



# Scenario dell'economia

a cura dell'Ufficio Studi della Cisl

## LO SCENARIO DELL'ECONOMIA

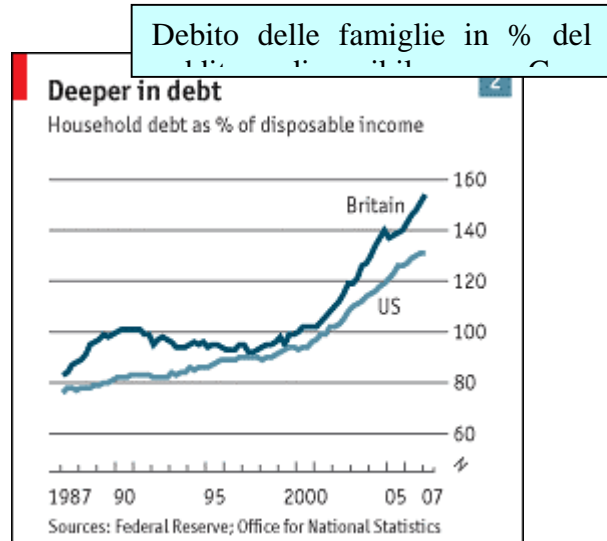
### FOCUS LA CRISI DEI MUTUI IMMOBILIARI

Settembre 2007

A cura di: Bruno CHIARINI Univ. Napoli Parthenope  
Gabriele OLINI Uff. Studi CISL

#### *Come nasce un "ciclone".*

La crisi dei mutui subprime, una delle peggiori bufere finanziarie degli ultimi anni, nasce da forti dissesti sui crediti concessi alla clientela non primaria (subprime), perché meno solvibile. La particolarità di questa crisi deriva dal non essere scatenata da fattori macroeconomici, come una recessione o uno squilibrio di bilancia dei pagamenti, ma da un grosso dissesto sui mercati finanziari; tale crisi finanziaria tende, invece, ad avere riflessi macroeconomici, con un rischio di rallentamento dello sviluppo, più forte negli Stati Uniti, ma rilevante anche nelle altre aree. Inoltre, benché l'innesco iniziale sia stato complessivamente modesto, il contesto dei mercati finanziari ha moltiplicato enormemente la deflagrazione, come una stanza piena di gas. Non a caso il governatore della Federal Reserve Bernanke ha dichiarato che le autorità monetarie sono rimaste sorprese della violenza della propagazione; a parte l'apprezzabile sincerità, il problema è che in questo modo si evidenzia una forte sottovalutazione dei rischi da parte delle Banche centrali, non solo di quella americana, non tanto dell'innesco, quanto della stanza saturata di gas. La conseguenza più grave della crisi è la **perdita di fiducia sulla trasparenza ed affidabilità del sistema dei mercati finanziari.**



I tassi di interesse bassi e costanti degli ultimi anni hanno incentivato le famiglie e i detentori di ricchezza ad investire nel settore immobiliare con una forte crescita dei prezzi delle case. Questa dinamica, in atto in molti paesi da diversi anni, ha, a più riprese preoccupato le banche centrali (in particolare la Banca Centrale d'Inghilterra e la Fed).

Negli Stati Uniti, la situazione favorevole e la forte domanda hanno indotto gli operatori finanziari a concedere mutui crescenti per l'acquisto di immobili e ad allargare il credito sotto forme diverse anche a famiglie e soggetti poco affidabili in termini finanziari. I tassi di interesse praticati erano più elevati rispetto alla clientela ordinaria, ma i requisiti di reddito per accedere erano del tutto insufficienti. Gli stessi intermediari, d'altronde, per proteggersi dal rischio che i mutui subprime comportavano, li rivendevano immediatamente sotto forma di titoli (cartolarizzazione), resi molto appetibili per i risparmiatori da tassi di interesse particolarmente elevati. In questo modo i mutui a rischio, una volta rimborsati, avrebbero prodotto un guadagno sia per l'intermediario finanziario (la banca), che si era liberato dei rischi, che per il risparmiatore. Il problema è che questo meccanismo sostanzialmente deresponsabilizzava la banca, che concedeva il mutuo, dal rischio di insolvenza, mentre esaltava la tendenza a trovare sempre nuovi clienti dei mutui, andando sempre meno per il sottile.

Il risparmiatore, che acquistava il titolo, non aveva certo il polso della situazione; spesso per l'opacità dei titoli trattati; frequentemente non era neppure al corrente di avere a che fare con un'operazione di finanziamento dei mutui. Infatti era invalso l'uso di impacchettare i titoli assieme ad altri più innocui, facendo quelli che sono stati chiamati **salsicciotti** di titoli. I finanziamenti subprime davano luogo a catene di titoli, che venivano rivenduti e rimpacchettati con altri titoli di natura completamente diversa. Il fatto è che, come ha recentemente affermato il capo economista del FMI Rogoff, le banche Usa hanno collocato sui mercati con strumenti complessi e poco trasparenti una cifra enorme che si avvicina a 1300 miliardi di prestiti. Lo stesso risparmiatore, desideroso di elevati guadagni, era fuorviato da una valutazione molto generosa sull'affidabilità dei titoli da parte delle agenzie di rating che, in palese conflitto di interesse, avevano assistito le banche cartolarizzanti a costruire i pacchetti dei titoli. Il sistema, con tanti "salsicciotti avvelenati", aveva un problema di **sostituzione senza controlli efficaci**. L'affidamento alle agenzie di rating (Moody's, Standard & Poors e Fitch) per il giudizio di solidità era mal riposto; sono abbondate le triple A, ad indicare un'ottima affidabilità dei titoli, per prodotti che *ex post* hanno dimostrato di non meritarselo. La reputazione delle agenzie di rating è probabilmente la vittima maggiore della crisi; oggi vi è un problema di misura dell'affidabilità. Perché i titoli del debito pubblico italiano o anche di tante imprese erano valutati molto meno di pacchetti di titoli con dentro obbligazioni spazzatura? Naturalmente questo pone un problema di come le scelte di acquisto dei risparmiatori vengono guidate nel sistema; più di qualcuno ha sollevato in Europa il tema di come avere la casa madre negli Usa sembra abbia portato le agenzie di rating a scelte benevolmente americanocentriche. Ma in questa fase il problema è anche più vasto: i risparmiatori non si fidano più dei loro riferimenti precedenti, ma non sanno nemmeno a chi guardare. E' cresciuta l'**incertezza dei mercati** e questo ha conseguenze perché accresce le oscillazioni e fa aumentare il premio al rischio, cioè il supplemento di tasso di interesse, destinato a compensare i maggiori timori.

Ricapitolando: il sistema dei mutui subprime aveva aumentato la distanza tra sottoscrittori e soggetti di fatto finanziati. Nel caso in cui i debitori, per qualche ragione, non fossero stati più in grado di pagare le rate dei mutui, le perdite si sarebbero scaricate non sulla banca erogatrice del mutuo, né su quella che aveva cartolarizzato i titoli, ma sui, tanti e sconosciuti, detentori finali dei titoli.

### **Lo scoppio della crisi: il venticello diventa bufera**

E' quanto è accaduto ad agosto. Nei mesi precedenti le banche centrali avevano aumentato i tassi di interesse per calmierare la crescita della produzione, i prezzi degli immobili e il ritorno dell'inflazione. Ad agosto è improvvisamente maturata la consapevolezza che l'aumento dei tassi

stava creando seri problemi a un notevole numero di famiglie, non più in grado di far fronte al rimborso dei debiti con un reddito stazionario o in calo. Proprio in quel mese 244 mila americani, che non sono stati in grado di pagare tre rate consecutive del loro mutuo, hanno visto la loro abitazione andare all'asta o diventare di proprietà della banca che gli aveva dato credito; si tratta di un numero più che doppio rispetto ad un anno prima ed in forte crescita rispetto anche al mese di luglio. Molti di quelli che sono rimasti solventi hanno scoperto che il valore della loro abitazione stava andando sotto il valore dei mutui contratti. Il panorama del mercato immobiliare è diventato ancora più nero; la prospettiva della vendita sul mercato delle case dei debitori insolventi ha depresso ancor più i prezzi delle abitazioni, ormai già in flessione, e ha scoraggiato l'avvio di nuovi cantieri: un colpo pesante considerando, che secondo molti l'edilizia, e non le nuove tecnologie era stata la causa della brillantezza dell'economia statunitense.

Molti intermediari finanziari che non erano riusciti a recuperare i finanziamenti, si sono rivolti ai risparmiatori, che hanno avuto azzerato il loro investimento. D'altra parte, ricadendo sugli stessi istituti emittenti, si rischierebbe un crack bancario. La caduta dei titoli non è rimasta confinata al settore subprime, ma con fortissima velocità ha coinvolto altri mercati. La necessità di aumentare la liquidità ha, infatti, indotto a vendere le azioni, i cui prezzi apparivano, ormai, troppo elevati rispetto ai timori di rallentamento economico. E' insieme iniziata la fuga da tutti quei titoli che sembravano meno affidabili. La crisi si è, quindi, diffusa velocemente ed in modo dirompente in tutti i settori finanziari e in tutto il mondo.

### *L'intervento sulla crisi: la politica monetaria fa quello che può .*

Nella gestione dell'emergenza a seguito dello scoppio della bolla finanziaria, le banche centrali (BCE e FED) sono intervenute ampiamente per tenere sotto controllo il crollo della fiducia ed i tassi interbancari. Le due banche hanno iniettato molta nuova liquidità nel sistema interbancario; tuttavia sul mercato del credito le tensioni sono ancora rilevanti e nella prima settimana di settembre il Libor a tre mesi, uno dei principali tassi di interesse di riferimento, ha raggiunto quasi il 6,8% (un livello che non si riscontrava dal 1998 con la crisi dell' hedge fund LTCM).

Soprattutto ciò che spaventa le banche centrali è che si è prodotta una situazione di **asfissia del credito** (in inglese *credit crunch*). Nell'assoluta incertezza su chi abbia in mano i cerini delle insolvenze, le banche ordinarie sono contrarie ad ampliare ed anche a rinnovare i crediti in essere. Quindi l'abbondante liquidità proveniente dalle banche centrali non penetra nel terreno e le piante rischiano di seccare. Infatti, non è per nulla certo che un'ampia disponibilità di liquidità da parte delle Banche Centrali arrivi agli operatori economici; le banche, rese troppo incerte e spaventate dalla crisi, potrebbero drenare liquidità, aumentando le loro riserve ed aspettando che la bufera passi. Non conoscendo le dimensioni delle perdite ed i soggetti esposti, gli istituti finanziari non si fidano l'uno dell'altro e sono restii a concedere prestiti.

Da questo punto di vista la crisi della banca inglese Northern Rock è indicativa; non si tratta, infatti, di un istituto particolarmente esposto sui mutui subprime, ma cui è mancato il rifinanziamento delle altre banche. Essa ha posto anche in risalto gli errori della Banca d'Inghilterra nella gestione dell'emergenza. Quando in agosto le difficoltà sui mercati finanziari erano esplose, il Governatore inglese King non aveva seguito la Bce e la Fed nell'iniettare liquidità, sottolineando come questo implicasse una condiscendenza per i comportamenti rischiosi e sconsiderati delle banche. In maniera intransigente aveva, dunque, lasciato che il mercato britannico si correggesse da solo. Quando la difficoltà della Northern Rock a farsi finanziare è diventata di dominio pubblico, si è scatenato il panico e i risparmiatori sono corsi a ritirare i loro depositi, facendo entrare l'istituto in una spirale. Gli avvenimenti e le code fuori dai suoi sportelli hanno provocato in Inghilterra una delle peggiori crisi bancarie degli ultimi decenni. L'Authority dei mercati e il Governo hanno

esercitato una pressione sul Governatore per fargli rivedere la sua posizione; la liquidità aggiuntiva, quindi, e in dosi rilevanti è stata alla fine concessa, quando il danno era stato già fatto. La Banca d'Inghilterra (con un comportamento da alcuni considerato goffo) non è sembrata, dunque, in grado di mantenere un efficace equilibrio tra la necessità di garantire la stabilità del sistema finanziario e quella di scoraggiare atteggiamenti irresponsabili da parte degli istituti di credito. D'altra parte la crisi sembra aver colpito la tradizione di indipendenza della Banca centrale e la sua credibilità.

La politica monetaria ha, dunque, in maniera più o meno efficace fatto quello che poteva per governare la crisi, ma senza risultati decisivi. La calma sui mercati finanziari fa fatica a ritornare, perché sono state scosse, come abbiamo visto, alcune certezze di fondo.

Inoltre la turbolenza rende i mercati finanziari ipersensibili all'andamento della congiuntura, generando un circolo vizioso con l'evoluzione dell'economia reale: la notizia di una flessione congiunturale dell'occupazione Usa a metà settembre ha prodotto pesanti perdite sui mercati azionari di tutto il mondo. C'è sempre il dubbio che si possa produrre negli Usa una recessione.

### *Gli effetti sull'economia mondiale ed in Italia*

D'altra parte il pessimismo, che ancora permane, ha reso probabile una battuta d'arresto della ripresa dell'economia reale. L'Ocse ha rivisto al ribasso le sue stime di crescita del Pil: per l'Eurozona si passa per il 2007 dal 2,7% al 2,6%; per gli Usa dal 2,0 all'1,9% e per l'Italia dal 2,0 all'1,8%. Le nuove stime appaiono ancora positive, e si limitano a ritocchi marginali; molti economisti, però, ritengono che la crisi del settore immobiliare, il coinvolgimento del settore bancario, le turbolenze sui mercati finanziari, la caduta dei consumi delle famiglie e le tensioni sul credito potrebbero costituire un mix preoccupante per la crescita economica negli Usa ed in Europa.

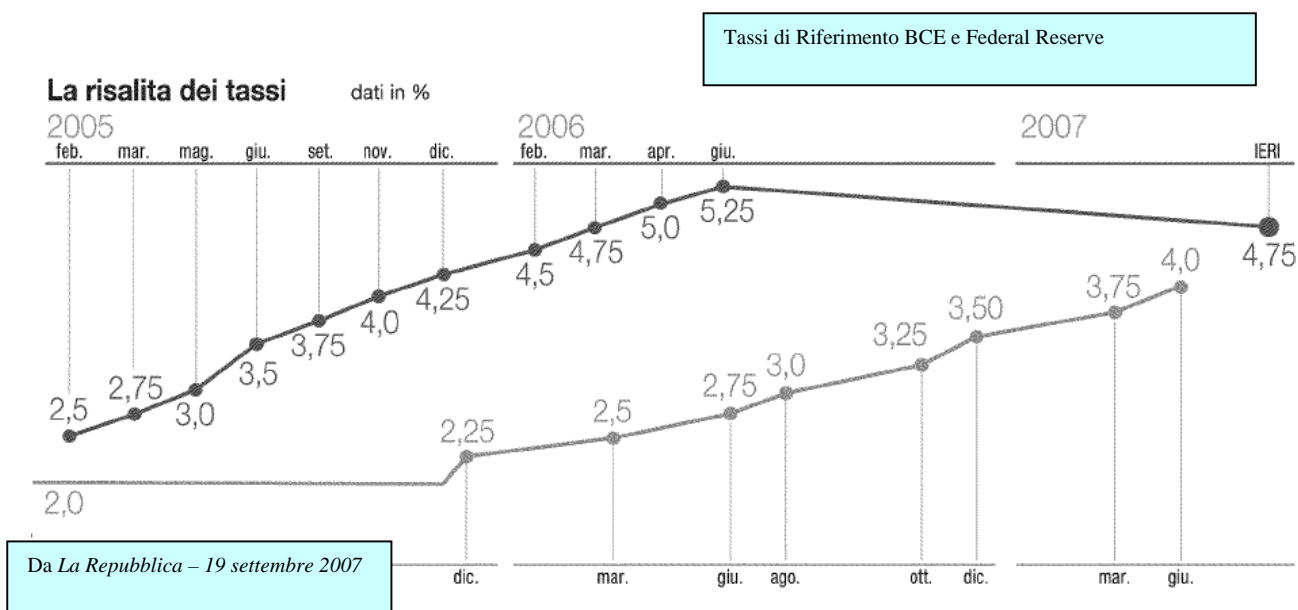
Quale sarà l'effetto della crisi dei mutui americani e dei nuovi scenari finanziari e di economia reale sul processo di crescita italiano? Occorre considerare che nonostante l'intervento delle banche centrali, le bolle speculative, una volta "scoppiate", producono una sensibile instabilità dei mercati. Tale variabilità richiede del tempo per ridimensionarsi. Dunque nei prossimi mesi i mercati finanziari saranno inevitabilmente caratterizzati da una sensibile incertezza. Come ormai sottolineato dalla letteratura, è più che probabile che ciò influenzi negativamente l'andamento dei maggiori aggregati reali dell'economia ed in particolare i consumi e gli investimenti. Un quadro che potrebbe portare a riconsiderare in maniera non trascurabile le stime di crescita dell'economia italiana finora disponibili.

Molti economisti e istituti di previsione italiani e internazionali (da ultimo il FMI) sono convinti che l'Italia debba temere più che il pericolo della crisi finanziaria innescata dai mutui subprime, quello derivante dai conti pubblici. L'esposizione verso il settore dei mutui subprime dei grandi gruppi bancari italiani, secondo il Governatore della Banca d'Italia è, infatti, limitata (1,3 miliardi di euro, meno dell'1,5% del patrimonio base); le nostre banche sono meno aggressive e, mentre nei paesi anglosassoni gli istituti concedono anche il 100% del valore dell'immobile, da noi la media non supera mai il 55%. Come ha chiarito nella sua relazione il presidente della Covip, l'Authority che vigila sui fondi pensione, anche l'impatto sulle forme pensionistiche complementari italiane è trascurabile; secondo le informazioni raccolte dalla stessa Covip soltanto qualche fondo è risultato marginalmente interessato dalla crisi dei titoli subprime, essenzialmente in forma indiretta mediante partecipazione a strumenti finanziari esposti; la Covip si è impegnata a monitorare con continuità la situazione, ma rileva anche che la gestione del risparmio previdenziale è attuata in Italia con particolare cautela.

Ma, più che l'impatto diretto, va valutata secondo noi la situazione particolare che si sta creando sui mercati. La restrizione sul mercato del credito può ridurre la propensione ad investire, già ridimensionata per il rallentamento dello sviluppo avutosi a primavera. Le perdite sui mercati finanziari e azionari potrebbero scoraggiare i consumi delle famiglie, probabilmente anche colpiti da una certa restrizione dei crediti al consumo. La rivalutazione dell'euro rispetto al dollaro tende a rendere meno convenienti le esportazioni fuori dell'area della moneta unica; è importante considerare che la valuta americana, con l'iniezione di liquidità da parte della Fed per contrastare la crisi finanziaria, resterà debole nei confronti delle maggiori valute. A bilanciare almeno in parti tali considerazioni c'è che l'Isae non ha registrato un particolare peggioramento del clima di fiducia tra prima e dopo lo scoppio della crisi e, d'altra parte, la rivalutazione dell'Euro non sembra negli ultimi anni aver influito sulle esportazioni europee ed italiane, basate su fattori abbastanza impermeabili ai prezzi.

### Le opzioni di politica economica

Le autorità monetarie e di politica economica si trovano davanti ad un bivio piuttosto complicato con politiche di segno opposto. La prima opzione prevede una politica sostanzialmente espansiva con immissione di liquidità e taglio dei tassi di interesse, che dovrebbero far fronte alla crisi dei mercati, ma potrebbero accelerare l'inflazione e la crescita del costo dell'energia; la seconda, prevede, invece, una politica restrittiva sui tassi di interesse per riportare ordine sui mercati e sotto



controllo il prezzo del greggio. La Federal Reserve con il taglio di mezzo punto dei propri tassi, deciso il 18 settembre, ha optato decisamente per la prima opzione, probabilmente molto preoccupata dei numerosi segnali di rallentamento che l'economia americana ha dato negli ultimi giorni.

La Bce, invece, resta più prudente, anche se palesemente incerta sul da farsi; tanto che continua a non escludere una crescita dei tassi di interesse in un qualche momento dei prossimi mesi. Sembra voler dare continuità a una linea strategica fissata prima della crisi, ma che oggi ha a che fare con un contesto profondamente mutato. Si pensa, infatti, che l'abbandono di una politica monetaria restrittiva, paradossalmente può comportare conseguenze pericolose per la crescita nel caso di una ripresa dell'inflazione.

Il confronto a livello europeo è molto acceso; il presidente francese Sarkozy ha accusato esplicitamente la BCE di provocare un'eccessiva rivalutazione dell'euro non tagliando i tassi di interesse, anzi lasciando aperta la prospettiva di un rialzo. Più esplicitamente Sarkozy ha detto che la BCE, ampliando la liquidità aiuta chi ha speculato, mentre, non tagliando i tassi non aiuta gli imprenditori (e l'occupazione). La Banca, da parte sua, ribatte ricordando il principio della sua autonomia. Dall'Eliseo si nota che l'autonomia richiama la responsabilità, ovvero la necessità di un confronto sulle rispettive strategie di fronte ad un'assemblea politica.

### *Gli insegnamenti della crisi*

Molti osservatori (anche di orientamento diverso, da Stiglitz a Sarcinelli per citarne due) hanno rilevato che la politica monetaria della Federal Reserve è stata troppo permissiva; la "bolla immobiliare" ha indotto gli americani a vivere al di sopra dei loro mezzi. Soprattutto è da rilevare che a fronte dell'esuberanza della nascita di nuovi e "sostanziosi" strumenti finanziari i controlli sono stati del tutto carenti e che il settore dei mutui e degli intermediari è stato scarsamente sottoposto a supervisione.

D'altra parte mentre i mercati tendono ad unificarsi, la regolazione rimane disarticolata, per lo meno tra le diverse aree economiche. Ma anche a livello nazionale, in Gran Bretagna, come negli Stati Uniti, le Authority di regolazione sono tante e non coordinate. Viene fatto rilevare (Masciandaro) che la natura sempre più internazionale dei mercati richiederebbe forme di coordinamento della sorveglianza continue.

Vi è chi (Onado) ha notato che esistono tre ordini di problemi:

- La deresponsabilizzazione delle banche rispetto ai mutui concessi. Le banche non dovrebbero potersi disfare completamente dei rischi dei crediti da loro concessi. Collegato a questo tema vi è quella della fissazione del rating, basato finora su elementi troppo ottimistici. Trichet, governatore della BCE ha proposto che le agenzie di rating siano valutate esse stesse con un benchmark; la proposta è stata considerata interessante. Il fatto è che il benchmark potrebbe non rimediare ad un problema di eccessivo conformismo tra le tre agenzie; ognuna di queste per non sbagliare, sarebbe portata a non allontanarsi troppo dal giudizio delle altre.
- La negoziabilità dei titoli era solo virtuale e questo ha portato a grosse perdite perchè, al momento della vendita, i titoli si sono dimostrati illiquidi.
- La trasparenza sul mercato, che non dovrebbe essere raggiunta con prospetti informativi sempre più complicati ed ermetici, ma con una regolamentazione che renda più conveniente per gli intermediari vendere prodotti finanziari semplici, scoraggiando quelli complicati e opachi.

Dunque, non solo un problema di gestione di politica economica, ma di regolazione più accurata dei mercati finanziari. Negli ultimi venti anni, e forse a ragione, si è ritenuto che il problema alla stabilità dei mercati venisse da un'eccessiva esuberanza del settore pubblico (si veda il Patto di Stabilità europeo); forse bisogna cominciare a ragionare su come regolare l'esuberanza del settore privato.