il 2% e il 3% - sulle principali piazze

⁷ Rinviamo di nuovo alla sezione dedicata all’innovazione finanziaria per una descrizione della natura e dell’attività di investimento di tali fondi.

internazionali. In due giorni viene bruciata capitalizzazione per 428 mld. di euro in Europa. Le banche centrali intervengono di nuovo come prestatori di ultima istanza. Sul mercato interbancario europeo c'è un eccesso di domanda di fondi per 110 mld. di euro provenienti da 62 banche. La BCE immette fondi per 61 mld. di euro.

La Fed interviene con 38 mld. di dollari. Quest'ultima è l'iniezione di liquidità più grande dall'attacco alle Torri Gemelle. Il 14 settembre 2001, infatti, l'immissione di liquidità aveva raggiunto il record di oltre 81 mld. di dollari. Ma all'epoca il sistema dei pagamenti era stato effettivamente interrotto per motivi tecnici. Mediamente, in condizioni normali, le operazioni di mercato aperto per finanziare l'interbancario americano vanno dai 2 ai 20 mld. di dollari al giorno.

Emergono in superficie anche le difficoltà della banca tedesca Ikb. Rhineland Fund è un fondo di investimento speciale collegato alla banca Ikb. Si finanzia a breve e investe a lungo termine, anche in titoli *subprime*. Nel pieno della crisi di fiducia nei confronti degli investitori istituzionali esposti al rischio *subprime*, Rhineland Fund non riesce più a finanziarsi con carta commerciale e quindi deve appoggiarsi a Ikb, che gli garantisce liquidità in caso di difficoltà. La carenza di liquidità del fondo si trasmette quindi alla banca, che a sua volta entra in crisi. La banca pubblica Kfw, azionista di maggioranza di Ikb (38%), si impegna a coprire le obbligazioni di Rhineland Fund per 8 mld. di euro. Anche Deutsche postbank risulta esposta verso il rischio *subprime* perché ha investito in strumenti finanziari sponsorizzati da Ikb ⁸.

L'evaporazione della liquidità (*liquidity squeeze*) dà luogo alla stretta creditizia (*credit crunch*). Le banche a corto di fondi a breve per effetto dell'evaporazione della liquidità sull'interbancario limitano l'offerta di prestiti.

Il 13 agosto, nonostante le borse europee si siano riprese, la BCE immette sul mercato interbancario altri 48 mld. di euro al tasso del 4% (ma c'era eccesso di domanda per 84 mld. di euro). Anche la Fed immette fondi per 2 mld. di dollari. In tutto nella settimana che ha termine il 13 agosto la BCE ha pompato liquidità nel sistema per 230 mld. di euro.

Nuovo crollo di borsa il 16 agosto – ed è il terzo in una settimana! – con 235 mld. di euro di capitalizzazione bruciati. Nuovo intervento della Fed per 17 mld. di dollari. Il 17 agosto la Fed inietta 6 mld. di dollari di nuova liquidità. Inoltre taglia di mezzo punto il tasso di sconto ossia il tasso praticato sui prestiti diretti alle banche portandolo al 5,75%. Lascia per il momento invariato il tasso sui Fed Funds (al 5,25%). La Fed accetta titoli di finanza strutturata – compresi i titoli *subprime* – come garanzia per effettuare prestiti alle banche. Lo stesso giorno il fondo *hedge* Sentinel Management congela le attività in portafoglio e quindi rinvia *sine die* il riscatto delle quote, come era successo per i fondi legati a BNP Paribas. Il 18 agosto chiede la procedura fallimentare (Chapter 11).

Fermiamo qui la cronaca della crisi. La terza decade di agosto è relativamente meno tormentata rispetto alle prime tre settimane, ma le difficoltà sono ancora presenti e danno origine a improvvise e per certi versi sorprendenti esplosioni di pessimismo. Citiamo solo quella – assolutamente emblematica – del crollo in Borsa del titolo *Northern Rock*, la banca britannica specializzata in mutui, e della successiva corsa agli sportelli a metà settembre. La *Bank of*

⁸ La crisi non risparmia i mercati asiatici. Anche in Cina sei banche quotate sono esposte al rischio *subprime*.

England, che si era rifiutata di intervenire per evitare problemi di “azzardo morale”, deve fare precipitosamente marcia indietro, iniettare liquidità nel sistema e procedere ad una forma – nemmeno troppo nascosta – di salvataggio della banca. Il governatore della *Bank of England* Mervin King ammette candidamente di fronte ad una commissione parlamentare di aver cambiato idea dopo aver visto in televisione la fila di depositanti davanti agli sportelli della banca: un evento che non si verificava in Gran Bretagna dal 1866.

Il 18 settembre la Fed si decide a tagliare di 50 punti base il tasso sui Fed Funds. Si inverte la tendenza al graduale aumento dei tassi che era iniziata nel 2004.

2. La sequenza degli avvenimenti

La cronaca precedente ci aiuta a individuare uno schema di successione degli eventi, che può essere ricostruito in forma stilizzata come segue:

1. Aumento della morosità e dell’insolvenza sui mutui *subprime* negli USA, con un’improvvisa accelerazione a partire dalla primavera del 2007.
2. Perdite per le finanziarie specializzate in mutui e per le banche – il prezzo degli immobili infatti crolla e si riduce quindi il valore delle garanzie reali – e perdite in conto capitale anche sui titoli frutto della cartolarizzazione. Le agenzie di *rating* declassano, seppur tardivamente, il grado di rischio di tali titoli.
3. Gli investitori finali (ad es. clienti di fondi di investimento) temono che le insolvenze sui mutui si traducano in insolvenze sui titoli in portafoglio del fondo di cui sono clienti. Ciò

scatena un’ondata di richieste di riscatto delle quote.

4. I fondi, a corto di liquidità, cercano di approvvigionarsi sul mercato della carta commerciale ma non ci riescono, in quanto la liquidità su tali mercati è evaporata.
5. I fondi cercano quindi di vendere i titoli in portafoglio, spesso in condizioni di svantaggio (*distress selling*), a cominciare da quelli frutto della cartolarizzazione dei mutui. Ma non si trovano compratori. Evapora anche la liquidità sui mercati secondari dei titoli riconducibili alla cartolarizzazione dei mutui ipotecari⁹. Ma diventa difficile disfarsi anche dei titoli non *subprime* sul mercato azionario. Di qui i crolli di Borsa.
6. I fondi sospendono i riscatti (come nel caso dei fondi riconducibili a BNP-Paribas in agosto) creando panico tra gli investitori. *Flight to quality* dai fondi di investimento ai titoli di Stato, il cui rendimento tende a flettere.
7. Le banche, che spesso hanno garantito una linea di credito ai fondi in caso di carenza di liquidità non superabile altrimenti, cercano di approvvigionarsi sul mercato interbancario ma non ci riescono. La liquidità è evaporata anche sul mercato interbancario.
8. Le banche diventano caute nel concedere credito sia alle famiglie – in primo luogo sul mercato dei mutui – che alle imprese. Inoltre si riduce l’offerta di fondi sul mercato interbancario. Le banche non si concedono più prestiti tra loro. La liquidità è evaporata in sequenza sui mercati della carta commerciale, dei titoli azionari, dei fondi interbancari.

⁹ Com’è ovvio, nel frattempo si congelano le operazioni anche sul mercato primario dei titoli *subprime*.

9. In alcuni casi i depositanti manifestano panico e corrono a ritirare i depositi (*bank run*), come nel caso di Northern Rock in settembre.

Fin qui la sequenza degli avvenimenti sui mercati finanziari. Essa descrive la dinamica endogena dei mercati in assenza di interventi esterni. Come in altre occasioni, tuttavia, le autorità monetarie hanno modificato la dinamica dei mercati dapprima con l'intervento come prestatori di ultima istanza e successivamente con un taglio dei tassi di interesse di intervento (nel caso della Fed).

L'intervento delle autorità ha ridotto la volatilità sui mercati monetari e finanziari ma non ha rimosso la fonte delle difficoltà, che sono ancora presenti.

Quanto agli effetti reali, è difficile isolare le conseguenze sull'attività economica aggregata della crisi dei *subprime* da quelle dell'intervento delle autorità di politica economica e di altri shock che si sono nel frattempo abbattuti sulle economie industrializzate, a cominciare dall'aumento dei prezzi petroliferi.

Comunque, non è difficile predire che, a parità di altre circostanze – ossia in assenza di interventi correttivi di politica monetaria – il malfunzionamento (*disruption*) dei mercati finanziari a seguito della crisi avrebbe effetti recessivi sul piano reale attraverso i soliti canali: l'effetto ricchezza negativo su consumi ed investimenti del crollo del mercato azionario; l'effetto depressivo dell'aumento dei tassi di interesse alcune componenti della domanda come la spesa delle imprese in macchinari e attrezzature e la spesa delle famiglie in beni di consumo durevoli, etc.

Ci concediamo a questo punto una breve ma a nostro avviso significativa digressione tracciando un parallelo tra la sequenza degli

avvenimenti descritta precedentemente e quella individuata da Irving Fisher per descrivere la Grande Depressione. Naturalmente non intendiamo affatto sostenere che le due crisi siano uguali, ma vogliamo trarre insegnamenti sulla natura dell'episodio attuale dal confronto con la più classica delle crisi finanziarie del capitalismo contemporaneo.

In un articolo apparso nel 1933 Irving Fisher presenta una sequenza di eventi che descrive l'origine e il corso della Grande Crisi. Lo citiamo per esteso: "Supponendo che ci sia uno stato di *over-indebthness*, esso darà luogo ad un tentativo di liquidazione del debito su iniziativa o dei debitori o dei creditori o di entrambi. Quindi avremo la seguente catena di conseguenze in nove passi.

1. La liquidazione del debito dà luogo a *distress selling* e a
2. contrazione dei depositi man mano che si riducono i prestiti ... Questa contrazione causa
3. Una diminuzione del livello dei prezzi ... Assumendo che non vi siano interventi di reflazione (sottolineatura aggiunta) si verificherà
4. un'ulteriore diminuzione del capitale netto delle imprese, che condurrà ad un flusso di bancarotte e
5. Una caduta ... dei profitti che, in una economia capitalistica ... induce le imprese in perdita a
6. Una riduzione dell'output ... e dell'occupazione. Perdite, bancarotte e disoccupazione inducono
7. Pessimismo e perdita di fiducia che a loro volta conducono a
8. Tesoreggiamento e ulteriore riduzione della velocità di circolazione della moneta. Gli otto passi precedenti causano

9. Cambiamenti complicati nei tassi di interesse, in particolare ... un aumento del tasso di interesse reale”¹⁰.

Ci sono ovvie somiglianze ed altrettanto grandi differenze tra le due sequenze. Considerando le somiglianze, notiamo in primo luogo che anche all’origine della Grande Crisi c’è un fenomeno di eccessivo indebitamento. Nel caso della crisi dei *subprime* **il sovra indebitamento è però limitato – almeno per il momento – al settore delle famiglie** e induce un tentativo di liquidazione del debito sia attraverso l’interruzione del rapporto di credito (*foreclosure*) sia attraverso l’escussione della garanzia ossia l’acquisizione dell’immobile da parte della banca (*repossession*).

Anche il *distress selling* citato al punto (1) della sequenza di Fisher accomuna la crisi dei *subprime* alla Grande Depressione. Nel caso della crisi dei *subprime* **lo smobilizzo riguarda i titoli in portafoglio** dei fondi di investimento. In assenza di un intervento delle autorità si verificherebbe anche nel nostro scenario una riduzione della quantità di moneta (punto 2 della sequenza di Fisher) parallelo alla contrazione dell’indebitamento.

Le autorità hanno però imparato la lezione della Grande Crisi e hanno prevenuto la contrazione dei mezzi di pagamento nell’economia mediante massicce iniezioni di liquidità. La riduzione della quantità di moneta è stata pertanto contenuta e lo sarà anche nel prossimo futuro di modo che un anello importante del meccanismo di trasmissione della crisi – ossia la deflazione in senso stretto, vale a dire la contrazione del livello dei prezzi di beni e servizi (punto 3 della sequenza di Fisher) – non ci sarà.

L’unica deflazione che c’è e continuerà ad esserci è quella dei prezzi delle attività

finanziarie e reali, a cominciare dai prezzi degli immobili. Inoltre, non abbiamo ancora assistito ad una contrazione del patrimonio netto delle imprese (punto 4 della sequenza di Fisher). Naturalmente poiché non si può escludere – si può anzi ritenere altamente probabile – che gli sviluppi futuri della crisi e soprattutto l’imminente recessione coinvolgano anche le imprese, riducendo la loro capacità di fare profitti, è ragionevole attendersi l’aumento della fragilità finanziaria delle imprese stesse nel prossimo futuro. Tuttavia, è prevedibile che essa sarà comunque limitata perché le autorità si impegneranno per impedire un rialzo dei tassi di interesse.

In altri termini le autorità sono effettivamente intervenute con misure di “reflazione”, vale a dire di aumento della liquidità e sostegno della domanda aggregata – di qui la sottolineatura da noi aggiunta al testo di Fisher – e di conseguenza non ci sono state le numerose bancarotte, come quelle che effettivamente caratterizzarono la Grande Crisi. Tuttavia vale la pena sottolineare che le insolvenze sui mutui e le perdite su titoli in portafoglio intaccano la solidità patrimoniale delle banche. I timori diffusi di crisi bancaria generalizzata ne sono un sintomo rivelatore. Ciò potrebbe comportare un aumento endogeno dei tassi di interesse in futuro e rischi di compressione del patrimonio netto delle imprese debitorie.

Solo i primi due passi della sequenza di Fisher si sono quindi manifestati (in forme peraltro diverse da quelle canoniche) nel corso della crisi attuale. Ciò non è dovuto, tuttavia, ad una differenza strutturale della crisi attuale rispetto alla Grande Crisi, quanto piuttosto al fatto che la crisi non ha ancora compiutamente dispiegato i suoi effetti e soprattutto al fatto che l’intervento delle autorità ne limiterà comunque il raggio di azione. Se gli USA entreranno effettivamente in

¹⁰ Irving Fisher, “The Debt Deflation Theory of Great Depression”, *Econometrica*, 1933, pp. 341-342.

recessione, avremo la contrazione dei profitti e dell'occupazione citati ai punti 5 e 6 della sequenza di Fisher, ma in forma comunque attenuata dall'intervento delle autorità monetarie e fiscali. I punti 7 e 8 sembrano invece caratterizzare anche la crisi attuale. La corsa agli sportelli, ad esempio, che per ora ha colpito solo *Northern Rock*, è un caso classico di aumento improvviso e rilevante del tesoreggiamento.

D'altro canto c'è una differenza essenziale della crisi attuale rispetto alle crisi classiche: il ruolo della cartolarizzazione e dell'innovazione finanziaria. Per questo motivo a questo tema dedicheremo due sezioni, la sesta e la settima.

3. *Dramatis personae*

Per comprendere l'analisi che segue è opportuno premettere una breve descrizione dei mercati e degli operatori coinvolti. Per quanto riguarda i mercati è naturale prendere le mosse dal mercato dei mutui USA e in particolare il segmento *subprime*. Risultano coinvolti anche il mercato dei titoli, a cominciare dal mercato dei titoli *subprime*, non solo negli Stati Uniti ma anche nel resto del mondo, e in particolare in Europa. Inoltre si manifestano tensioni gravi sul mercato della carta commerciale, sul mercato interbancario e sui mercati dei prestiti bancari, ancora una volta sia negli USA che in Europa.

I personaggi che entreranno progressivamente in scena in questa analisi della crisi sono:

- le famiglie americane che domandano mutui ipotecari *subprime*;
- gli intermediari che originano i mutui (banche commerciali, finanziarie specializzate, *mortgage brokers*) negli USA che operano sul lato dell'offerta di mutui *subprime*;
- le banche commerciali e soprattutto di investimento USA nel ruolo di soggetti che danno vita a veicoli di investimento speciali (*Special Purpose Vehicle* o SPV) al fine di mettere fuori bilancio i mutui originati ma non trattiene in portafoglio dalle banche stesse;
- i veicoli di investimento speciali che acquistano mutui dalle banche finanziandosi con carta commerciale, li cartolarizzano trasformandoli in titoli *subprime* a diversi livelli di sofisticazione e complessità – come vedremo nella sezione 7 – e vendono i titoli frutto della cartolarizzazione agli investitori istituzionali. In caso di fabbisogno di liquidità non altrimenti soddisfatto, le banche si impegnano a fornire una linea di credito secondaria agli SPV;
- le compagnie di assicurazione nel ruolo di soggetti che assicurano i titoli frutto della cartolarizzazione contro il rischio di insolvenza;
- le agenzie di *rating* che assegnano ai titoli frutto della cartolarizzazione e alle compagnie che li assicurano una classe di rischio;
- gli investitori istituzionali – in particolare fondi di investimento *hedge* ma anche fondi comuni di investimento, fondi pensione, compagnie di assicurazione – che domandano titoli *subprime*;
- gli investitori finali, che acquistano quote dei fondi di investimento o effettuano versamenti a fondi pensione o pagano premi a compagnie di assicurazione che a loro volta investono in titoli *subprime*;
- le banche nel ruolo di soggetti che si trovano a domandare liquidità sul mercato interbancario perché sono contrattualmente impegnate a fornire liquidità a veicoli di investimento in titoli *subprime* a cui esse

stesse hanno dato vita e che fino a quando è stato possibile si finanziavano con carta commerciale;

- le banche centrali – soprattutto Fed e BCE ma anche *Bank of England* e alcune grandi banche centrali asiatiche a cominciare dalla *Bank of Japan* – che intervengono massicciamente come prestatori di ultima istanza e regolatori dei tassi di riferimento per i mercati obbligazionari.

4. L'evoluzione del mercato immobiliare negli USA

Per comprendere appieno l'evoluzione del mercato dei mutui – che costituisce l'epicentro della crisi e che analizzeremo in dettaglio nella prossima sezione – occorre fare innanzitutto un passo indietro e considerare la dinamica del mercato immobiliare che fa da sfondo alla crisi stessa.

Nella lettura di consenso, il punto di partenza, ovvero la causa remota della crisi dei *subprime* è la “ricerca di rendimento” e l’associato “appetito per il rischio” determinatosi dopo il crollo del mercato azionario del 2000 che aveva posto termine alla cosiddetta bolla della *New Economy*. La politica di bassi tassi di interesse adottata da Greenspan per evitare le conseguenze recessive del crollo del mercato azionario garantiva, da un lato, un’ampia riserva di liquidità agli operatori e, dall’altro, deprimeva i rendimenti dei titoli a basso rischio. Gli investitori a caccia di rendimento – soprattutto quelli istituzionali – si rivelavano quindi disposti ad accettare titoli più rischiosi in portafoglio.

Quali opportunità di investimento erano disponibili? Il mercato azionario non ne offriva, depresso com’era dallo scoppio della bolla della *New Economy*. Le attività reali, tra le quali il

posto principale è occupato dagli immobili, costituivano il candidato naturale di investimento della liquidità in portafoglio. Nello stesso tempo il mercato immobiliare generava indirettamente nuove opportunità di investimento in titoli per effetto della cartolarizzazione dei mutui *subprime*. Di qui l’incremento cospicuo e continuo sia dei volumi prodotti e scambiati che dei prezzi degli immobili, che alcuni considerano a tutti gli effetti la conseguenza di una vera e propria bolla speculativa.

Sul fronte dei volumi si viene a manifestare – a partire dall’inizio del 2001 – una decisa accelerazione del *trend* ascendente dei permessi edili e dell’apertura di nuovi cantieri. Questi indicatori, che già stavano vivendo un prolungato periodo positivo, raggiungono dei tassi di sviluppo che non si registravano dalla seconda metà degli anni ‘70. Contemporaneamente, la spesa per costruzioni conosce un sostanziale incremento grazie soprattutto alla dinamica degli investimenti privati nel comparto residenziale, che si accompagna d un rilevante incremento della compravendita delle abitazioni che – nel periodo 2002/2005 – passano da 6 a 8.5 milioni all’anno.

Un’ulteriore spinta alla crescita del settore giunge dalla rinegoziazione dei mutui¹¹. Gli incrementi del valore degli immobili e il favorevole livello dei tassi d’interesse consentono infatti il rifinanziamento dei mutui a condizioni estremamente favorevoli, alimentando in tal modo sia la crescita dei volumi scambiati che dei prezzi degli immobili. Questi ultimi conoscono infatti un deciso e sostenuto incremento, seguendo un trend che

¹¹ Si rinvia alle sezioni successive per l’analisi approfondita di questo punto.

nell'opinione di Shiller, non può però essere spiegato da quello dei cosiddetti *fondamentali*¹². Secondo Shiller l'andamento degli affitti nel corso dell'ultimo decennio è stato infatti molto meno volatile di quello dei prezzi degli immobili e pertanto non si può ricondurre il secondo al primo¹³. Analogo discorso si può fare per il costo di costruzione degli immobili, che ha mostrato una dinamica molto più contenuta di quella dei prezzi degli immobili stessi.

In definitiva Shiller ritiene che la dinamica dei prezzi delle abitazioni abbia le caratteristiche tipiche di una bolla trainata da aspettative di futuri ulteriori incrementi dei prezzi degli immobili stessi, una sorta di comportamento collettivo basato sulla convinzione della prosecuzione della tendenza in corso, quella che si potrebbe definire una forma di epidemia nel comportamento sociale (*social epidemics*).

E' importante notare che l'aumento del prezzo degli immobili:

- accresce la domanda di abitazioni da parte di individui a caccia di investimenti (reali) poiché le aspettative di guadagno in conto capitale sono crescenti nel corso di una bolla;

¹² R. Shiller, "Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership", *Economics Department Working Paper #28*, ottobre 2007, Yale University. Nel caso specifico i fondamentali possono essere il valore attuale del flusso di rendimenti ottenibili dall'investimento immobiliare – dove il rendimento è identificabile con l'affitto e il tasso di sconto è riconducibile ad una misura del tasso di interesse reale – oppure il costo di produzione degli immobili.

¹³ Occorre comunque sottolineare che nel periodo considerato la dinamica del tasso di interesse reale è stata decisamente influenzata dalla politica monetaria espansiva condotta da Greenspan. La forte flessione del tasso di interesse reale accresce il fattore di sconto e quindi amplifica gli effetti sul prezzo "fondamentale" degli *asset* della dinamica degli affitti. Shiller non ignora questo effetto, ma lo ritiene di importanza secondaria.

- consente a coloro che sono già proprietari di rifinanziare il mutuo stesso attraverso il cosiddetto *Home Equity Withdrawal*¹⁴;
- induce i prestatori a estendere più facilmente credito per l'acquisto dell'abitazione perché riduce il tasso di insolvenza sui mutui di qualità peggiore. Quando il prenditore è in difficoltà, infatti, può sempre rivendere l'immobile e con il guadagno in conto capitale garantitogli dal boom estinguere il debito.

Shiller fa notare che il mercato dei mutui *subprime* era praticamente inesistente prima della metà degli anni '90 e si è sviluppato impetuosamente in parallelo alla fase ascendente della bolla immobiliare. I mutui, inoltre, possono (e generalmente sono) cartolarizzati. Ciò provoca, come vedremo meglio tra breve, una decisa espansione dell'offerta di credito: i vecchi mutui, cartolarizzati e trasformati in attività vendute agli investitori, forniscono liquidità aggiuntiva alle banche che queste ultime utilizzano per accendere nuovi mutui. Si stimola così la domanda di case e indirettamente si alimenta la tendenza crescente del prezzo degli immobili.

Questo meccanismo induce una più ampia diffusione della proprietà delle abitazioni da parte delle famiglie e, parallelamente, un aumento del loro grado di indebitamento.

Il combinato disposto di questi fattori porta il tasso di crescita (trimestrale annualizzato) del prezzo degli immobili a raggiungere un picco (vicino al 15%, vedasi FIG. 1) nel secondo trimestre del 2005.

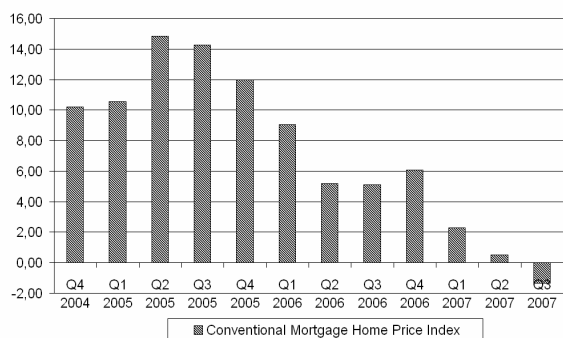
La spirale tra rinegoziazione dei mutui e ascesa del prezzo delle case ha infatti termine quando la Fed imprime una svolta restrittiva alla propria

¹⁴ Ne abbiamo parlato in OM-2/2007 e OM-3/2006.

politica monetaria. A partire da quel momento il mercato entra progressivamente in crisi. L'accesso ai finanziamenti diventa più costoso e restrittivo, mentre la domanda d'immobili – e di riflesso i prezzi – iniziano a seguire un trend discendente. A tale proposito è sufficiente osservare l'andamento seguito nel tempo dall'indicatore di *pending home sales* – ossia le abitazioni per le quali non è ancora stata perfezionata la transazione ma è già stato firmato un accordo preliminare di vendita – che conosce una decisa crescita sino alla fine del 2005, per entrare successivamente in una fase di calo che persiste tuttora.

La conseguente stabilizzazione con successivo arretramento dei prezzi delle case fa rapidamente emergere gli eccessi accumulati negli anni precedenti. Come mostra sempre la FIG. 1, gli indicatori di prezzo del settore immobiliare negli USA – che continuano ad aumentare a tassi crescenti fino alla fine del 2005 – iniziano ad invertire la tendenza già nei primi mesi del 2006. Nel secondo trimestre del 2007 la crescita si arresta e nel terzo trimestre diventa addirittura negativa.

FIG. 1: Dinamica dei prezzi degli immobili (variazioni percentuali congiunturali annualizzate)



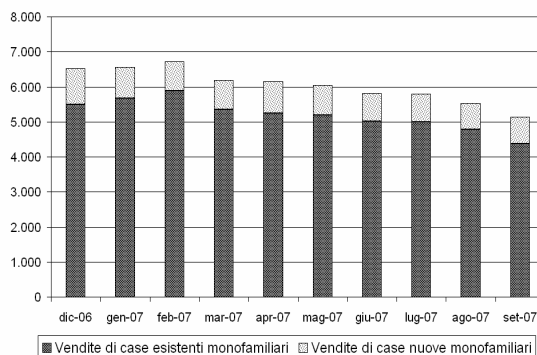
Fonte: Freddie Mac, Office of the Chief Economist

Ovviamente il rovesciamento della tendenza crescente e il passaggio ad una fase di diminuzione dei prezzi comportano un capovolgimento dei comportamenti di indebitamento e quindi, in prospettiva, anche di scelte di consumo e abitative.

Con un ragionevole ritardo rispetto al periodo in cui il tasso di incremento dei prezzi degli immobili si azzerava, la domanda di abitazioni inizia a rallentare. L'aumento dei tassi di interesse causa infatti un rialzo del costo dei mutui, producendo in ultima analisi un calo della domanda di immobili.

La FIG. 2 è esemplificativa: tra il 2006 e il 2007 l'ammontare di unità abitative vendute ha subito un tracollo, soprattutto sul mercato secondario.

FIG. 2: Dinamica delle vendite di immobili residenziali (migliaia di unità, dati destagionalizzati e annualizzati)



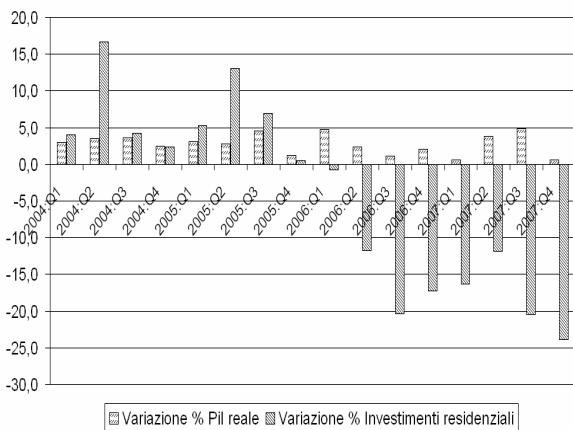
Fonte: Census Bureau, Department of Commerce; National Association of Realtors.

L'inversione ciclica nel settore immobiliare USA è ancora più evidente se si guarda ai dati di contabilità nazionale. La voce più interessante da questo punto di vista è quella degli *investimenti residenziali*, che misura in buona sostanza l'attività economica che, in ciascun periodo, è motivata dalla predisposizione delle strutture abitative. Essa consiste di tre principali voci: costruzione di nuove case uni-familiari,

costruzione di nuove case multi-familiari e ristrutturazioni/migliorie.

Nella FIG. 3 abbiamo riportato il tasso di variazione congiunturale annualizzato dell'investimento residenziale e quello del PIL su base trimestrale negli ultimi tre anni. Ad una fase di elevata espansione degli investimenti residenziali, generalmente più rapida di quella registrata dal PIL – con un picco di oltre il 15% a metà del 2005 – è seguito un periodo di stagnazione e in seguito di contrazione che è tuttora in corso. L'ultimo trimestre del 2007 ha chiuso con un dato allarmante: -25%.

FIG. 3: PIL e investimenti residenziali (Variazioni percentuali congiunturali annualizzate)



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce.

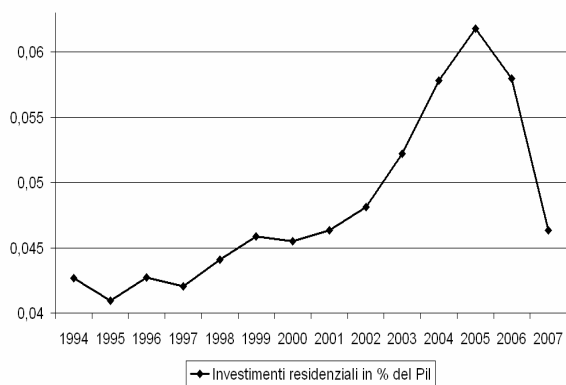
Anche in termini di PIL gli investimenti residenziali sono scesi di circa un punto e mezzo percentuale tra il 2005 e il 2007 come mostra la FIG. 4. Dopo aver toccato un picco di oltre il 6% nel 2005, essi rappresentano attualmente poco più del 4,5% del PIL.

Come ha sottolineato Leamer, la quota dell'investimento residenziale sul PIL ha un notevole potere predittivo delle recessioni. Infatti essa ha raggiunto un picco e ha cominciato a cadere poco prima di ognuna (o

quasi) delle recessioni che hanno caratterizzato l'economia statunitense a partire dal 1950.

Se la storia si ripettesse ancora – come sembra molto probabile – a giudicare dal grafico di FIG. 4 l'economia americana sarebbe decisamente sull'orlo della recessione¹⁵.

FIG. 4: Quota degli investimenti residenziali sul PIL



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce.

Nelle figure che seguono concentriamo l'attenzione sul mercato *primario* degli immobili, che fornisce un quadro aggiornato della domanda e dell'offerta di nuove case. In FIG. 5 riportiamo i dati riguardanti i livelli di nuove case iniziate, in fase di costruzione e terminate da luglio 2006 a settembre 2007. Anche in questo caso i dati mostrano evidenti segni di contrazione.

Anche dalla concessione di permessi all'apertura di nuovi cantieri (si veda a questo proposito la FIG. 6) emerge con plastica chiarezza il periodo di contrazione dell'offerta sul mercato primario degli immobili.

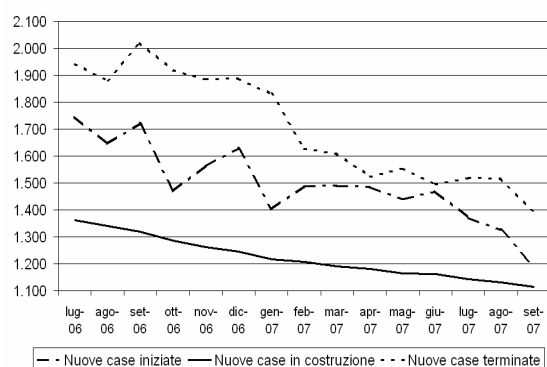
Come si è più volte sottolineato su queste pagine¹⁶, gli effetti della crisi del settore

¹⁵ E. Leamer, "Housing is the Business Cycle", *NBER working paper* #13428.

¹⁶ Si veda in particolare OM-3/2007.

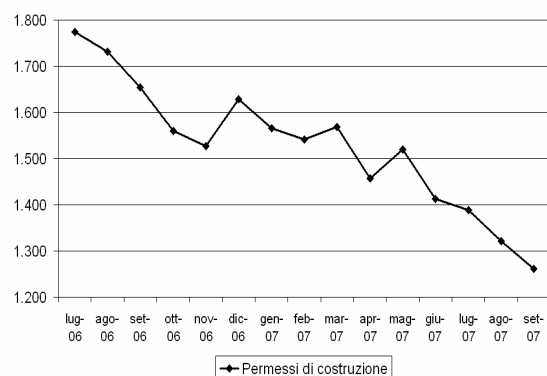
immobiliare potrebbero trasmettersi agli altri settori attraverso il canale degli *effetti ricchezza*.

FIG. 5: Dinamica degli immobili di nuova costruzione (migliaia di unità, dati destagionalizzati e annualizzati)



Fonte: Census Bureau, Department of Commerce

FIG. 6: Permessi di costruzione (migliaia di unità, dati destagionalizzati e annualizzati)



Fonte: Census Bureau, Department of Commerce

I consumatori basano le decisioni di spesa non solo sul loro reddito ma anche sul livello della ricchezza sia corrente sia attesa. Una contrazione della ricchezza comporta una diminuzione del livello dei consumi. Per un'elevata quota delle famiglie americane la ricchezza è sostanzialmente rappresentata dal valore di mercato della casa, pertanto una diminuzione dei prezzi degli immobili può causare una

diminuzione della ricchezza delle famiglie e conseguentemente una contrazione dei consumi e della domanda aggregata. Poiché il livello dei consumi rappresenta circa il 70% del PIL USA anche cambiamenti piccoli del livello dei consumi possono avere effetti di portata rilevante sulla crescita dell'output.

5. L'epicentro della crisi: il *subprime meltdown* negli USA

Per descrivere il processo di generazione della crisi, occorre partire dal mercato dei mutui e in particolare di quelli destinati a prenditori con basso merito di credito o *subprime*¹⁷.

Gli intermediari specializzati in mutui (*finanziarie, mortgage brokers*) e le banche commerciali USA in qualità di *mortgage originators* offrono ai loro clienti i mutui *subprime* che rientrano tra i prodotti dichiarati "alla portata" dei prenditori (*affordability products*). In linea di principio i *subprime* sono mutui destinati alla clientela non primaria, ossia con basso merito di credito. La nomenclatura si affida ad acronimi fantasiosi e talvolta evocativi: da NISA (*No Income, Stated Assets*) a NINA (*No Income, No Assets*) fino ai famigerati mutui NINJA (*No Income, No Job or Asset*).

Dal punto di vista delle condizioni contrattuali, i mutui *subprime* sono generalmente caratterizzati da:

- rapporto tra ammontare del prestito e valore dell'immobile (*loan-to-value ratio o LTV*) uguale o superiore al 100%. Talvolta i debitori accendono due mutui, uno a tasso più basso per la parte principale del mutuo

¹⁷ Per un volume che approfondisce questi temi si rinvia a E. Gramlich, *Subprime Mortgages*, Urban Institute Press, 2007.

stesso e uno a tasso più alto per coprire il *downpayment*, ossia la quota del valore dell'immobile solitamente pagata direttamente dall'acquirente. Si parla in questo caso di *piggyback loans*.

- tasso variabile (*Adjustable Rate Mortgages* o ARM) – contrariamente alla pratica degli anni '60 e '70 che prediligeva i tassi fissi. La quota di mutui *subprime* a tasso variabile sale da poco meno di $\frac{3}{4}$ nel 2001 al oltre il 90% nel 2005.
- “tasso allettante” (*teaser rate*) – ossia molto basso – per un periodo iniziale di due o tre anni, destinato a crescere successivamente per effetto della revisione delle condizioni contrattuali (*reset*).

E' chiaro che, a regime, il mutuo *subprime* è tutt'altro che alla portata dei prenditori. A seguito del *reset*, i proprietari saranno costretti a rifinanziarsi e/o a subire penalità rilevanti per il mancato servizio del debito.

Ovviamente i mutui *subprime* sono in media caratterizzati da tassi più alti di quelli sui mutui destinati alla clientela primaria, ma gli *originators* cercano di vendere i mutui *subprime* anche a quest'ultima¹⁸. Le pratiche di offerta di tali mutui sono decisamente aggressive e al limite dell'illegalità (*predatory lending*). La valutazione del merito di credito è molto approssimativa quando non deliberatamente superficiale o addirittura fraudolenta. Si va dai mutui *low doc*, ossia basati su una documentazione modesta, a quelli *no doc*, ossia

senza documentazione, fino ai *liar loans*, ossia i mutui basati su documentazione non veritiera.

I *mortgage brokers* non sono intermediari soggetti alla supervisione delle autorità di vigilanza ma sono autorizzati e in linea di principio regolati dai singoli Stati. Le autorizzazioni sono molto spesso assolutamente superficiali. Si calcola che circa la metà dei mutui *subprime* sia stata effettuata da questo tipo di intermediari.

La pratica di offerta aggressiva di mutui *subprime* si spiega in prima battuta con l'incentivo monetario che hanno i *mortgage brokers*. Essi guadagnano uno *yield spread premium* pari ad una quota fissa del prestito se il tasso praticato al debitore è superiore ad una certa soglia. E' quindi più conveniente per un venditore di mutui collocare dei *subprime* che dei mutui relativamente sicuri.

Se i *subprime* sono rischiosi perché gli intermediari distorcono gli incentivi dei loro impiegati in direzione della massimizzazione del volume di mutui, il cosiddetto *through-put*?

L'unica motivazione razionale è la possibilità di disfarsi di tali mutui cartolarizzandoli e rivendendoli ad investitori –guadagnando ricche commissioni – in condizioni di *informazione asimmetrica*: gli *originators* dei mutui conoscono il rischio dei mutui stessi meglio degli investitori finali.

Parallelamente occorre chiedersi perché i clienti sono disposti ad accollarsi mutui *subprime*, ossia a condizioni in realtà tutt'altro che vantaggiose. Possiamo addurre tre spiegazioni.

1. In primo luogo la consapevolezza da parte del debitore di non essere in grado di ripagare il prestito – di essere cioè un tipo di prenditore “rischioso” (per il creditore) – può indurlo ad accettare più facilmente un mutuo *subprime*, caratterizzato da un tasso

¹⁸ Secondo un'indagine del Wall Street Journal – citato in L. Randall Wray, “Lessons from the Subprime Meltdown”, *Working Paper #522, The Levy Economics Institute*, dicembre 2007, p.9, nota 3 – oltre la metà dei mutui *subprime* collocati nel 2005 e nel 2006 avrebbe potuto essere caratterizzata da tassi più bassi in quanto venduta a clientela con merito di credito più alto di quello della clientela tipica dei *subprime*.



relativamente alto (sull'intera durata del prestito stesso).

Se i costi monetari o psicologici della morosità e della bancarotta – ad esempio per le spese amministrative e legali o per la perdita di reputazione – sono modesti, un mutuo *subprime* offre a un soggetto che sa già di non poter servire il debito per l'intera durata del prestito l'opportunità di godere a costi contenuti dei servizi abitativi della casa, almeno fino a quando non viene chiesto il *reset* delle condizioni contrattuali e si manifesta quindi l'insolvenza.

Si tratta di un fenomeno tipico di *selezione avversa*: prestiti a tassi più alti inducono un peggioramento della composizione qualitativa del pool di potenziali prenditori di fondi nel senso che aumenta la quota dei debitori di tipo rischioso.

In condizioni di informazione asimmetrica, per definizione il prestatore – nel nostro caso la banca o il *mortgage originator* – non conosce il tipo del prenditore di fondi, non sa cioè se esso è rischioso oppure no. Comunque, un prestatore consapevole del rischio di selezione avversa sarebbe indotto, qualora tenesse il prestito in bilancio, a non spingere troppo in alto il tasso di interesse, proprio per evitare di imbarcare troppi debitori rischiosi tra la sua clientela.

Quando il prestatore non intende tenere in bilancio i mutui ma vuole rivenderli dopo averli cartolarizzati, però, ciò non è più vero ossia il prestatore di fondi non ha un incentivo a non forzare i mutui a tassi elevati nei portafogli delle famiglie. In questo caso infatti il rischio di insolvenza viene trasferito, attraverso la cartolarizzazione, all'investitore in titoli *subprime*.

Anche in condizioni di informazione simmetrica, ossia anche quando il prestatore conosce il tipo del prenditore – il che è abbastanza plausibile nel caso dei mutui

subprime – il prestatore non ha un incentivo a non fargli prestito per lo stesso motivo.

2. In secondo luogo, anche se la morosità e l'insolvenza fossero “costosi” per il debitore, egli potrebbe essere indotto a contrarre un mutuo a condizioni non favorevoli nella convinzione di essere in grado, se forzato dalle circostanze a rivendere l'immobile, di ottenere un guadagno in conto capitale sufficiente a consentirgli di rimborsare il debito e di trovare una soluzione abitativa meno onerosa.

Questo comportamento è razionale in un contesto in cui ci si attende un aumento futuro del prezzo degli immobili sufficientemente ampio, ossia durante la fase ascendente della bolla immobiliare.

3. Infine, per una fascia di clientela non primaria vi è stata scarsa sofisticazione o addirittura credulità del mutuatario nell'accettazione dei mutui *subprime*. Si è parlato a questo proposito di “analfabetismo finanziario” dei prenditori di fondi.

L'evidenza aneddotica, ossia le “storie familiari” che si leggono sui quotidiani, tendono talvolta a corroborare questo fenomeno. E' chiaro tuttavia che questa motivazione ha una parte relativamente piccola nella spiegazione della diffusione dei mutui *subprime*. L'interpretazione di gran lunga più accettabile è quella basata sul nesso di incentivi che la cartolarizzazione ha creato e su cui si basano le due motivazioni precedenti: un incentivo per i prenditori poco solidi ad accettare i termini dei contratti *subprime* e un incentivo per gli *originators* a forzare mutui di questo tipo nei portafogli delle famiglie.

Alla base di questi incentivi c'è la possibilità di trasferire il rischio di credito dall'intermediario che origina il mutuo all'investitore finale che

acquista il titolo frutto della cartolarizzazione in condizioni di informazione asimmetrica nel senso che l'*originator* del mutuo conosce il rischio del mutuo stesso meglio dell'investitore finale.

Nella TAB. 1 riportiamo i dati relativi alla *origination* dei mutui (ossia al flusso di nuovi mutui) nel nuovo millennio – vale a dire nella fase inaugurata dal crollo della Borsa dopo la bolla della *New Economy* e la deregolamentazione dell'attività bancaria – e i dati relativi al peso dei mutui *subprime*.

TAB. 1: Mutui in complesso e *subprime*

	Mutui (mld \$)	M. <i>subprime</i> (mld \$)	Quota (%)
2001	2.215	190	8,6
2002	2.885	231	8,0
2003	3.945	335	8,5
2004	2.920	540	18,5
2005	3.120	625	20,0
2006	2.980	600	20,1

Fonte: Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual.

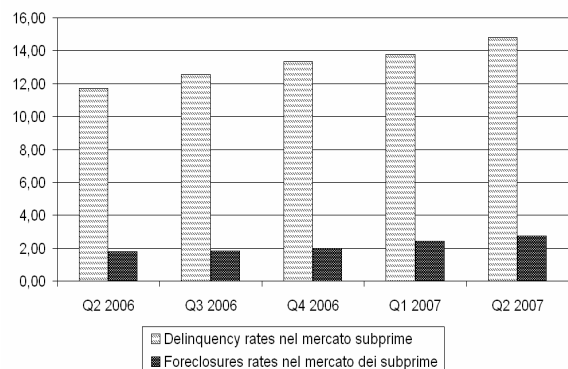
Questo orizzonte temporale si può dividere in due sottoperiodi pressoché identici. Come si vede, infatti, i mutui nel loro complesso quasi raddoppiano dal 2001 al 2003 raggiungendo quasi 4mila mld. di dollari. Nel 2004 si riducono drasticamente (di circa il 50%) – in parallelo all'aumento dei tassi di interesse – e poi sostanzialmente si stabilizzano negli anni successivi ad un livello prossimo ai 3mila mld. di dollari. I *subprime* sono una quota non trascurabile ma limitata del totale (intorno all'8%) nella prima parte del periodo considerato e saltano al 20% circa nella seconda parte, ossia nel periodo più recente.

Il tasso di morosità (*delinquency rate*) è diverso a seconda del tipo di mutuo. Mentre il tasso di morosità sui mutui a clientela primaria è stabile

attorno al 2-3% nell'intero periodo considerato la quota di morosità sui *subprime* a tasso variabile è del 15% circa fino al 2002, scende fin sotto il 10% nel 2004 e poi risale rapidamente fino a tornare sostanzialmente ai livelli del 2002 nel 2007¹⁹.

Quanto alle *foreclosures*, ossia alle interruzioni del rapporto di mutuo ipotecario con associata impossibilità per il debitore di riscattare l'immobile, il tasso di *foreclosure* è stabile intorno allo 0,5% per i mutui destinati a clientela primaria, mentre quello relativo ai *subprime* è quattro volte più alto. Nella FIG. 7 riportiamo i tassi di morosità e di interruzione dei contratti di mutuo *subprime* in percentuale del totale.

FIG. 7: Tassi di morosità e di interruzione dei mutui



Fonte: National Delinquency Survey, Mortgage Bankers Association.

Nel mercato dei mutui *subprime* il rischio quindi c'è ed è elevato. L'insolvenza sui *subprime* colpisce gli *originators* quando i mutui sono in corso di lavorazione per essere cartolarizzati. Il

¹⁹ La morosità sui *subprime* a tasso fisso è decisamente inferiore a quella dei *subprime* a tasso variabile. Ciò è comprensibile dal momento che l'incapacità di servire il debito si manifesta tipicamente nei mutui a tasso variabile quando vengono rivisti i termini contrattuali.

primo fallimento si registra ad aprile 2007: è quello di *New Century Financial*, seconda società finanziaria USA specializzata nel settore del *subprime*. A giugno *Bear Sterns* chiude due fondi *hedge* che investivano in titoli *subprime*. Il 6 agosto fallisce *American Home Mortgage*. Il 10 agosto chiede la procedura fallimentare (Chapter 11) *Homebank Mortgage*. Il 16 agosto *Countrywide* chiede una linea di credito per 11,5 mld. di dollari a 40 banche perché non riesce più a finanziarsi mediante obbligazioni. Fermiamo qui la cronaca per non tediare troppo il lettore. Quando invece i mutui sono già cartolarizzati, le insolvenze si traducono in perdite di valore per i titoli frutto della cartolarizzazione. Gli effetti di queste perdite sui mercati azionari sono stati rilevanti come abbiamo sottolineato nella prima sezione.

6. Il meccanismo di propagazione della crisi: la cartolarizzazione dei mutui

Il mercato secondario dei mutui è nato negli USA nella prima metà del secolo scorso su iniziativa e stimolo di agenzie governative quali *Fannie Mae* e *Freddie Mac*²⁰ che miravano a rendere liquidi i mutui ipotecari – e quindi a ridurre il costo per i debitori – emettendo e garantendo titoli frutto della cartolarizzazione dei mutui stessi.

Lo sviluppo della cartolarizzazione dei mutui e del mercato dei titoli frutto di tale cartolarizzazione è diventato però impetuoso a partire dalla prima metà degli anni '80 come reazione alla politica monetaria decisamente restrittiva adottata da Volcker nel 1979.

²⁰ *Fannie Mae* è il nome comune cui viene associata la *Federal National Mortgage Association*, mentre *Freddie Mac* è il nome comune attribuito alla *Federal Home Loan Mortgage Corporation*.

Quello di Volcker è l'unico esperimento autenticamente *monetarista* della politica monetaria americana. Sotto la guida del presidente appena insediato, la Fed adottò un obiettivo intermedio in termini di aggregato monetario. In questo contesto, la banca centrale controlla (indirettamente) la quantità di moneta lasciando libero il tasso di interesse di equilibrare domanda ed offerta di moneta.

La Fed contrasse poi la base monetaria – e quindi l'offerta di moneta – per combattere l'inflazione²¹. Di conseguenza il tasso sui *Fed Funds* schizzò verso l'alto – superando il 20% – mettendo in crisi il modo tradizionale di “fare business” nel settore dei mutui. Infatti i tassi sui mutui erano fissi e si aggiravano mediamente attorno al 6%²².

Le istituzioni finanziarie non potevano reggere la concorrenza dei titoli di Stato in queste condizioni. Pertanto i legislatori allentarono i vincoli della regolamentazione sulle *Savings & Loans* (S&L) in modo da consentire loro di investire in attività più remunerative ma anche necessariamente più rischiose.

Si ritiene che il “padre” delle *Mortgage Backed Securities* (MBS) sia stato Lewis Ranieri, finanziere di origini italiane – come il più famoso Charles Ponzi – che le ideò nel 1977 quando era impiegato presso *Salomon Brothers*.

Un titolo *Mortgage Based* si ottiene mettendo insieme migliaia di mutui ipotecari e frutta un rendimento (agli investitori che lo acquistano) che viene finanziato con il pagamento degli

²¹ L'esperimento durò approssimativamente tre anni – durante i quali l'economia statunitense sperimentò la recessione che prende il nome dal *chairman* della Fed, ossia la *Volcker Recession* –, dopo di che si tornò al tasso di interesse come strumento di politica monetaria.

²² Il modello di business tradizionale è stato scherzosamente definito 3-6-3: “pay 3% on deposits, earn 6% on mortgages and hit the golf course at 3 p.m.”.

interessi da parte dei mutuatari. Il rischio di credito del mutuo quindi è traslato dal mutuante, ossia dall'*originator* del mutuo stesso, all'investitore. Il mutuante guadagna le commissioni legate alla *origination* del mutuo, alla valutazione del rischio e alla gestione dei rapporti con il mutuatario. Inoltre, spostando i mutui fuori dai libri contabili, le banche possono eludere i requisiti di riserva e di capitale.

E' interessante notare come i primi passi del mercato dei MBS fu difficile e complicato. Esistevano infatti forti perplessità dei legislatori sull'opportunità di dar via libera a questo tipo di titoli²³.

Nel corso del nuovo millennio la deregolamentazione dell'attività bancaria si è spinta molto oltre. Nel 1999 è stato abbandonato definitivamente il *Glass-Steagall Act*, introdotto nel 1933, che separava nettamente l'attività bancaria di tipo *retail* dall'*investment banking* secondo l'impostazione tipica del *New Deal* di Roosevelt. Inoltre sempre nel 1999 è stato introdotto il *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act*, che ha ampliato la gamma delle attività praticabili dalle banche indipendentemente dalla loro dimensione.

Inizialmente la cartolarizzazione riguardò i mutui più sicuri. Nel corso degli anni '90, come ricordato nella sezione precedente, la concessione dei mutui è stata estesa anche a fasce di popolazione tendenzialmente escluse in precedenza dal mercato del credito. Vale la pena di ricordare che l'accesso al credito è stato a lungo negato agli appartenenti a minoranze etniche e di colore e a soggetti residenti nei

²³ Solo 15 stati infatti riconoscevano i MBS come titoli finanziari legali nella seconda metà degli anni '70. Lewis Ranieri riuscì tuttavia a superare le resistenze dei *policy makers*. Nel novembre del 2004 *Business Week* gli ha dedicato un articolo encomiastico, salutandolo come uno dei più grandi innovatori degli ultimi 75 anni.

quartieri più poveri dei grandi agglomerati urbani americani, indipendentemente dall'accertamento del merito di credito individuale, con la pratica del cosiddetto *red-lining*²⁴.

Il boom dei prezzi degli immobili e la cartolarizzazione (anche di mutui non particolarmente sicuri) hanno giocato un ruolo rilevante in questo processo, che molti ancora oggi considerano come un segnale di *democratizzazione* del mercato del credito.

In linea di principio tutti i mutui possono essere impacchettati in titoli appartenenti a diverse classi di rischio. Nella TAB. 2 mostriamo livello e quota dei mutui *subprime* cartolarizzati.

Come si può notare c'è stata un'accelerazione della quota di mutui *subprime* cartolarizzati, che è passata dalla metà nel 2001 ai 4/5 nel 2006.

In questo modo il rischio di credito viene frammentato e trasferito. Ma viene anche in qualche misura "nascosto". La dispersione del rischio su una vasta platea di investitori riduce la volatilità dei rendimenti finché i mercati sono liquidi, ma in caso contrario l'incertezza sulla natura e la dimensione del rischio e soprattutto

²⁴ Nella letteratura sul razionamento del credito – ossia sulla situazione nella quale uno o più potenziali prenditori di fondi non ottengono (in tutto o in parte) i fondi da essi domandati anche se sono disposti ad accollarsi il debito al tasso di interesse corrente – si elencano diverse forme di razionamento tra le quali si trova anche il *red-lining*.

Si ha *red-lining* quando tutti i mutuatari appartenenti a certe classi di debitori con rischio elevato non ottengono alcun credito in quanto il profitto atteso della banca per il finanziamento di tali classi è negativo per qualsiasi livello del tasso di interesse.

Il termine deriva dalla pratica di alcune istituzioni finanziarie negli USA dopo la Grande Depressione di negare credito (in particolare mutui) ai residenti di particolari aree di un agglomerato urbano – contornate sulle mappe cittadine utilizzate da tali istituzioni finanziarie da una linea rossa – considerati *per definizione* non affidabili. Si trattava generalmente dei sobborghi abitati dalle minoranze etniche e di colore.

su chi ha le posizioni più difficili spinge tutti gli agenti a comportamenti difensivi che fanno da acceleratore delle perdite. In questo secondo caso la volatilità dei rendimenti aumenta.

TAB. 2: Mutui *subprime* e *subprime* MBS

	M. <i>subprime</i> (mld \$)	Sub. MBS (mld\$)	Quota (%)
2001	190	95	50,4
2002	231	121	52,7
2003	335	202	60,5
2004	540	401	74,3
2005	625	507	81,2
2006	600	483	80,5

Fonte: Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual.

7. Innovazione finanziaria e trasferimento del rischio

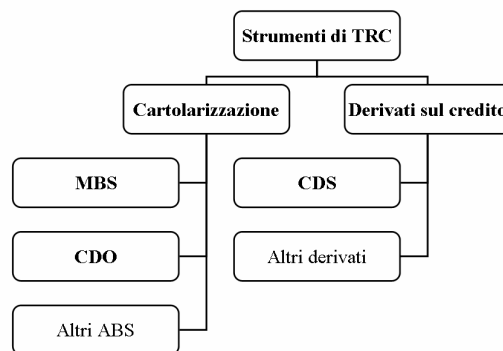
La cartolarizzazione dei mutui rientra in un processo più ampio di *trasferimento del rischio di credito* (TRC) che utilizza diversi veicoli, frutto dell'innovazione finanziaria, i quali vengono generalmente definiti "finanza strutturata".

Si distinguono gli strumenti di TRC frutto della *cartolarizzazione* da quelli costituiti dai *derivati* sul credito. Con la cartolarizzazione, il rischio viene trasferito assieme al credito – nel senso che si realizza a tutti gli effetti una *cessione del credito* – mentre con i secondi si trasferisce il rischio di insolvenza ma non si cede il credito.

Nella FIG. 8 se ne dà una rappresentazione schematica²⁵.

²⁵ Si tratta di un adattamento semplificato di uno schema presentato da A. Jobst in "What is Structured Finance", *IMF working paper*, settembre 2005.

FIG. 8: Strumenti di trasferimento del rischio di credito



Nei due sottoparagrafi che seguono trattiamo in successione due tipi di TRC. Nel terzo sottoparagrafo individuiamo e descriviamo brevemente la categoria dei prodotti strutturati sintetici che presentano caratteristiche sia dei titoli frutto della cartolarizzazione sia dei derivati sul credito.

7.1 Cartolarizzazione

I titoli frutto della cartolarizzazione – genericamente definiti *Asset Backed Securities* (ABS) – sono garantiti da *collateral* costituito da un pool di attività di riferimento (*reference assets*). Essi possono essere classificati come segue:

- *Mortgage Backed Securities* (MBS), ossia titoli aventi come *collateral* mutui ipotecari;
- *Collateralized Debt Obligations* (CDO), ossia titoli aventi come *collateral* un portafoglio di altri titoli;
- *Altri ABS*, ossia titoli aventi come *collateral* ulteriori differenti tipi di credito, tipicamente credito al consumo (ad esempio carte di credito, prestiti agli studenti, prestiti per l'acquisto dell'automobile etc.).

In linea di principio i mutui si prestano particolarmente bene alla cartolarizzazione

perché *storicamente* hanno assicurato un flusso costante e sicuro di interessi, ossia sono stati una forma di debito poco rischiosa per i prestatori. Enfatizziamo l'avverbio “storicamente” per sottolineare che la situazione attuale costituisce per certi versi una rottura col passato dal momento che il flusso di interessi su segmenti non trascurabili e di rilievo crescente dei mutui – tipicamente i *subprime* – non è più né costante né sicuro.

Concentriamo qui di seguito l'attenzione sugli strumenti di TRC frutto della *cartolarizzazione* dei mutui – ossia i *Mortgage Backed Securities (MBS)*²⁶. L'intermediario che dà origine ai mutui (nel nostro esempio la banca)²⁷ cartolarizza i mutui stessi al fine di metterli “fuori bilancio” – risparmiando quindi sulla dotazione di capitale necessaria, a fini regolamentari, a garantire l'attivo – e raccogliere fondi che poi potranno eventualmente essere nuovamente intermediati.

I titoli frutto della cartolarizzazione danno diritto (all'investitore che li acquista) ad un flusso di fondi – ossia il pagamento degli interessi sui titoli – che si alimenta con il flusso degli interessi derivanti dai mutui originati dalla banca e che la banca stessa continua a servire ma che non ha più in portafoglio.

²⁶ I MBS si distinguono a loro volta in MBS commerciali (*Commercial Mortgage Backed Securities* o CMBS) – aventi come *collateral* mutui finalizzati all'acquisto di immobili per attività produttive o commerciali – e MBS residenziali, (*Residential Mortgage Backed Securities* o RMBS) aventi come *collateral* mutui finalizzati all'acquisto di immobili ad uso residenziale. Questi ultimi sono di gran lunga la quota maggiore dei MBS.

²⁷ I mutui possono essere originati, specialmente negli USA, da *mortgage brokers* e finanziarie specializzate che non sono banche in senso stretto. In questo caso i *mortgage originators* cedono i mutui a una banca, generalmente di investimento, che si occupa di organizzare e gestire la procedura di cartolarizzazione.

La cartolarizzazione può seguire diverse procedure. Ne consideriamo tre che rappresentano in un certo senso casi polari.

1. Prendiamo le mosse da una procedura ipotetica – che ci servirà da *benchmark* – nella quale immaginiamo che la banca cartolarizzi in proprio i mutui e venda direttamente i titoli frutto della cartolarizzazione sul mercato dei capitali. Per effetto della vendita dei titoli, la banca ottiene liquidità che si aggiunge alle solite poste dell'attivo, riserve e mutui. Al passivo compariranno - oltre alle solite poste quali depositi e capitale netto - i titoli frutto della cartolarizzazione. Il flusso degli interessi sui mutui viene “girato” dalla banca agli investitori che hanno acquistato i titoli frutto della cartolarizzazione.

In questo caso, la posta dei mutui non scompare dall'attivo ma viene affiancata dalla posta dei titoli al passivo: i mutui fungono da *collateral* dei titoli. Inoltre figurerà maggior liquidità all'attivo per un ammontare pari ai ricavi della vendita dei titoli. Così facendo la banca ottiene maggiore liquidità ma non sposta fuori bilancio i mutui.

2. In realtà, nella maggior parte dei casi la banca istituisce un'apposita persona giuridica, lo *Special Purpose Vehicle (SPV)*, alla quale vende i mutui. Lo SPV cartolarizza i mutui ed emette titoli che vende agli investitori finali.

Lo SPV ha due sole funzioni: (a) detenere in portafoglio come attività i mutui e come passività i titoli e (b) trasferire il *cash flow* originato dai primi ai detentori dei secondi. Se ci fosse simultaneità tra acquisto dei mutui e vendita dei titoli, lo SPV potrebbe pagare alla banca i primi utilizzando i ricavi della vendita dei secondi. Poiché generalmente i mutui

devono essere pagati dallo SPV alla banca prima che si realizzi la cartolarizzazione, lo SPV si finanzia emettendo passività a breve – tipicamente carta commerciale.

Per questo motivo alcuni commentatori hanno parlato di un sistema bancario secondario od ombra (*shadow banking system*), parallelo a quello ufficiale, imperniato sugli SPV e generato dal modello di intermediazione creditizia di tipo *originate and distribute*. Nel sistema parallelo gli SPV fanno raccolta presso i sottoscrittori della carta commerciale da essi emessa, i quali giocano un ruolo simile a quello dei “depositanti” nel sistema bancario principale.

I fondi così raccolti vengono utilizzati nel sistema parallelo per acquistare i mutui. Una volta emessi e collocati i titoli frutto della cartolarizzazione, i fondi ottenuti dalla vendita dei titoli serviranno a ripagare la carta commerciale.

Alla fine del processo il debito a breve scompare dal passivo dello SPV e vi rimangono solo i titoli; la liquidità corrispondente scompare dall’attivo e vi rimangono solo i mutui. Quanto alla banca, i mutui non compaiono più al suo attivo e i titoli non compaiono al passivo. Essa avrà però ottenuto liquidità aggiuntiva – per effetto della vendita dei mutui allo SPV. In questa procedura quindi la banca non solo ottiene fondi che poi potranno eventualmente essere nuovamente intermediati, ma mette anche “fuori bilancio” i mutui.

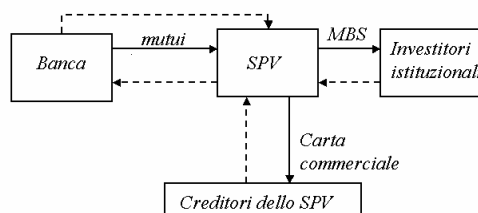
3. Può anche accadere che sia la banca stessa a finanziare a breve lo SPV per consentirgli di acquistare i mutui da cartolarizzare. In questo caso lo SPV non ha bisogno di finanziarsi con carta commerciale. Una volta emessi e collocati i titoli frutto della cartolarizzazione, i fondi ottenuti dalla vendita dei titoli serviranno allo SPV per ripagare il prestito

che la banca gli ha fatto per acquistare i mutui.

Naturalmente sono possibili diverse combinazioni delle procedure viste sopra. Ad esempio è piuttosto diffusa la pratica secondo la quale lo SPV si finanzia a breve con carta commerciale, ma la banca garantisce una linea di credito per far fronte a fabbisogni di liquidità che lo SPV non riesce a soddisfare ricorrendo al mercato dei capitali.

Nella FIG. 9 abbiamo rappresentato schematicamente i rapporti tra banche, SPV e investitori nel processo di cartolarizzazione dei mutui.

FIG. 9 Operatori del processo di cartolarizzazione



Le frecce continue rappresentano trasferimenti di attività finanziarie o emissioni di passività finanziarie. Le frecce tratteggiate rappresentano invece trasferimenti di liquidità per effetto di transazioni relative ad attività o passività finanziarie.

Ad esempio, nello schema della FIG. 9 lo SPV si finanzia a breve sia con carta commerciale sia con una linea di credito da parte della banca, mentre la freccia tratteggiate che connette lo SPV alla banca rappresenta il pagamento dei mutui che la banca cede allo SPV. Infine gli SPV vendono MBS agli investitori istituzionali.

Le attività di riferimento del processo di cartolarizzazione possono essere diverse dai prestiti bancari ed in particolare possono essere esse stesse titoli, eventualmente titoli garantiti da mutui. In questo caso lo SPV – che assume il nome di *Structured Investment Vehicle* (SIV) – acquista i titoli dalla banca o da un altro SPV, impacchetta i titoli originari in titoli più complessi frutto della cartolarizzazione e li vende agli investitori finali.

Lo SIV si finanzia emettendo tipicamente carta commerciale. Una volta emessi e collocati i titoli frutto della cartolarizzazione, i fondi ottenuti dalla vendita dei titoli serviranno a ripagare la carta commerciale.

I CDO sono ABS che hanno come *collateral* un numero *limitato* di tipi di attività omogenei.

L'emissione di CDO è sostanzialmente simile a quella di MBS. La cartolarizzazione consiste innanzitutto nell' "impacchettamento" del pool di attività di riferimento – generalmente titoli a reddito fisso o ABS – in un CDO da parte di uno *Special Purpose Vehicle*²⁸ che trasferisce il *cash flow* originato dagli ABS agli acquirenti dei CDO ossia agli investitori finali. Lo SPV viene messo in piedi e strutturato da un *underwriter* che è generalmente una banca d'investimento.

I CDO possono essere classificati in categorie secondo diversi criteri. In base al criterio del tipo di attività di riferimento distinguiamo:

- *Collateralized Loan Obligations* (CLO), quando il *collateral* è un portafoglio di prestiti alle imprese;
- *Collateralized Bond Obligations* (CBO), quando il *collateral* è un portafoglio di obbligazioni emesse dalle imprese;

- *Collateralized Mortgage Obligations* (CMO), quando il *collateral* è un portafoglio di mutui (o MBS).

Si possono poi emettere CDO aventi come collateral altri CDO che si definiscono CDO "al quadrato" (*CDO squared*). Con la medesima logica si definiscono i CDO "al cubo" (*CDO cubed*) i quali sono quindi CDO aventi come collateral CDO al quadrato. In linea di principio i CDO possono essere elevati a qualsiasi potenza.

In base al criterio della fonte del flusso di fondi percepiti dagli investitori distinguiamo tra:

- *Cash flow CDO* quando il flusso di fondi a favore dell'investitore in CDO viene generato dal pagamento degli interessi sulle attività di riferimento,
- *Market Value CDO* quando il flusso di fondi viene generato dal *trading* sulle attività di riferimento e quindi si basa sui guadagni in conto capitale.

I titoli frutto della cartolarizzazione, MBS e CDO, sono organizzati tipicamente in tre *tranches*: *senior*, *mezzanine* e *junior*, caratterizzate da gradi crescenti di rischio e di rendimento²⁹. Le perdite attese sono concentrate nella tranche *junior* e in particolare nel segmento *equity*. Le *tranches* meno rischiose sono destinate agli investitori meno avversi al rischio mentre quelle più rischiose ma più redditizie sono prodotti allettanti per gli investitori con maggiore appetito per il rischio.

La *tranche* più rischiosa o *equity* si definisce, nel gergo degli operatori, "rifiuto tossico" (*toxic waste*).

E' alle *tranches mezzanine* ed *equity* che generalmente afferiscono come *collateral* i

²⁸ Nel caso dei CDO, spesso lo SPV viene anch'esso indicato con la sigla CDO di modo che la stessa sigla indica sia l'emittente che il titolo emesso.

²⁹ Nel caso dei CDO all'interno della *tranche senior* si trova a volte una distinzione tra *senior sic et simpliciter* e *super-senior*.

mutui più rischiosi ossia i *subprime*. Nel 2006 200 mld. di dollari in CDO, aventi come *collateral* MBS valutati BBB o inferiori, avevano un'esposizione media verso i mutui *subprime* del 70%.

Nella cartolarizzazione giocano un ruolo essenziale le agenzie di *rating*, che si occupano di classificare il rischio. Generalmente la *tranche senior* è classificata con la tripla A, la *tranche mezzanine* con un grado di rischio compreso tra AA e BB e la *tranche equity* non viene classificata.

Le procedure di classificazione del grado di rischio da parte delle agenzie di *rating* sono state messe sotto accusa per due motivi.

Si afferma, in primo luogo, che esse si basano su ipotesi spesso palesemente irrealistiche per quanto riguarda la continuità e l'affidabilità del flusso dei pagamenti. La valutazione del rischio si basa sulla performance passata e ignora quindi per definizione gli elementi prospettici. In particolare non si tiene conto della correlazione dei rischi individuali che è la fonte del rischio sistemico.

In secondo luogo – e qui si apre un aspetto molto delicato relativo al conflitto di interesse – le agenzie di *rating* vengono pagate dalle banche non dagli investitori. E' naturale pensare ad una qualche forma di distorsione a favore dell'emittente, che ha ovviamente tutto l'interesse a ottenere una valutazione la più rassicurante possibile al fine di collocare più facilmente i titoli sul mercato. Anche se escludessimo la presenza di vere e proprie frodi, non è troppo azzardato immaginare che una forma di collusione *implicita*, basata sull'interesse congiunto, tra agenzie di *rating* ed emittenti dei titoli frutto di cartolarizzazione possa aver fatto lievitare il *rating* degli ABS³⁰.

³⁰ Secondo alcuni, in realtà, le agenzie di *rating* si sono spinte fino a suggerire alle banche come

Il *rating* dei titoli di finanza strutturata è un business più remunerativo della valutazione dei titoli ordinari. Le commissioni sono circa il doppio nel caso della finanza strutturata. Nel 2006 Moody's ha ottenuto il 44% del suo ricavo dalla classificazione del rischio dei titoli di finanza strutturata.

In luglio e agosto 2007 ci sono stati declassamenti di 1800 titoli di finanza strutturata (per un valore di 15,5 mld. di dollari) collegati ai mutui *subprime* ma sono stati unanimemente considerati tardivi.

La *tranche* più rischiosa è spesso messa al sicuro dal rischio di insolvenza mediante una vera e propria copertura assicurativa o mediante un derivato sul credito³¹. Anche le compagnie di assicurazione, quindi, contribuiscono alla cartolarizzazione perché molto spesso i mutui *subprime* e i titoli *subprime* sono coperti da assicurazione contro il rischio di insolvenza. Tra i principali assicuratori c'è *Municipal Bond Insurance Association* (MBIA) di Armonk (NY) e altri.

La solidità finanziaria degli assicuratori, a sua volta, è valutata dalle agenzie di *rating*. Poiché il *rating* della compagnia assicurativa si estende ai titoli assicurati, di fatto la copertura assicurativa da parte di una compagnia primaria serve a garantire la tripla A a titoli che altrimenti meriterebbero un *rating* minore.

L'esposizione al rischio *subprime* da parte delle compagnie che assicurano i titoli crea i presupposti per un *downgrading* del grado di rischio delle compagnie stesse da parte delle agenzie di *rating*.

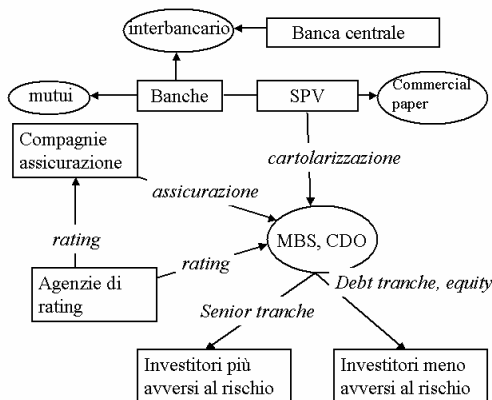
costruire i titoli e quindi come farli apparire poco rischiosi.

³¹ Jobst, nel già citato *working paper*, considera quindi i CDO dei prodotti *ibridi*, che hanno elementi sia degli strumenti di trasferimento del rischio di credito via cartolarizzazione, sia di quelli che utilizzano i derivati del credito.

Questo *downgrading* avrebbe un duplice effetto negativo: da un lato si estenderebbe naturalmente ai titoli assicurati, dall'altro prosciugherebbe la domanda di copertura assicurativa rivolta a tali compagnie. Infatti non avrebbe senso attivare la copertura assicurativa di una compagnia che non possa garantire il rischio minimo ai titoli assicurati. In altri termini le compagnie rischiano di perdere intere quote di mercato assicurativo.

Lo schema di FIG. 10 rappresenta l'interazione tra i principali attori e i mercati del sistema finanziario nella crisi attuale. In un certo senso si tratta della rappresentazione schematica delle interazioni tra le principali *dramatis personae* di cui si parla nella terza sezione.

FIG. 10: Operatori e mercati nella crisi



I CDO sono stati introdotti sul finire degli anni '80, ma hanno conosciuto la massima espansione nel corso degli anni '90 diventando un veicolo di investimento molto richiesto da investitori istituzionali disparati, non solo *hedge funds* ma anche fondi comuni di investimento, compagnie di assicurazione, fondi pensione, banche commerciali e di investimento etc.

Un elemento fondamentale per lo sviluppo e l'accettazione diffusa dei CDO nei portafogli

degli investitori è stato lo sviluppo di algoritmi per il *pricing* di tali strumenti. Secondo dati SIFMA, le emissioni di CDO erano di circa 160 mld. di dollari nel 2004, crescono a 250 mld. di dollari nel 2005 e raggiungono poco meno di 500 mld. di dollari nel 2006. Lo stock di CDO in circolazione a fine 2006 dovrebbe aggirarsi attorno ai 2.000 mld. di dollari.

Sul mercato europeo la circolazione degli ABS si è diffusa con un ritardo di decenni rispetto agli USA, ma dalla fine degli anni '90 (e soprattutto dopo il 2004) anche il mercato europeo di tali strumenti è cresciuto rapidamente: nel 2006 il flusso annuale netto di ABS si commisurava a circa un quinto dei prestiti complessivi a famiglie e imprese nell'Eurozona³².

L'introduzione dell'euro ha facilitato l'investimento in ABS stimolando l'esposizione *cross border* degli investitori. Anche in Europa i MBS fanno ormai la parte del leone: nel 2005 gli MBS erano circa il 70% dei titoli frutto di cartolarizzazione, mentre i CDO erano circa il 20%³³.

Riprendendo le fila del discorso fin qui condotto possiamo individuare almeno tre ragioni del processo di trasferimento del rischio di credito basato sulla cartolarizzazione.

1. La ricerca da parte delle banche di fonti di liquidità aggiuntive e diverse rispetto a quelle della raccolta tradizionale.
2. L'esigenza per le banche di alleviare la stringenza dei requisiti minimi di capitale.

Per effetto della cartolarizzazione infatti si libera capitale che può essere utilizzato per ulteriore intermediazione creditizia.

³² Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marques, "Securitisation and the Bank Lending Channel", *mimeo*, 2007.

³³ BCE, "Structural Issues Report on Corporate Finance" 2007.

Si genera così credito aggiuntivo cui è associato ovviamente il rischio di credito aggiuntivo. Il sistema bancario può decidere se tenere in portafoglio questo rischio o trasferirlo nuovamente. Nel secondo caso non solo si moltiplica il credito, ma si moltiplica anche il mercato dei titoli frutto del TRC. Ciò rende più efficienti le banche nel senso che la quantità di capitale per unità di prestito si riduce. Inoltre, nella misura in cui il TRC consente di utilizzare in modo più efficiente il capitale del creditore, anche il costo del credito si riduce. Il TRC quindi amplia per definizione la platea dei potenziali utilizzatori del credito, riducendo il razionamento del credito³⁴.

3. L'esigenza di *trasformare e frammentare il rischio*, spalmandolo su una platea di investitori finali diversi – soprattutto investitori istituzionali – non appartenenti al sistema bancario.

La banca che effettua il TRC mediante la cartolarizzazione ha però due “costi” specificamente riconducibili a tale attività³⁵. In primo luogo, gli investitori, ossia gli acquirenti dei prestiti cartolarizzati, richiedono alla banca un “premio” in termini di “sconto sul prezzo”, ovvero di rendimento aggiuntivo per l'acquisto di titoli frutto della cartolarizzazione³⁶.

³⁴ Il razionamento del credito va inteso come una situazione nella quale almeno un segmento di potenziali prenditori di fondi rimane insoddisfatta nel senso che non ottiene (in tutto o in parte) i fondi richiesti anche se prenditori sarebbero disposti ad accollarsi il debito al tasso di interesse corrente.

³⁵ Su questo punto si rimanda a D. Cuffie, “Innovations in Credit Risk Transfer. Implications for Financial Stability”, *mimeo*, luglio 2007.

³⁶ Tale premio si configura, nel gergo della letteratura, come un vero e proprio *lemon premium*, ossia un premio che l'investitore richiede, in condizioni di informazione asimmetrica (rispetto alla banca che vende il prestito) sul merito di credito del debitore per essere compensato dal rischio di

In secondo luogo, in presenza di cartolarizzazione, il controllo del merito di credito del debitore da parte del creditore è generalmente inefficientemente basso, proprio perché viene meno l'incentivo per la banca al monitoraggio dei debitori³⁷. Si può avere un problema di bilancio per la banca se l'insolvenza si manifesta quando il prestito è ancora nel portafoglio della banca ossia quando il processo di lavorazione dei prestiti per trasformarli in titoli non è ancora concluso.

La ritenzione di una parte del prestito – quello a più alto rischio – o della *equity tranche* degli ABS da parte della banca che ha originato il prestito stesso è un modo per segnalare la “buona fede” della banca agli investitori e ridurre quindi i due costi menzionati precedentemente. Dovremmo quindi aspettarci che il rifiuto tossico sia ritenuto dalle banche. In verità, sebbene molto spesso le banche abbiano in effetti trattenuto in portafoglio i crediti peggiori – viene da chiedersi se per effetto di una deliberata strategia di segnalazione di “buona fede” o per mancanza di alternative – è anche vero che nel periodo più recente anche il rifiuto tossico è stato “esternalizzato” in misura crescente.

Posto che le tre ragioni della cartolarizzazione viste sopra si caratterizzano a tutti gli effetti come *benefici*, occorre chiedersi se ci sono anche *costi* associati all'innovazione finanziaria. Possiamo indicare almeno tre controindicazioni o effetti collaterali negativi della cartolarizzazione così come è andata sviluppandosi finora.

1. La dispersione del rischio lo rende, da un lato, meno valutabile – perché esso finisce

accogliere almeno in parte debitori insolventi (*lemons* ossia limoni spremuti).

³⁷ Si verifica, in altri termini, una condizione di “azzardo morale” (*moral hazard*) da parte della banca. Su questo punto torneremo tra breve.

per rimanere nascosto nelle pieghe della *supply chain* che produce titoli a partire dai prestiti che fanno da *collateral* – e dall’altro pone le premesse per un effetto potenziale di *rischio sistemico*.

Vale la pena citare a questo proposito, per esteso e con la dovuta evidenza, quanto scritto in epoca non sospetta – ossia due anni prima della crisi – da Andreas Jobst in una nota a piè di pagina di un paper divulgativo sulla finanza strutturata: “Sebbene la trasformazione e la frammentazione del rischio di credito mediante la cartolarizzazione comporti maggiore diversificazione all’interno del sistema finanziario, la complessità strutturale derivante dall’architettura a strati multipli dei titoli potrebbe offuscare la rischiosità effettiva di questi titoli e inibire un investimento oculato. La commerciabilità del rischio di credito facilita l’assemblaggio sintetico e l’adeguamento dinamico dei portafogli di credito, ma i numerosi legami tra controparti che si stabiliscono nella mercificazione del rischio che viene cartolarizzato creano anche *dipendenza sistemica* che può dar luogo a *contagio* (enfasi aggiunta). Questa prospettiva ... sembra essere particolarmente preoccupante in periodi in cui gli investitori si accollano rischi maggiori alla ricerca di più elevati rendimenti...” Con un voluto bisticcio di parole potremmo dire che c’è il rischio che il trasferimento del rischio di credito finisca per far aumentare il rischio di credito stesso.

2. Nei portafogli delle banche o degli investitori meno avversi al rischio si accumula il “rifiuto tossico”, ossia il debito a maggior rischio di insolvenza racchiuso nella *tranche equity* degli ABS. Se la cartolarizzazione non fosse avvenuta, ovviamente, un certo tipo di rischio di credito, quello *subprime* peggiore per

intenderci, non si sarebbe mai materializzato³⁸.

3. Infine le banche non hanno più incentivo al *monitoring* della clientela.

Nella teoria tradizionale basata sulla “delega del monitoraggio” (*delegated monitoring*), la banca svolge precipuamente la funzione di controllo dell’attività dei prenditori di fondi in nome e per conto dei depositanti, i quali hanno meno informazioni della banca sul conto dei prenditori stessi. Ovviamente la premessa della teoria è che la banca tenga in portafoglio il prestito. Se ciò non accade l’incentivo al monitoraggio viene meno.

7.2 Derivati sul credito

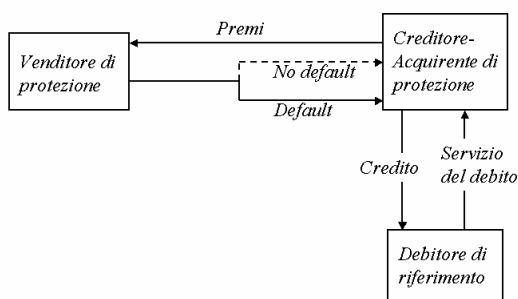
Il trasferimento del rischio di credito mediante derivati sfrutta in particolare i *Credit Default Swaps* (CDS), ma anche i *Total Return Swaps* (TRS) e le *Credit Spread Options* (CSO) che sono collocati, nello schema di FIG. 11, nella casella degli “altri derivati di credito”. Il primo tipo di derivato sul credito è quello con la maggiore espansione e il maggiore utilizzo.

Nel caso dei CDS, il TRC avviene mediante l’acquisto da parte della banca A (creditore-acquirente della protezione dal rischio di *default*) di un titolo che obbliga il soggetto B (venditore della protezione) ad accollarsi le perdite da insolvenza del debitore della banca A o debitore di riferimento.

Si veda a questo proposito lo schema della FIG. 11³⁹.

³⁸ Naturalmente non tutti i mutui *subprime* sono destinati a diventare sofferenze o dar luogo a insolvenze. Senza la possibilità di cartolarizzare i mutui un certo numero di famiglie – quelle con basso merito di credito ma comunque solventi – non avrebbero potuto accedere al mercato del credito e quindi alla proprietà dell’immobile.

FIG. 11: Schema del trasferimento del rischio



L'acquirente di protezione paga il premio, mentre il venditore di protezione rimborsa il debito all'acquirente solo in caso di insolvenza del debitore di riferimento. Se il servizio del debito avviene regolarmente e non c'è *default*, non ci sarà ovviamente nessun trasferimento di fondi dal venditore all'acquirente di protezione. Viene isolato e trasferito il solo rischio di credito, non l'intero prestito come accade con la cartolarizzazione⁴⁰.

Il trasferimento del rischio di credito nella forma di CDS consente una diversificazione del rischio di credito da parte della singola banca anche a parità di esposizione complessiva al rischio di credito. Ad esempio la banca A può sostituire a grandi esposizioni verso pochi prenditori, piccole esposizioni verso molti prenditori acquistando protezione contro il rischio di insolvenza dei grandi prenditori e vendendo protezione contro il rischio di insolvenza di piccoli prenditori. Se l'acquisto di protezione è

in valore assoluto uguale alla vendita di protezione, l'esposizione complessiva non cambia ma cambia il pool di debitori effettivi. Naturalmente la diversificazione del rischio di credito da parte della banca si può associare anche ad una diminuzione dell'*esposizione complessiva al rischio di credito*. Ciò avviene se l'acquisto di protezione è superiore alla vendita di protezione. In entrambi i casi, l'esposizione complessiva per il sistema bancario nel suo complesso non cambia perché essa viene semplicemente redistribuita all'interno del sistema bancario. Ma il rischio complessivo si riduce per effetto della diversificazione.

Il mercato dei CDS è cresciuto in modo drammatico negli ultimi anni. In dieci anni, tra il 1997 e il 2006 il mercato si è espanso da quasi nulla a 25 mila mld. di dollari negli USA. Con riferimento alle sole grandi banche, nel periodo 2001-2006 la crescita è stata dell'80% medio annuo, molto più rapida della crescita dei prestiti, di modo che nel 2006, i CDS erano circa 8 mila mld. di dollari e i prestiti circa 3 mila. Naturalmente il *trading* dei CDS non è determinato solo dall'esigenza di TRC, ossia dalla gestione del rischio del portafoglio di prestiti. Ci può essere soltanto un motivo speculativo nel *trading* che spiega la grande maggioranza degli scambi.

7.3. Prodotti sintetici

I prodotti strutturati sintetici sono ABS che presentano simultaneamente le caratteristiche di titoli frutto della cartolarizzazione e di derivati del credito. La categoria più nota di prodotti sintetici è costituita dai CDO sintetici. In questo caso l'ente emittente, ossia lo SPV, non acquisisce la proprietà delle attività di riferimento, ma è esposto al rischio di insolvenza relativo a tali attività in quanto

³⁹ Si tratta di un adattamento semplificato di uno schema presentato da D. Effenberger in "Credit Derivatives: Effects on the Stability of Financial Markets", *Current Issues*, Deutsche Bank Research, 9 giugno 2004.

⁴⁰ Ovviamente ci sono anche modi più tradizionali di isolare e trasferire il rischio del credito ad esempio attraverso l'assicurazione. I CDS hanno il pregio della commerciabilità, ossia possono essere facilmente scambiati sul mercato.

venditore di protezione di un *Credit Default Swap*.

Nel caso di un CDO sintetico, lo SVP riceve pagamenti periodici, i *premi*, dai proprietari delle attività di riferimento (creditori) come corrispettivo dell'assunzione del rischio di insolvenza del debitore relativamente a tali attività⁴¹. In questo assetto contrattuale l'acquirente di protezione è il creditore ossia il proprietario dell'attività finanziaria di riferimento. I premi vengono trasferiti dal SPV agli acquirenti dei CDO, ossia gli investitori, sotto forma di *swap premium*.

Anche i CDO sintetici sono organizzati in tre *tranches*: *senior*, *mezzanine* e *junior*, caratterizzate da gradi crescenti di rischio e di rendimento. Le perdite attese sono concentrate nella *tranche junior* e in particolare nel segmento *equity*.

Le *tranche* dei CDO sintetici possono essere *funded* o *unfunded*. Nel caso delle *tranches funded*, gli investitori di ciascuna *tranche* sono tenuti a finanziare almeno in parte la loro esposizione al credito. In caso di insolvenza da parte del debitore, in altri termini, l'investitore deve coprire almeno in parte l'associata perdita. Il rischio di insolvenza quindi ricade non solo sullo SPV ma anche sull'investitore. Tipicamente il rischio di insolvenza sulla *tranche equity* viene totalmente assunta dall'investitore mentre sulle altre *tranche* è limitata o assente.

Nel caso dei CDO sintetici il creditore non trasferisce il credito ma il solo rischio di credito. Esso lo trasferisce allo SVP. Lo SVP

poi cartolarizza il diritto ai premi impacchettandolo in un CDO sintetico⁴².

8. La manifestazione della crisi: l'evaporazione della liquidità

Come si è detto all'inizio di questo numero di Osservatorio Monetario, la crisi di fiducia associata al crollo del prezzo degli *asset* si è diffusa a macchia d'olio da un mercato finanziario all'altro generando una *crisi di liquidità*. Nel pieno della crisi, nei commenti ricorrevano i termini "evaporazione" della liquidità (*liquidity evaporation*) e "stretta" di liquidità (*liquidity squeeze*). Secondo Calomiris, la crisi attuale si configura prevalentemente come uno *shock di liquidità* al sistema finanziario⁴³.

Il concetto di liquidità è evocativo ma per molti versi sfuggente. Per mettere ordine nella discussione, a fini meramente classificatori possiamo distinguere la liquidità di mercato (*market liquidity*), intesa come la capacità di un mercato finanziario di assorbire l'offerta di titoli, dalla liquidità "di finanziamento" (*funding liquidity*), ossia la disponibilità di fondi presso gli operatori per effettuare transazioni.

Le due nozioni di liquidità sono ovviamente generalmente complementari: quanto maggiore è la disponibilità di fondi per gli operatori di mercato tanto più liquido, in linea di principio,

⁴¹ La terminologia ricorda, non a caso, il pagamento degli assicurati alla compagnia di assicurazione. Il venditore di protezione infatti, in fin dei conti assicura il creditore contro il rischio di insolvenza del debitore.

⁴² Diverso è il caso, richiamato precedentemente, di un CDO *cash* la cui *tranche equity* è assistita da una copertura assicurativa o da un CDS. In questo caso lo SPV acquista protezione contro il rischio che il servizio del debito sul credito che ne costituisce il *collateral* non sia onorato. Nel caso del CDO sintetico lo SVP vende protezione contro il rischio di insolvenza del debitore.

⁴³ Charles Calomiris "Not (yet) a Minsky moment", *Vox*, 23 novembre 2007.

sarà il mercato stesso, cioè tanto più facile l'assorbimento dei titoli offerti.

In realtà, dobbiamo e possiamo essere un poco più sottili nell'argomentazione. Possiamo spingerci, pur con qualche riserva, fino ad affermare che la disponibilità di fondi per effettuare transazioni – ossia la *funding liquidity* – è una condizione *necessaria* per la capacità di un mercato di assorbire titoli, ossia per la *market liquidity*. Ma non è affatto detto che la possibilità di effettuare transazioni si traduca in transazioni effettive. In altri termini è perfettamente possibile che gli operatori di mercato dispongano di liquidità per finanziare le transazioni ma non la utilizzino, lasciando quindi invenduto un certo ammontare di titoli. In questo caso la liquidità di mercato viene meno pur in presenza di più o meno abbondanti disponibilità liquide degli operatori.

In effetti, questo sembra lo scenario più adatto a descrivere la crisi di liquidità attuale. Prima della crisi la lettura di consenso dello scenario macroeconomico era caratterizzata dalla convinzione che gli operatori fossero estremamente liquidi. La liquidità “di finanziamento” non è improvvisamente scomparsa prima della crisi, ma è stata semplicemente trattenuta dagli operatori nel corso della crisi. Per usare un termine desueto ma particolarmente appropriato, la “preferenza per la liquidità” degli operatori è improvvisamente e notevolmente aumentata – per effetto di un altrettanto improvviso aumento dell'avversione al rischio – rendendo illiquidi i mercati finanziari. All'origine di questo fenomeno, naturalmente, si trova la crisi di fiducia che ha diffuso aspettative di perdite rilevanti in conto capitale.

In alcuni commenti l'evaporazione della liquidità viene caratterizzata come un fenomeno di “fuga dai mercati” del tutto analoga alla fuga

dal sistema bancario che si verifica in una corsa agli sportelli. In fondo, si afferma, si tratta dello stesso fenomeno di crisi di fiducia, rivolta però ai mercati piuttosto che al sistema bancario⁴⁴.

La difficoltà di raccogliere fondi mediante emissione di carta commerciale nel corso della crisi di agosto da parte dei fondi di investimento e degli SPV conferma questa interpretazione, perché chi ha sottoscritto carta commerciale emessa dagli SPV – ossia i creditori degli enti strutturati dalle banche per esternalizzare i prestiti – si configura come un “depositante” del sistema bancario parallelo (o *shadow banking system*) emerso per effetto della cartolarizzazione⁴⁵.

Il *liquidity squeeze* comporta un arresto delle operazioni di mercato come fusioni e acquisizioni. Pertanto si riducono le commissioni delle banche e si riducono i profitti delle stesse.

Le banche che avevano promosso la cartolarizzazione, poiché essa consentiva loro di mettere i crediti fuori bilancio, si trovano adesso a subire le conseguenze della crisi. In un certo senso, se il processo di cartolarizzazione aveva consentito una *disintermediazione volontaria* da parte delle banche, man mano che la crisi si sviluppa e si diffonde si manifesta una forma di *re-intermediazione involontaria* e di rientro del rischio all'interno dei confini delle banche.

Ci sono diversi ragioni per questa re-intermediazione.

In primo luogo alcune banche hanno investito direttamente in titoli frutto della

⁴⁴ In realtà, col passare dei giorni, la crisi di fiducia manifestatasi ad agosto si generalizzerà, fino a colpire il sistema bancario con un vero e proprio fenomeno di panico bancario, come la corsa agli sportelli di *Northern Rock* in Gran Bretagna ha mostrato con plastica evidenza.

⁴⁵ Si veda la sezione 7.



cartolarizzazione di mutui (originati da altri intermediari).

In secondo luogo ai titoli frutto della cartolarizzazione sono stati aggiunti *credit enhancements* dagli emittenti – per renderli allettanti agli occhi degli investitori – che hanno comportato talvolta un rientro del rischio nelle banche talché il rischio, uscito dalla porta nel momento in cui si cartolarizza il titolo, rientra dalla finestra in caso di insolvenza.

Ad esempio *American Home Mortgage Holdings* (AHMH) ha concesso credito con mutui *subprime* e li ha venduti ad un SPV di sua creazione che li ha acquistati raccogliendo fondi mediante carta commerciale. Per allettare gli

acquirenti della carta commerciale, AHMH ha sottoscritto un contratto di *swap* con *Bank of America* (BoA) che avrebbe coperto le perdite dello SPV nel caso di riduzione del valore facciale dei mutui *subprime*. In questo caso la banca si accolla un rischio che non ha originato né tiene in portafoglio⁴⁶.

Last but not least, le banche commerciali hanno cercato liquidità a supporto degli SPV. Infatti le banche hanno offerto garanzie di *buy back* nel caso di mancato pagamento o contratti di copertura delle perdite o infine la disponibilità di una linea di credito in caso la liquidità venga a mancare.

⁴⁶ Incidentalmente AHMH ha fatto causa a BoA perché quest'ultima non vuole riconoscere l'obbligazione. L'episodio è citato e commentato in L. Randall Wray, "Lessons from the Subprime Meltdown", *Working Paper #522, The Levy Economics Institute*, dicembre 2007.

4. LA REAZIONE DELLA FED E DELLA BCE ♦

1. La gestione della politica monetaria in situazioni di crisi: la visione della Fed

La politica adottata dalla Banca Centrale americana nell'affrontare i problemi finanziari derivanti dalla crisi dei *subprime* ha seguito una particolare impostazione determinata dall'eccezionalità dell'evento.

Le crisi finanziarie, infatti, oltre a creare problemi per gli intermediari direttamente coinvolti, determinano effetti sull'intero sistema economico, con conseguenze negative per la produzione e l'occupazione. D'altra parte la Fed ha il compito istituzionale di perseguire - oltre agli obiettivi finali di crescita e stabilità dei prezzi - anche degli obiettivi finanziari, in particolare un basso livello dei tassi a lunga, che, a sua volta, richiede bassa inflazione e stabilità finanziaria¹. In assenza di appropriati interventi di politica economica, una crisi come quella degli ultimi mesi rischia, però, di innescare quella spirale perversa descritta nei modelli di "acceleratore finanziario". In tali modelli il minor valore delle attività (finanziarie e reali) possedute da famiglie e imprese riduce il valore del loro collaterale rendendo più difficile l'ottenimento del credito: consumi e investimenti si riducono contribuendo in tal modo a far diminuire il prodotto e con esso il

valore degli *assets* secondo un vero e proprio circolo vizioso (Bernanke and Gertler, 1989).

In questa situazione, l'usuale condotta della Fed (e più in generale di tutte le Banche Centrali) - fatta di interventi sui tassi ufficiali che sono gradualmente, mono-direzionali e ripetuti per lunghi periodi di tempo - diventa inappropriata. In condizioni normali gli interventi di politica monetaria sono decisi solo quando si manifesta un ammontare sufficiente di informazioni che evidenzia come la tendenza attesa per quanto riguarda inflazione e produzione non sia coerente con gli obiettivi della Banca Centrale. Questo atteggiamento "prudenziale" ha lo scopo di eliminare la possibilità di iper-reatzione da parte della Banca Centrale, che determinerebbe volatilità nei mercati e richiederebbe successivi provvedimenti compensativi di segno opposto. Un'eventuale iper-reatzione viene infatti considerata controproducente sia per gli errori di previsione in cui potrebbero essere indotti gli operatori di mercato che per gli eventuali danni arrecati alla reputazione della stessa autorità monetaria.

Secondo importanti esponenti della Fed (in particolare Mishkin, Bernanke² e Geithner), davanti all'eccezionalità delle crisi finanziarie, l'atteggiamento corretto che la Banca Centrale deve assumere è completamente diverso (TAB. 1). In tali circostanze, infatti, le notizie che giungono al mercato riguardo la situazione economica dei debitori/emittenti - che sono essenziali per una corretta valutazione dei rischi di insolvenza - diventano quanto mai incerte, determinando una fortissima asimmetria informativa fra debitori/emittenti e possessori delle attività. Per i secondi diventa pertanto molto difficile valutare la solvibilità dei primi,

♦ A cura di Giovanni Verga.

¹ "The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates" (tratto dal *Federal Reserve Act*, stabilita nella *Humphrey-Hawkins Law* approvata al Congresso nel 1978).

² Si rimanda al Cap. 1 per una sintetica descrizione della posizione di Bernanke sull'atteggiamento che la Fed dovrebbe tenere in occasione di una crisi finanziaria.

con la conseguenza di vedere ridotta buona parte della loro capacità di discriminare tra debitori “rischiosi” e debitori “sani”.

TAB. 1: La gestione della politica monetaria da parte della Fed: un quadro sinottico

	situazione normale	situazione di crisi finanziaria
Tipo di politica:	- attendista - gradualista - coerente nel tempo	- rapida - decisa - elastica
Direzione e dimensione degli interventi:	espansivi o restrittivi, ma sempre calibrati alle necessità	preferita un'espansione eccessiva ad un'espansione insufficiente
Orizzonte strategico:	medio/lungo periodo	brevissimo/breve periodo
Informazioni rilevanti	- inflazione - crescita	dati finanziari
Principale contenuto informativo delle comunicazioni al pubblico:	- inflazione e crescita (corrente e attesa) - garanzia di stabilità dei livelli di attività economica - future azioni della Banca Centrale	- mercato finanziario e liquidità - incertezza - imminenti azioni della Banca Centrale - innovazioni nell'uso degli strumenti monetari
Informazioni riguardanti i principi ispiratori della politica monetaria:	- stabilità del sistema e bassa rischiosità - impegno a conseguire gli obiettivi finali	- incertezza e pericoli di instabilità - impegno a risolvere la crisi finanziaria

Fonte: nostra sintesi dei documenti ufficiali del Board of Governors.

Queste difficoltà determinano un generale aumento del rischio percepito dagli investitori che causa un'ulteriore perdita di valore delle attività a rischio e che tende ad allargarsi anche ai soggetti e ai settori non direttamente coinvolti nella crisi. Buona parte del collaterale fornito come garanzia è infatti costituito da quelle attività il cui valore si sta riducendo e la cui la

valutazione da parte del mercato sta diventando sempre più difficile.

La politica monetaria, secondo gli esponenti della Fed, deve quindi mutare impostazione. In periodi di incertezza e di crisi finanziaria, le azioni della Banca Centrale devono essere *rapide, decise* e sufficientemente *elastiche*. Vengono quindi considerate ammissibili sia operazioni condotte con un'ottica di breve e brevissimo periodo che il ricorso a strumenti *ad hoc*. Tale mutata impostazione sconta la possibilità che il costo per la società nel suo complesso sia più alto nel caso di interventi non sufficientemente espansivi (che potrebbero lasciar precipitare la crisi) rispetto al caso opposto di interventi decisamente espansivi, i quali avrebbero invece la capacità di arrestare la crisi. In particolare, dal punto di vista sociale, una politica troppo lenta e graduale può risultare più costosa di una caratterizzata da interventi decisi e tempestivi, in grado anche di influenzare le aspettative degli operatori rispetto all'impegno che l'autorità monetaria avrebbe per risolvere la crisi stessa. Peraltro, nel caso in cui si rendessero successivamente necessarie misure correttive di segno opposto, queste potranno essere introdotte con meno pericolo una volta che la crisi sia stata risolta.

Non è superfluo ritornare su questi ultimi due punti. *In primis*, va sottolineata l'importanza attribuita dalla Fed alla sua capacità di incidere, in condizioni eccezionali, sulle aspettative degli operatori in tempi brevi e nella direzione desiderata. E' infatti nell'opinione della Banca Centrale USA che senza una significativa iniezione di fiducia agli investitori la crisi non potrà mai essere superata. La strategia migliore per l'autorità monetaria è quindi quella di eseguire interventi “forti”, accompagnati da dichiarazioni ufficiali riguardanti la sua determinazione a combattere *quasi ad ogni costo*

la crisi. Una politica di “non intervento” (*no bail-out*) – condotta con l’intento di far ricadere sugli operatori (presunti) responsabili della crisi i costi generati dalla mancanza di liquidità – rischia di diventare estremamente penalizzante per l’intero sistema economico anche per via delle conseguenze indotte dal generale deterioramento delle aspettative. In secondo luogo, la Fed sembra essere molto risoluta anche nei confronti di chi sottolinea il rischio che interventi eccessivamente espansivi possano indurre futuri atteggiamenti di *moral hazard* basati sulla convinzione che, comunque, la Banca Centrale sarà ancora pronta a intervenire. Anche con riferimento a questo aspetto la Fed non ha esitato a rimarcare che – una volta superata la crisi – sia possibile introdurre nuove norme che *de facto* limitino o addirittura impediscano l’insorgere di tali atteggiamenti³.

E’ assolutamente scontato che l’eccezionalità degli interventi giustificata dai rischi indotti dallo scoppio della crisi non deve far perdere di vista alla Banca Centrale i suoi obiettivi finali. La politica monetaria ancorché decisamente espansiva non deve generare aspettative inflazionistiche, che aggiungerebbero ulteriore disordine e incertezza agli elementi negativi di rischio già presenti nei mercati finanziari. I mercati vanno quindi costantemente informati e avvisati che gli interventi in atto sono la conseguenza della particolare fase di emergenza (che comporta il ricorso a ciò che a tutti gli effetti è una clausola di salvaguardia) e non il risultato di una posizione permanentemente più morbida su crescita e – soprattutto – inflazione. A tal fine, le tecniche di comunicazione a disposizione della Banca Centrale giocano

³ Mentre provvedimenti penalizzanti (al limite anche giudiziari per i casi di reato) potranno essere presi nei confronti di chi ha fattivamente concorso alla creazione della crisi.

ancora una volta un ruolo fondamentale. La Banca Centrale, che in condizioni economiche normali dà particolare rilievo alle informazioni provenienti dalle variabili legate ai suoi obiettivi finali, nei periodi di emergenza tende soprattutto a monitorare i segni del deterioramento, prima, e della ripresa, poi, del settore finanziario (liquidità, *spread* fra i rendimenti delle attività rischiose e quelle prive di rischio, *spread* sui tassi creditizi, etc.), così da essere in condizione di decidere rapidamente e informare il pubblico sui motivi e le conseguenze delle sue azioni.

2. Le cause della crisi secondo la Fed

La spiegazione data dalla Fed alla crisi finanziaria è del tutto coerente con quanto già analizzato in altre parti (cfr. Capp. 1 e 3) del presente *Osservatorio*. Di conseguenza, qui ne viene data solo una sintesi.

Secondo la Fed, sino allo scorso luglio, l’economia americana non presentava aspetti tali da destare particolari preoccupazioni. La crescita economica era ancora abbastanza solida, mentre l’inflazione – nonostante l’aumento dei prezzi delle materie prime – dava segni di flessione. La prospettiva di consenso era di una lenta e progressiva riduzione dei tassi ufficiali che, in assenza di rischi inflazionistici, avrebbe sostenuto la crescita economica, in possibile flessione anche per la contrazione del settore edilizio. In realtà la debolezza di questo settore non avrebbe eccessivamente preoccupato l’Autorità Monetaria americana se non fosse stato per l’avverso sviluppo conosciuto dal mercato dei mutui *subprime* che (specialmente per quelli a tasso variabile) era caratterizzato da una crescita del ritardo nei pagamenti dei debitori e da un aumento delle escussioni (*foreclosures*), cioè delle vendite forzate degli immobili ipotecati di proprietà di debitori morosi.



Quando i prezzi delle case hanno cominciato a flettere, i debitori si sono trovati vincolati a rispettare i contratti a condizioni *subprime* senza poter rinegoziare – per via del ridotto valore dell’immobile – i mutui a condizioni più favorevoli. La domanda di mutui si è così ridotta, con effetti a cascata sulla domanda di abitazioni proprio nel momento in cui i prezzi di queste erano già in calo e l’offerta veniva alimentata anche dalla vendita degli immobili escussi dalle banche. Per di più, la decisa flessione dei prezzi di alcuni immobili ha reso più conveniente (per alcune fasce di mutuatari) la rinuncia alla casa rispetto alla continuazione del pagamento del mutuo, il cui ammontare era diventato significativamente superiore al valore dell’immobile ipotecato.

Il combinato disposto di questi eventi ha fatto sì che si diffondesse un timore generalizzato sull’effettivo valore del sottostante dei titoli legati ai mutui *subprime*, che ha portato ad una flessione dei loro prezzi. Da qui sono sorti – secondo l’interpretazione della Fed – due problemi.

Il primo problema consiste nella crescente difficoltà fronteggiata dai singoli individui a raggiungere una stima del sottostante. Come ampiamente descritto nel capitolo precedente, la struttura di alcuni prodotti derivati e di alcune cartolarizzazioni era così complicata da rendere oltremodo difficile tale operazione, costringendo i singoli ad accettare ciecamente il giudizio delle società di *rating*. Tuttavia, in concomitanza con le crescenti difficoltà incontrate da molte famiglie ad onorare le rate dei loro mutui *subprime*, hanno iniziato a diffondersi dubbi sulla validità di questi *rating* che si sono successivamente allargati anche ai giudizi di merito espressi nei confronti di altri operatori/settori. In particolare, come ha osservato Bernanke, preoccupazioni analoghe a

quelle sui *subprime* sono sorte tra i detentori di attività scambiate sui mercati delle altre *mortgage-backed securities*, scatenando una reazione negativa a catena, con un aumento dell’avversione al rischio accentuata dai timori che alla crisi finanziaria si sarebbe aggiunta anche una crisi economica.

Il secondo problema riguarda invece il fatto che molte istituzioni finanziarie (in particolare fondi di investimento) avevano investito in questi titoli, anche indebitandosi; ne sono derivate massicce perdite che hanno condotto ad altri episodi di insolvenza, a un mancato rimborso dei crediti a breve loro erogati dalle banche e alla domanda di rinnovo di crediti. E questo proprio mentre il valore delle garanzie costituite da questi titoli si stava assottigliando, così che molti possessori sono stati costretti ad aumentare ulteriormente le vendite, con un rafforzamento dell’effetto depressivo sul prezzo.

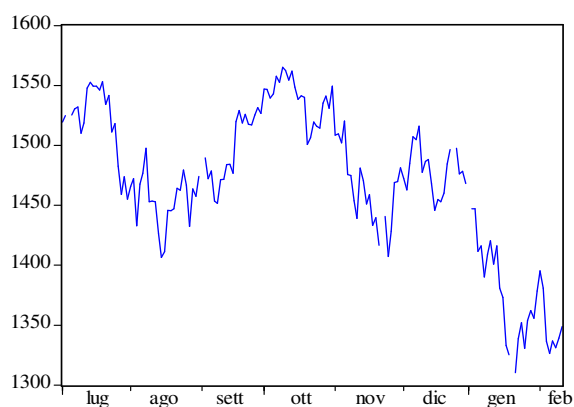
Il risultato ultimo – come già discusso nel capitolo precedente – è stato che le stesse banche, oltre a subire in molti casi ingenti perdite sui titoli in portafoglio, si sono viste costrette a concedere prestiti ai vari istituti finanziari (*in primis structural investment vehicle*), con l’effetto di veder prosciugata la loro liquidità (oltre che veder peggiorati i loro *ratios* patrimoniali). D’altra parte, il pericolo di insolvenze e l’incertezza sulla situazione del sistema finanziario consigliavano di trattenere presso di sé a scopo precauzionale la loro liquidità. Ciò ha determinato il crollo delle transazioni nel mercato monetario, con la conseguenza che la Fed (e anche altre banche centrali) ha dovuto intervenire con massicce iniezioni di liquidità.

3. La crisi e la reazione della Fed: la sequenza degli avvenimenti

Il 28 giugno 2007, dopo la riunione del FOMC, veniva emesso un comunicato in cui – oltre a stabilire che il tasso *target* sui Fed Funds sarebbe rimasto al 5,25% – si affermava all’unanimità che la principale preoccupazione della Banca Centrale americana era ancora rappresentata dalla presenza di alcuni pericoli inflazionistici. Anche il comunicato emesso nella successiva riunione del 7 agosto ripeteva sostanzialmente quanto affermato nel mese precedente. Tuttavia, il FOMC prendeva atto che:

- i mercati finanziari erano diventati molto volatili lungo un trend discendente che era iniziato a partire dalla seconda metà di luglio (FIG. 1);
- le condizioni creditizie per alcune famiglie e imprese erano diventate più stringenti;
- la correzione nel mercato immobiliare proseguiva senza soste.

FIG. 1: L’andamento del mercato azionario USA (luglio 2007- febbraio 2008)

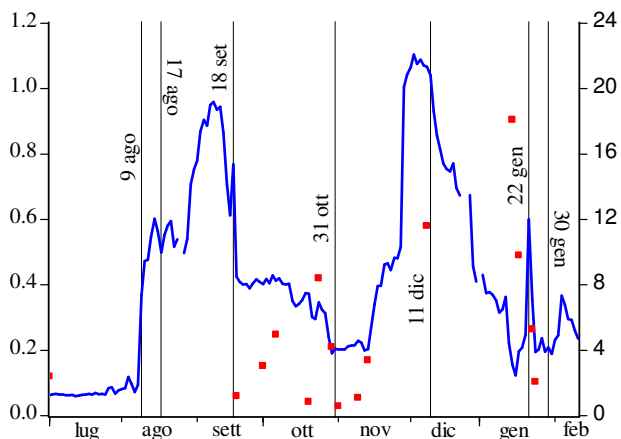


Fonte: Indice Standard and Poor’s; 1 luglio 2007 – 12 febbraio 2008.

Il 9 agosto scoppiava la crisi di liquidità. In quel giorno, la quasi totale assenza di offerta di fondi

sul mercato monetario, oltre a determinare una rarefazione delle contrattazioni, portava a un forte aumento dei rendimenti delle operazioni *spot* non coperte da collaterale. Il differenziale tra il Libor del dollaro a 1 mese e l’OIS (*Overnight Interest Swap*) di pari scadenza – una misura della mancanza di liquidità e del rischio di insolvenza percepito dal mercato – cresceva di ben 27 bps, raggiungendo un livello di quasi 40 punti base, ben maggiore rispetto a quello considerato normale pari a 6-7 bps (FIG. 2).

FIG. 2: Il differenziale Libor-OIS a 1 mese



Fonte: BBA e Reuters. I quadratini corrispondono alle perdite delle banche (scala di destra, mld. di dollari) rilevate da Financial Times; 1 luglio 2007-12 febbraio 2008. Le linee verticali identificano i giorni in cui la Fed ha modificato i tassi ufficiali.

Davanti a questa situazione eccezionale la Fed agiva prontamente. Il 10 agosto, con lo scopo di tranquillizzare gli operatori, emetteva un comunicato in cui dichiarava che, dato il forte squilibrio del mercato monetario e creditizio, stava fornendo liquidità al sistema mediante operazioni di mercato aperto. Nel comunicato si sottolineava altresì che chi non fosse stato in possesso dei titoli necessari per accedere a queste operazioni poteva sempre rivolgersi alla *discount window*. La situazione però non dava segni di miglioramento; l’elevato differenziale

tra Libor e OIS dimostrava che i problemi di liquidità non erano stati affatto risolti, mentre il mercato azionario tornava a flettere e il 15 agosto raggiungeva un nuovo minimo.

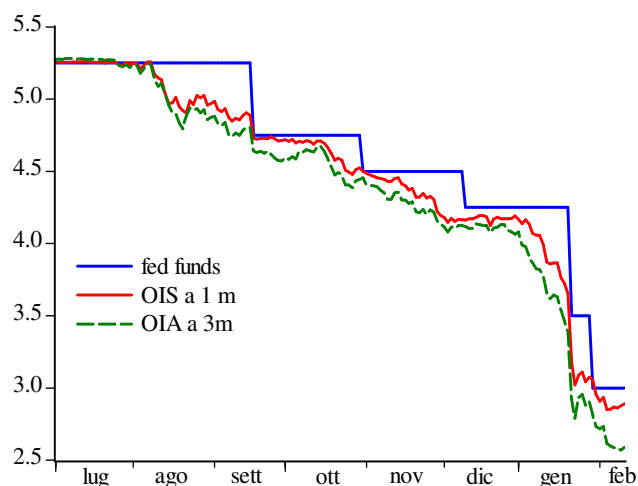
Il giorno 17 la Fed emetteva un nuovo comunicato in cui rendeva noto che – per venire incontro alle banche con insufficiente liquidità e che risultavano prive dei titoli necessari per rifinanziarsi con le operazioni di mercato aperto – il tasso di sconto era stato ridotto di 50 punti base (dal 6,25 al 5,75%); inoltre, informava che sino a nuovo avviso, la scadenza delle operazioni di sconto era stata aumentata a 30 giorni rinegoziabili su richiesta della parti (prima di questo annuncio questo tipo di finanziamenti era generalmente *overnight*). Per di più la Fed si dichiarava disposta ad accettare come collaterale una più ampia tipologia di attività, compresi gli stessi mutui per le abitazioni (*home mortgages*) e le attività ad essi correlati. La Banca Centrale si dichiarava quindi disposta ad accettare anche le attività più colpite dalla crisi del mercato immobiliare con il duplice scopo di:

- facilitare il ricorso allo sconto da parte dei maggiori possessori di tali *assets* (che erano anche i più carenti di liquidità);
- evitare che i detentori di questi *assets* fossero costretti a massicce vendite che ne avrebbero fatto ulteriormente scendere le quotazioni.

Sempre il 17 agosto, veniva emesso un altro comunicato in cui il FOMC prendeva atto che il deterioramento delle condizioni dei mercati finanziari aveva provocato un significativo aumento del rischio di riduzione della crescita; pertanto la Fed aveva preso a monitorare con grande attenzione l'evolversi della situazione, pronta ad agire per mitigare l'impatto negativo sull'economia reale del disordine presente sui mercati finanziari.

Queste informazioni – rilasciate con il chiaro intento di annunciare la disponibilità a mantenere per un certo tempo una politica di riduzione dei tassi e di immissione di liquidità – producevano solo parzialmente le reazioni desiderate. Da un lato infatti conducevano il tasso OIS su livelli inferiori rispetto a quello sui Fed Funds (FIG. 3). Dall'altro non riuscivano a mutare la condizione – davvero critica – della liquidità: lo *spread* fra Libor e OIS, dopo qualche giorno, tornava infatti ad ampliarsi ulteriormente.

FIG. 3: OIS e tasso target sui Fed Funds



Fonte: Reuters e Fed; 1 luglio 2007 – 12 febbraio 2008.

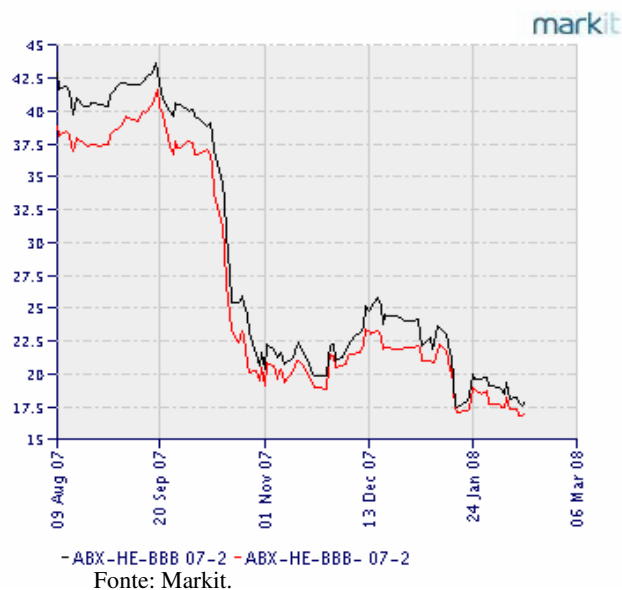
Il problema della carenza di liquidità sembrava essere in corso di risoluzione dopo la decisione (presa all'unanimità da parte dei membri del FOMC) di ridurre il tasso *target* sui federal funds di 50 bps il 18 settembre. Questo provvedimento – giustificato secondo la Fed dalle più rigide condizioni creditizie che minacciavano di intensificare la correzione del mercato immobiliare ed aumentare gli effetti negativi sulla crescita economica dei disordini in atto nei mercati finanziari – aveva effettivamente portato ad una riduzione dello

spread Libor-OIS di circa 35 punti base che andava progressivamente intensificandosi sino alla fine di ottobre.

Il 31 ottobre, in una nuova riunione del FOMC, il tasso *target* sui Fed Funds veniva ulteriormente ridotto al 4,50%, generando l'illusione che le tensioni sui mercati finanziari si fossero quasi definitivamente risolte. Il realtà il peggio doveva ancora arrivare.

La doppia crisi, di liquidità e solvibilità, non era affatto superata. Lo *spread* tra Libor e OIS a partire dall'inizio di novembre riprendeva a salire; inoltre tutta una serie di dati sui mercati finanziari conosceva un ulteriore deterioramento. I prezzi di borsa scendevano, mentre l'indice ABX di Markit, relativo alle quotazioni delle obbligazioni aventi mutui *subprime* come sottostante, subiva un crollo (FIG. 4) che non risparmiava neanche i titoli con *rating* migliore, creando ulteriori difficoltà al sistema finanziario (e in particolare agli *hedge funds*).

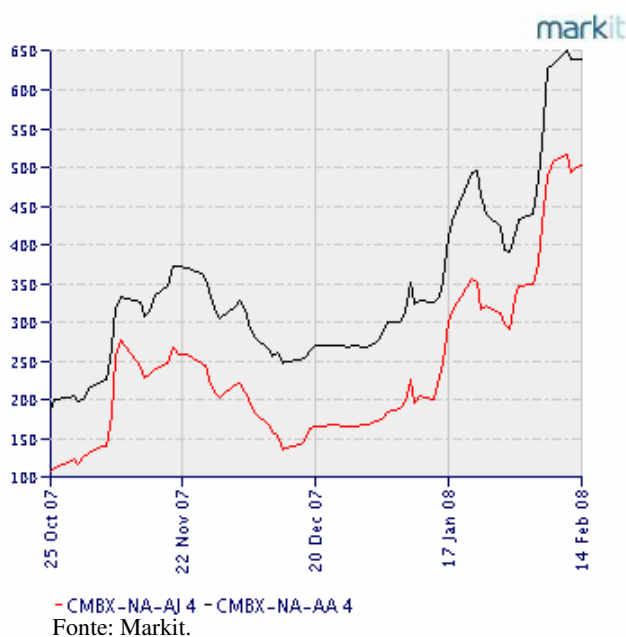
FIG. 4 Indice ABX dei titoli *subprime*



A partire da settembre, intanto, molte banche annunciavano forti perdite (si rinvia nuovamente

alla FIG. 2) e la crisi di sfiducia faceva lievitare gli *spread* dei derivati sul credito: gli indici CMBX (FIG. 5) e CDX di Markit si muovevano rapidamente verso l'alto in una tendenza che coinvolgeva tutti i *rating*.

FIG. 5 – Indice CMBX legato allo *spread* sui derivati creditizi



La reazione della Fed, ispirata ai principi di *rapidità*, *decisione* e *elasticità*, è stata però particolarmente decisa e variegata. Dall'inizio di novembre all'inizio di dicembre il differenziale tra il Libor e l'OIS a 1 mese era salito da 20 a 110 punti base, lasciando intendere che la situazione minacciava di diventare veramente insostenibile. Di conseguenza la Fed adotta, in un brevissimo lasso di tempo, tutta una serie di importanti misure quali:

- il 14 novembre la Banca Centrale annuncia una maggior diffusione delle sue previsioni “come contributo al crescente impegno per il miglioramento della comprensione della politica monetaria da parte del pubblico”: l'intento era ovviamente quello di

contribuire, con una maggior trasparenza, a stabilizzare le aspettative dei mercati;

- l'11 dicembre il tasso ufficiale viene abbassato di 25 punti base (dal 4,50 al 4,25%) in seguito "all'intensificarsi della correzione nel mercato immobiliare, la debolezza dei consumi e il deterioramento dei mercati finanziari";
- il 12 dicembre, allo scopo di aumentare la liquidità del sistema, vengono temporaneamente attivate le cosiddette TAF (*Term Auction Facility* – vedi BOX 1), cui si aggiungono interventi concertati con la BCE e altre banche centrali. Nel complesso si intendeva creare un'ulteriore immissione di liquidità di importo nettamente superiore a quello generato in occasione della crisi dell'11 settembre 2001. La Fed annunciava infatti che già mediante le sole TAF intendeva immettere nel sistema liquidità per 20 mld. di dollari il successivo 17 dicembre, 20 mld. il 27 dicembre, e altra liquidità il 14 e 18 gennaio (si saprà poi che in entrambi i casi si trattava di 30 mld. di dollari). Questa volta lo *spread* Libor-OIS si ridimensionava decisamente, scendendo in pochi giorni da 110 a 15 punti base. Un'improvvisa ripresa si manifestava verso la metà di gennaio, ma stavolta la reazione della Fed, in coerenza col principio "meglio troppo che poco", era pesantissima: il 22 gennaio, in una riunione straordinaria, il tasso *target* sui Fed Funds veniva abbassato di ben 75 punti base (non era mai accaduto prima di allora), e, qualche giorno dopo, di altri 50 punti base, tanto che ora il tasso ufficiale si è riportato al 3% (FIG. 6), livello cui era arrivato nel lontano 2005.

BOX 1: Le "TAF" (Term Auction Facility)

Come hanno sottolineato importanti membri del Board delle diverse Fed distrettuali, le TAF sono state introdotte il 12 dicembre 2007, in coerenza col criterio di *flessibilità*, una volta considerati l'inefficienza e gli inconvenienti che stavano presentando le tradizionali operazioni di rifinanziamento al tasso di sconto.

Nonostante le Fed avessero reso più semplice e meno costoso il ricorso alle *discount windows*, si è notato che molte banche erano riluttanti a ricorrere a questa opportunità nel timore che il mercato interpretasse tutto ciò come un segnale negativo sulle loro condizioni finanziarie: indebitarsi in modo palese con le *discount windows* sembrava equivalere ad ammettere pubblicamente l'esistenza di una condizione di debolezza finanziaria, con effetti negativi sulla propria reputazione economica.

In effetti le banche avevano l'alternativa di avvalersi delle anonime e meno care (50 punti base circa in meno) operazioni di mercato aperto che la BCE attivava nel mercato dei Federal Funds. Per accedere a queste operazioni, però, le banche avrebbero dovuto possedere titoli primari, che gli istituti soggetti a maggiore stress di liquidità non avevano in portafoglio. Il primo aspetto negativo di quest'operazione è stato che il ricorso alle *discount windows* non ha contribuito in maniera sufficiente a risolvere i problemi di liquidità del sistema: alcune banche in crisi di liquidità hanno preferito continuare a soffrire per via della carenza di liquidità, piuttosto che inviare al mercato un controproducente segnale di difficoltà finanziaria. Il secondo aspetto negativo di queste operazioni – questa volta per la Fed – è consistito nel fatto che per la Banca Centrale l'ammontare del ricorso a questa forma di creazione di liquidità è risultato difficilmente prevedibile. Quando alcune

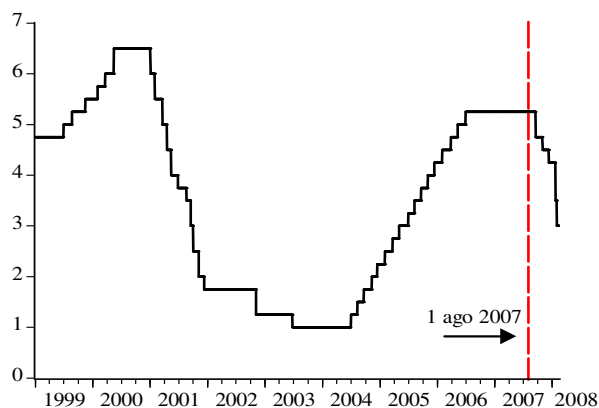
banche ricorrevano alle *discount windows*, si riduceva la domanda di liquidità nel mercato alternativo di Fed Funds il cui tasso effettivo, in alcuni giorni, è sceso sotto il suo *target*. E' pur vero che la Fed può sempre drenare liquidità nel mercato dei Fed Funds mediante operazioni di mercato aperto, ma, data l'irregolarità degli accessi alle *discount windows*, l'ammontare di queste operazioni diventava difficile da prevedere: il danno per la Fed era dovuto alle difficoltà fronteggiate per mantenere il tasso dei Fed Funds allineato al *target* ufficiale, con problemi di volatilità del rendimento e quindi di capacità di controllo dei mercati tramite la fissazione del tasso ufficiale.

Le nuove TAF sembrano avere aggirato questi due inconvenienti. L'ammontare offerto dalla Banca Centrale è prefissato (e quindi conoscibile a priori) ed è comunicato in anticipo così che tutti siano a conoscenza della liquidità che la Fed vuol creare. La loro scadenza è dell'ordine di un mese e il loro tasso minimo, fissato con asta competitiva, corrisponde all'OIS con scadenza uguale a quella del credito offerto in asta (un meccanismo che ricorda quello delle operazioni di rifinanziamento principale della BCE, la cui scadenza è però settimanale e il cui tasso minimo è il Repo). A queste opportunità possono accedere le *depository institutions* giudicate in buona situazione finanziaria dalle rispettive *Reserve Banks* distrettuali. Gli importi ottenuti vanno interamente coperti dagli stessi *collateral* accettati per le operazioni di sconto: si tratta quindi di uno spettro di attività molto più ampio di quello richiesto per accedere al mercato dei Fed Funds col risultato che le TAF possono promuovere un'efficiente diffusione della liquidità in periodi di stress del mercato interbancario privo di requisiti di garanzia.

(V.: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>)

In entrambe le circostanze la Fed ha comunque sottolineato che sono aumentati e prevalgono i rischi verso il basso per la crescita economica, lasciando intendere un'ulteriore probabile futura riduzione dei rendimenti. Da notare – nella parte terminale della già citata FIG. 3 – come l'OIS con scadenza 3 mesi, essendo su livelli nettamente inferiori al tasso ufficiale, conferma che questa è anche l'aspettativa del pubblico. Il 30 gennaio il FOMC ha comunque dichiarato che i mercati finanziari restano ancora sotto stress e che la Fed seguirà ancora attentamente i loro sviluppi: questa volta, però, la condizione di liquidità del sistema, anche se non definitivamente tornata alla normalità, sembra essere stata in buona parte riportata sotto controllo: nelle ultime settimane non sono apparsi sintomi di peggioramento.

FIG.6: Il tasso *target* sui Federal Funds



Fonte: Federal Reserve.

Oltre a questi interventi di politica monetaria – nuovi per alcuni aspetti (quali soprattutto la loro dimensione), ma sostanzialmente tradizionali nel contenuto – in questo periodo di crisi la Fed si è avvalsa anche di altri strumenti piuttosto atipici per la politica monetaria (vedasi BOX 2).

BOX 2: Sintesi delle misure adottate dalla Fed

Massiccia immissione di liquidità tramite:

- operazioni di mercato aperto;
- ampliamento delle attività ammesse come collaterale nelle operazioni di sconto;
- introduzione delle TAF⁴ (Term Auction Facility)
- cooperazione con altre banche centrali.

Riduzione dei tassi ufficiali:

- riduzione di 50 punti base del differenziale tra tasso di sconto e tasso dei Fed Funds;
- riduzione tra agosto 2007 e gennaio 2008 di 225 punti base (dal 5,25% al 3%).

Diverso tenore delle comunicazioni ufficiali:

- enfasi sulla situazione di crisi e impegno da parte della Fed di contrastarla
- attento monitoraggio dell'andamento del rischio e delle condizioni dei mercati finanziari e creditizi (timori anche di un *credit crunch*);
- maggiore diffusione dei dati sullo sviluppo dell'economia e le relative previsioni
- particolare pubblicità data ai suoi interventi volto a supportare la liquidità

Interventi a favore dei mutuatari:

- richiesta alle banche di rinegoziare i mutui anziché procedere alle escussioni degli immobili;
- collaborazione con banche e associazioni nazionali (American Securitization Forum (ASF) e Hope Now Alliance) e locali, compresa anche attività di consulenza;
- richiesta agli istituti di credito di maggiore trasparenza e correttezza nell'erogazione di nuovi prestiti;
- informative per i debitori in difficoltà

della Fed è stata anche aperta una pagina informativa dedicata ai mutuatari in difficoltà⁴, in cui figura, tra l'altro, una sorta di vademecum che essi possono seguire nel trattare con le banche. Dalla documentazione disponibile risulta evidente che la Fed auspica che le banche provvedano quanto prima ad una rinegoziazione. Molto significativo a tale proposito è il discorso ufficiale tenuto da Randall Kroszner, membro del *Board of Governors*, lo scorso 6 Febbraio all'*American Securitization Forum 2008 Conference*. Dopo aver ricordato che a novembre 2007 il 20% dei mutui *subprime* a tasso variabile era in mora e che erano state iniziate oltre 171 mila escussioni (*foreclosures*) – il 36% in più rispetto al trimestre precedente – il governatore ha sottolineato che a novembre era già in mora il 7% dei mutui *subprime* erogati nell'ultimo semestre. Secondo Kroszner, il fatto che mutui di così recente erogazione – che quindi si trovano ancora nella fase di ripagamento caratterizzata da condizioni favorevoli al debitore – fossero già incagliati era probabilmente dovuto anche al crescente ricorso a pratiche non corrette (*abusive lending practices*) da parte di diversi istituti.

Molte banche non avrebbero infatti tenuto in sufficiente conto il reddito e la ricchezza dei mutuatari i quali non sempre hanno sottoscritto contratti recanti condizioni sufficientemente trasparenti, con grave danno per il mercato finanziario americano. Lasciando intendere di parlare a nome della Fed, Kroszner ha incoraggiato *fortemente* l'adozione *nel più breve tempo possibile* delle modifiche proposte al fine

⁴ *Foreclosure Resources for Consumers* "If you are having difficulty making your mortgage payment, one of the most important things you can do is seek assistance. The following resources provide information and links to agencies and organizations that may be able to help you". Disponibile a (federalreserve.gov/pubs/foreclosure/default.htm).

Uno, in particolare, riguarda direttamente il problema dei mutuatari con difficoltà di pagamento. A questo scopo nel sito internet

di evitare che i mutuatari perdano le loro case. Oltre alla ricontrattazione delle condizioni dei mutui per i mutuatari in difficoltà, il Governatore auspicava anche un procedimento più corretto e trasparente nella concessione di nuovi prestiti. La Fed, da parte sua – anche tramite le sue dodici banche federali – *sta già lavorando*, sia a livello nazionale che locale, con istituzioni finanziarie e associazioni per affrontare concretamente le sfide poste dal problema dei mutui.

4. Il comportamento della BCE

La crisi finanziaria USA ha provocato delle conseguenze negative anche sull'economia europea. I canali attraverso i quali la crisi si è trasmessa da una sponda all'altra dell'Atlantico sono di vario tipo. Un primo importante canale è rappresentato dal coinvolgimento diretto che diverse istituzioni finanziarie della zona-Euro hanno avuto sul mercato dei titoli legati ai mutui *subprime* (vedasi BOX 3): una volta che la crisi è scoppiata queste si sono trovate direttamente a fronteggiare, in modo analogo a quanto stava accadendo negli USA, una grave carenza di liquidità. Un secondo importante canale di trasmissione della crisi è invece costituito dall'accresciuta interdipendenza finanziaria, riconducibile alla crescente globalizzazione. La maggior mobilità dei capitali ha infatti reso possibile una manifestazione immediata degli effetti di *spill-over* che hanno comportato una trasmissione, quasi in tempo reale, delle pressioni e delle tensioni dal mercato americano a quello europeo. In questo caso quindi anche quegli operatori europei che non erano direttamente esposti sul mercato dei *subprime* hanno dovuto patire le conseguenze indotte da una crisi originariamente scoppiata negli USA. I problemi che la Banca Centrale Europea ha dovuto – e deve ancora oggi – risolvere sono

quindi in parte simili a quelli fronteggiati dalla Fed. Come la banca centrale americana, la BCE si è trovata di fronte a una pesante crisi di liquidità del mercato monetario. Tuttavia, diversamente dalla Fed, la BCE non ha dovuto contrastare una crisi del mercato immobiliare e dei mutui della portata di quella americana.

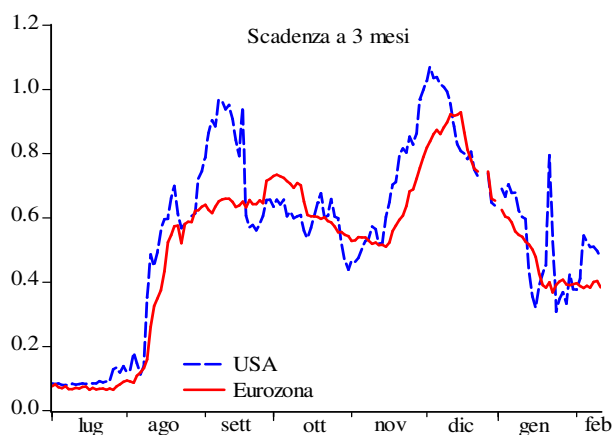
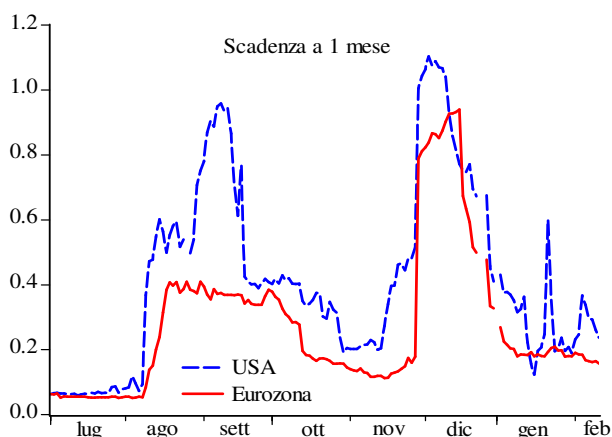
BOX 3: Globalizzazione, diversificazione e diffusione del rischio.

La crisi nasce dalle crescenti difficoltà del settore immobiliare USA, che rimangono fortemente concentrate da un punto di vista geografico all'interno del territorio americano. Osservando la mappa dell'incidenza degli episodi di *foreclosure* si nota come questi abbiano avuto luogo primariamente in poche contee di un numero limitato di stati quali California, Nevada, Arizona, Colorado e Florida e in modo ancora meno intenso in altre contee di stati quali Texas, Georgia, Wisconsin, Illinois e parte del New England. Tuttavia, a seguito della estrema diversificazione del rischio resa possibile dalla diffusione dei nuovi strumenti finanziari gli effetti della crisi si sono estesi all'intero dell'intero sistema finanziario USA: e da qui attraverso la incessante globalizzazione finanziaria anche all'estero, e in particolare in alcune nazioni dell'area Euro. Da questo punto di vista si evidenzia una ulteriore forma di diversità rispetto alla crisi immobiliare USA dell'inizio degli anni '90 quando le istituzioni finanziarie colpite dallo scoppio della bolla immobiliare erano non solo esclusivamente statunitensi ma soprattutto locali (per lo più localizzate nel New England e nella parte nord-orientale degli USA).

Che i problemi di liquidità del mercato monetario si siano manifestati anche in Europa risulta palese dalla FIG. 7 che riporta gli

andamenti del differenziale (per le scadenze di 1 e 3 mesi) fra Euribor e Eurepo e fra Libor sul dollaro e corrispondente OIS: a un aumento del differenziale negli USA, che segnala condizioni di liquidità più stringenti e maggiori rischi di insolvenza, ha corrisposto un incremento del corrispondente differenziale misurato nell'area Euro. Dalla figura si nota anche che la seconda ondata di crisi, quella manifestatasi in dicembre, è stata pesante anche per l'Europa: in quel momento infatti il valore del suo differenziale ha pressoché raggiunto quello registrato negli USA.

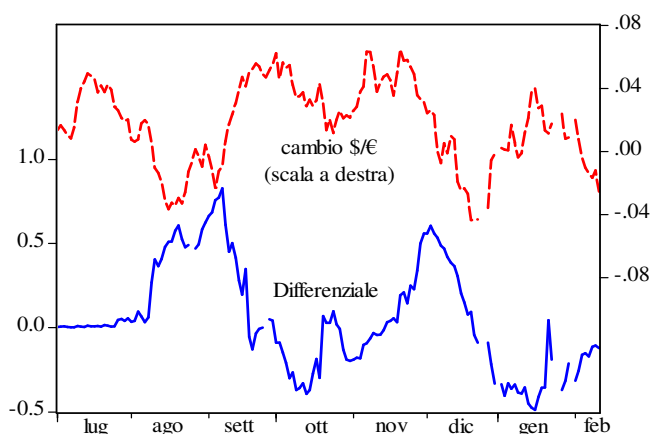
FIG. 7: Spread Euribor-Eurepo e \$Libor-\$OIS



Fonte: Reuters, BBA, EURIBOR®; 1 luglio 2007-12 febbraio 2008.

Il deterioramento dei mercati finanziari oltre oceano, oltre a indebolire il cambio Dollaro/Euro per via del maggior rischio attribuito all'andamento dell'economia USA (FIG. 8), creava forti disturbi anche nei nostri mercati monetari, di cui la Banca Centrale Europea ha dovuto tener conto nelle sue decisioni.

FIG. 8: Variazione mensile del differenziale \$Libor-\$OIS a 1 mese e variazione mensile del tasso di cambio dollaro/Euro



Fonte: Reuters, BBA e Fed; 1 luglio 2007-12 febbraio 2008.

Come la Fed, anche la BCE è intervenuta prontamente, ma le sue misure non hanno contemplato riduzioni del tasso ufficiale, in quanto sono state concentrate nell'offrire liquidità al mercato monetario (il 12 dicembre anche mediante un'operazione concertata con la Fed e altre banche centrali) e a fornire rassicurazioni sulla sua determinazione ad opporsi alla crisi (BOX 4).

Il primo forte intervento espansivo sulla liquidità è avvenuto lo stesso 9 agosto. Con un'operazione di *fine tuning* sono stati immessi quasi 45 mld. di Euro. Durante lo stesso mese di agosto la BCE ha effettuato altre 5 operazioni, per un totale di 250 mld. di euro. Considerando che nel corso dei primi 7 mesi dell'anno la BCE

aveva complessivamente creato liquidità (compresa la raccolta di depositi a tempo determinato) per 386 mld. di Euro, si intuisce quale sia stata la dimensione dell'intervento⁵.

Queste operazioni sono state spesso accompagnate, nei giorni immediatamente successivi alla loro implementazione, da operazioni di segno opposto effettuate per riportare la liquidità in linea col fabbisogno e mantenere il tasso del mercato overnight (Eonia) allineato al Repo. In ogni caso, nei momenti di maggior carenza di liquidità, la BCE ha sempre annunciato immediati ampi interventi espansivi, poi puntualmente attivati relativi a:

- Maggiori importi rispetto al *benchmark* offerti nelle operazioni di rifinanziamento principali. In particolare, il 17 dicembre, in uno dei momenti più gravi della crisi, la BCE ha comunicato che l'importo dell'operazione non sarebbe stata vincolato al *benchmark*, ma deciso in modo tale da mantenere i tassi vicini al Repo: in particolare, sarebbero state accettate tutte le richieste a tasso pari o superiore al 4,21%.
- Operazioni supplementari di rifinanziamento a lungo termine.
- Operazioni correttive di *fine-tuning* (realizzate però soprattutto per stabilizzare la liquidità).

Inoltre, non va dimenticato che, pur non avendo diminuito il tasso ufficiale, la BCE ha comunque allentato le condizioni monetarie rispetto a quanto atteso dal mercato prima della pausa estiva. Dopo il briefing di Trichet del 2 agosto, un duplice aumento dei tassi di 25 bps era infatti ampiamente scontato entro la fine dell'anno –

⁵ A ciò andrebbe aggiunto anche l'ammontare delle 4 tradizionali operazioni di rifinanziamento principali effettuate ad agosto che porta la liquidità complessivamente creata a 1.040 miliardi, 139 oltre il *benchmark*.

come si evince dalla TAB. 2 e dalla FIG. 9, in cui si nota che il rendimento dell'Eurepo prima del 9 agosto era significativamente sopra il tasso ufficiale.

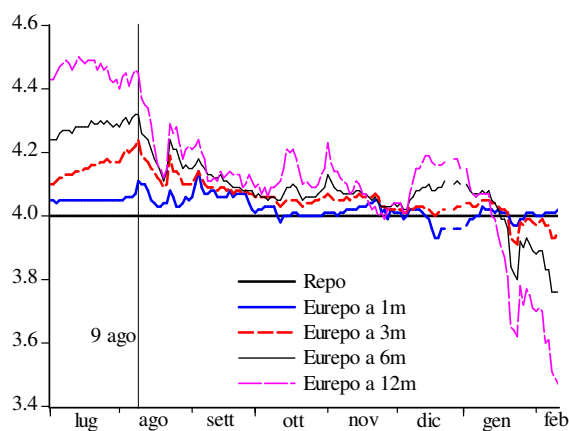
TAB. 2: Previsioni di consensus di *bfinance* sul Repo (media degli intervistati)

data della previsione	Repo previsto dopo:	
	2 m.	5 m.
luglio 2007	4,25	4,40
agosto	4,25	4,43
ottobre	4,05	4,02
novembre	4,03	4,03
dicembre	4,02	3,98
gennaio 2008	4,00	3,95
febbraio	3,90	3,67

Fonte: *bfinance* e ns. elaborazione; le date si riferiscono all'inizio del mese indicato.

Le affermazioni di Trichet che la Banca Centrale dovesse esercitare *strong vigilance* a causa della crescita economica e dei rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi - dovuti al petrolio, al crescente vincolo di capacità utilizzata, alle spinte salariali e alla espansione monetaria in essere – avevano infatti convinto gli operatori che l'aumento del Repo fosse imminente.

FIG. 9: Repo ed Eurepo per scadenza



Fonte: BCE e EURIBOR®; 1 luglio 2007-12 febbraio 2008.

Per la prima volta dopo molti mesi, invece, nonostante l'espressione *strong vigilance* usata nella Conferenza Stampa, non è seguito alcun rialzo del tasso ufficiale nella riunione successiva del Consiglio direttivo. Già subito dopo la crisi il mercato ha avuto dei dubbi sull'effettiva attuazione della manovra restrittiva. I dubbi sono diventati certezze quando, verso la fine di agosto, il Presidente Trichet ha sostenuto che quanto comunicato all'inizio del mese era stato reso obsoleto dagli avvenimenti delle settimane successive. Possiamo quindi ritenere che, senza la crisi finanziaria, il nostro tasso ufficiale sarebbe ora del 4,25-4,50%, di conseguenza la BCE, come ulteriore strumento espansivo, ha, *de facto*, rinunciato ad aumentare il Repo di 25-50 punti base.

Nelle successive conferenze stampa tenute a partire da settembre, il Presidente ha sempre enfatizzato la volontà della BCE di contribuire alla stabilizzazione del mercato monetario, osservando anche che l'incertezza della situazione rendeva difficile prendere decisioni sui tassi. A poco a poco, però, anche la situazione del settore reale è andata peggiorando come è chiaramente emerso dal contenuto dell'*introductory statement* di gennaio e febbraio 2008 in cui è tornato ad utilizzare l'espressione "rischi verso il basso" (*downside risks*) tipica delle fasi recessive. In particolare a febbraio, Trichet, dopo aver sostenuto che il rischio inflazionistico permane, ha anche dichiarato che i "rischi verso il basso sono confermati"; per di più – rispondendo a una domanda dei giornalisti – ha voluto sottolineare come l'espressione adottata rappresenti sicuramente qualcosa di nuovo nelle informazioni fornite dalla Banca Centrale.

Il mercato pare aver già percepito (si vedano le precedenti TAB. 2 e FIG. 9, con l'Eurepo a 6 e 12 mesi ben inferiori al tasso ufficiale) che il momento di una diminuzione del Repo non è più lontanissimo. Qualora ciò avvenisse potrebbe costituire un ulteriore strumento utilizzato per fronteggiare la crisi finanziaria, visto che il differenziale a tre mesi fra Euribor e Eurepo e fra Libor sul dollaro e corrispondente OIS, seppur molto ridimensionati sono ancora nettamente superiori ai loro valori "normali", segno questo che i problemi alla base della crisi non sono stati ancora del tutto annullati.

BOX 4: Sintesi delle misure adottate dalla BCE

Massiccia immissione di liquidità tramite:

- operazioni di mercato aperto;
- ampliamento degli importi offerti e assegnati nelle operazioni di rifinanziamento principale;
- cooperazione con la Fed e altre banche centrali.

Mancato aumento del tasso ufficiale:

- Il Repo, che a settembre sarebbe stato quasi certamente aumentato di 25 bps è rimasto al 4%;
- Introduzione nelle Conferenze Stampa di gennaio 2008 dell'espressione "*downside risk*". Questa espressione è poi stata rafforzata a febbraio dall'uso della definizione "*confirmed downside risks*", che di norma indica un probabile (non lontano) ribasso del Repo.

Diverso tenore delle comunicazioni ufficiali:

- enfasi sulla situazione di crisi e incertezza, e impegno da parte della BCE di fornire al sistema la liquidità necessaria.