

*Luigi Spaventa*

Crisi di liquidità e futuro dei mercati

14° congresso AIAF, ASSIOM, ATIC, FOREX

Bari 18 gennaio 2008

## 1 - Analisi

1.1 Tutte le crisi finanziarie, o le situazioni di *financial di stress*, presentano antecedenti e sintomi comuni e comuni modalità di svolgimento, quali si manifestano nei fenomeni di *feedback* provocati dall'operare dell'acceleratore finanziario: prima, allontanamento dei prezzi dai fondamentali, forte appetito per il rischio, condizioni monetarie permissive e di liquidità abbondante; poi, crollo di prezzi, aumento di volatilità, caduta della liquidità di mercato, riprezzamento del rischio e *flight to quality*, *deleveraging* e caduta di *funding liquidity*.

Ogni crisi tuttavia è diversa dalle altre nelle cause specifiche, da cui dipendono anche gli effetti e la dimensione. I precedenti immediati sono: due crisi borsistiche (1987 e 2000-2001) e quella impropriamente attribuita a LTCM, che fu l'amplificatore delle conseguenze del *default* della Russia nel 1998. Al di là delle somiglianze di svolgimento, soprattutto con quella del 1998 (v. CGFS (1999)), questa crisi si distingue dalle altre perché ha natura più strutturale, nelle cause e nelle conseguenze: la crisi di un modello che si era perentoriamente affermato negli anni '90 e la necessità di un riadattamento dell'intero sistema finanziaria a una realtà diversa.

1.2 Le modalità del nuovo modello di allocazione del rischio di credito (da *originate and hold a originate to distribuite*) sono note. L'originatore dei crediti (una banca o una quasi-banca) li assembla, in combinazioni di varia qualità e di vario grado di rischio, in strumenti cartolari strutturati in strati con diverso grado di subordinazione, che poi cede a investitori istituzionali e a gestori di patrimoni. A un livello successivo, lo strumento può rappresentare solamente un impegno di protezione dei crediti già incorporati in un'obbligazione sottostante. In astratto questo modello produce conseguenze desiderabili (v. Greenspan, ma non solo): *pooling* dei rischi; per le banche, cessione della porzione di rischio sistemico (*tail risk*) derivante dalla macro-esposizione a eventi estremi, specializzazione nel rischio idiosincratico di insolvenza, riduzione nel fabbisogno di capitale in rapporto al credito originato; frammentazione nell'allocazione del rischio con attenuazione degli effetti sistemici e pertanto maggiore *resilience* del sistema bancario; per gli

investitori, accesso a nuove opportunità di combinazione rischio-rendimento; maggiore originazione di credito con maggiore accesso al credito da parte di soggetti che prima ne erano esclusi.

Eppure per effetto di uno *shock* di portata non eccezionale – il rapido aumento delle insolvenze sui mutui *subprime* – questa crisi ha assunto le connotazioni di una crisi bancaria: pesanti effetti sugli attivi delle banche; *spreads* inusitati dei tassi interbancari su quelli di riferimento, che, sulle scadenze più lunghe, le iniezioni di liquidità delle banche centrali non sono riuscite a ridurre; restrizione creditizia o necessità di ricapitalizzazione delle banche per restaurare i coefficienti patrimoniali a livello adeguato. Evidentemente si è verificata una degenerazione nel funzionamento del modello, di cui si manifestavano tutte le vulnerabilità nei momenti di stress. Molte di queste vulnerabilità la letteratura accademica – ma non quella ufficiale – le aveva previste..

a) Degenerazione degli incentivi nella erogazione del credito, soprattutto nell'ambiente privo di regole degli Stati Uniti (Buitter (2007), Bernanke (2007)), sia al livello di brokeraggio sia a quello di concessione in vista di un trasferimento: traendosi profitto dalla quantità e non dalla qualità del credito concesso, si affievoliva ogni monitoraggio, *ex ante* ed *ex post* sul debitore; a debitori privi di ogni affidabilità, per attrarli venivano concesse condizioni iniziali particolarmente favorevoli. Il funzionamento del meccanismo si basava sulla persistenza di bassi tassi d'interesse e sull'aumento ininterrotto dei prezzi delle case, che consentiva il rifinanziamento dei mutui in essere o, al peggio, la vendita della casa a valori sufficienti a restituire il capitale e anche a incassare una plusvalenza.

b) Coinvolgimento delle banche: i rischi usciti dalla porta rientravano per molteplici finestre. Spesso le *first loss* o *equity tranches*, degli strumenti strutturati di credito, che sono le prime ad assorbire le perdite da insolvenza dei crediti sottostanti restano direttamente o indirettamente (su un veicolo fuori bilancio) in carico all'originatore del credito (per segnalare in tal modo un impegno sull'affidabilità dello strumento) (Franke e Krahen (2005)). Si supponga (Krahen e Wilde (2006)) che l'intermediario impieghi il ricavato della vendita delle altre *tranches* del CDO per erogare un nuovo pool di crediti, che vengono a loro volta cartolarizzati e ceduti al netto di un'altra *equity tranche*, la quale si va ad aggiungere alla precedente, e così via. Se il processo continua, all'attivo dell'intermediario si accumulano rischi di insolvenza, che ne aumentano l'esposizione, estendendola a un rischio sistemico con conseguente aumento del beta. La estensione di questo fenomeno a una pluralità di banche originatrici, spiega la diffusione del *financial distress*, indipendentemente dal contagio attraverso rapporti interbancari.

Ma questa spiegazione non basta: le *equity tranches* rappresentano una frazione relativamente piccola dei CDO e a prima vista le perdite subite dal sistema parrebbero superiori alle insolvenze che hanno azzerato il valore dell'*equity*; risulta inoltre che le perdite derivano anche da perdite di valore e cali di liquidità sull'intera *asset class* delle ABS, anche nelle *senior tranches*.

La spiegazione concorrente, e non alternativa, è che l'esposizione *effettiva* delle banche era molto più elevata di quella apparente. Ciò avveniva in vari modi: al di là delle *equity tranches* detenute dalle banche o dai loro veicoli: veicoli di investimento (SIV) fuori bilancio, che avevano in attivo i CDO e si approvvigionavano sul mercato a breve con carta commerciale da questi garantita, lucrando sul margine d'interesse, e a cui le banche garantivano linee di credito di ultima istanza (secondo una stima (FT, 7.1.2008) gli attivi dei veicoli sponsorizzati dalle banche, i *conduits*, avevano toccato i 1000 miliardi di dollari); portafogli per *trading* proprietario con *marking to market* di quegli strumenti; fondi comuni di investimento di proprietà delle banche investiti in ABS. Gli effetti di questo duplice meccanismo erano stati previsti in largo anticipo da Rajan (2005): Da un lato, as originators of credit risk banks hold first loss positions, so that a downturn in the economy with asset price realignment would result in actual losses on their balance sheets..In aggiunta, significant downturns can bring along a number of implicit and contingent commitments, as banks are increasingly in the guarantee business and are concerned with reputation.

c) Resta il fatto che le insolvenze sui mutui *subprime* hanno contagiato indistintamente tutta la classe delle ABS, indipendentemente dal *rating*. Evidentemente qualcosa non funzionava nella valutazione sia delle agenzie sia del mercato. Due fattori ambientali sono importanti (Rajan (2005)), ma non sufficienti per una spiegazione: (i) le conseguenze di un periodo prolungato di politica monetaria permissiva, con bassi tassi d'interesse nominali e reali, elevata liquidità e bassa volatilità, che spingeva all'assunzione di maggior rischio per ottenere maggiori rendimenti; (ii) la struttura di incentivi degli *investment managers*, che li induce all'assunzione di rischi ignoti agli investitori e a un comportamento di gregge che impedisce l'assunzione di *contrarian positions*. Gli effetti di questi comportamenti sono stati esasperati dal fallimento, o almeno dall'inadeguatezza, dei modelli di valutazione sia delle agenzie sia degli investitori, dovuto a due motivi connessi (Duffie (2007)): nessuna considerazione dei rischi di liquidità, nella duplice accezione di liquidità di mercato e di provvista di *funding*; ipotesi infondate (perché basate su una limitata esperienza storica), e incoerenti, sia sulle probabilità di insolvenza sia, e soprattutto, sulle basse correlazioni delle insolvenze dei crediti strutturati. Eppure si era avvertito che CRT markets could suffer a dramatic loss of liquidity in the event of a surprise cluster of corporate defaults (Duffie (2007)); e anche che correlations that are zero or negative in normal times can turn overnight to one, with hedged positions becoming unhedged at the worst times (Rajan (2005)). Come è di fatto avvenuto.

1.3 In queste vulnerabilità si rinvencono i fattori che hanno consentito l'impetuosa crescita del CRT e al tempo stesso hanno provocato la degenerazione patologica di un'innovazione che sarebbe stata benefica se contenuta nei limiti della sua fisiologia. Il gregge galoppava unito (o quasi:

qualche *hedge fund* indipendente assunse tempestivamente posizioni corte sul credito): ciascun suo membro, forse individualmente consapevole dei pericoli, sceglieva tuttavia di non restare ai margini per non perdere l'ultima fetta degli straordinari profitti che il meccanismo aveva sino ad allora garantito. Dichiarò nell'estate il CEO di Citi, poco prima di essere licenziato: "finché la musica suona, bisogna continuare a ballare". La musica si è interrotta, i ballerini si sono trovati a sedere per terra e si è avverata una possibilità che pure era prevedibile: se ci si accorge che le perdite colpiscono le banche ma non si sa dove esse si collochino, ogni banca guarda con sospetto alle consorelle bisognose di liquidità e si essicca il flusso dei crediti interbancari. (Rajan (2005)).

## 2 - Prognosi

2.1 L'affermazione e la tumultuosa crescita del modello di separazione fra originazione del credito nel sistema bancario in senso lato e destinazione finale dei crediti e dei rischi ha provocato un notevolissimo aumento del *leverage*, a motivo sia della mobilitazione di nuovo risparmio per il l'investimento in strumenti di credito, sia del finanziamento delle posizioni assunte su quegli strumenti. La crisi del modello implica per converso un processo generalizzato di *deleveraging*. Come avverrà questo processo e quali ne sono le implicazioni sull'economia reale? Conviene distinguere fra il breve periodo, che già oggi vede un complicato e disordinato momento di transizione, e un'ipotetica situazione a regime.

2.2 La transizione può essere rischiosa. (i) Potrebbero registrarsi altre impennate nella *delinquency rate* dei mutui immobiliari americani al venir meno delle condizioni di favore (*teaser rates*) concesse a mutui contratti fra il 2005 e il 2006. (ii) Potrebbero emergere – e stanno già emergendo – ulteriori pesanti perdite nei bilanci delle banche, dovuti all'assunzione sui bilanci delle posizioni ancora fuori bilancio, alla persistenza di condizioni di illiquidità di mercato degli strumenti di credito (che li rendono di fatto non negoziabili) e alla continuazione di difficoltà di *funding* sul mercato interbancario: aumenterebbe ancora, in conseguenza, il fabbisogno di capitale delle banche. Gli esiti potrebbero essere traumatici se le difficoltà compromettessero la stabilità di una o più istituzioni. Comunque, vi sarà una drastica riduzione del CRT (anche perché gli strumenti rappresentativi oggi non trovano mercato); si manifesteranno pertanto condizioni di credito più tese. Come ha realisticamente riconosciuto Malcolm Knight, direttore generale della BIS, (2007) "the deleveraging process that is now taking place in the system is, to put it mildly, unlikely to be totally smooth": toccherà alle banche centrali guidarlo con interventi flessibili volti a garantire la stabilità del sistema.

2.3 Supponiamo che questa transizione sia superata senza conseguenze troppo traumatiche. Quale potrà essere un nuovo regime?

Idealmente, l'obiettivo dovrebbe essere quello di preservare quanto v'è di buono nel CRT, garantendone la sopravvivenza ma impedendone gli eccessi. Anche se ciò fosse possibile, tuttavia, si può prevedere comunque sia una riduzione strutturale del grado di *leverage* rispetto ai picchi passati, sia un mutamento delle modalità della trasformazione per scadenze: a motivo di un aumento nei bilanci bancari della quota di credito originato, dovrà ridursi il rapporto fra credito e base di capitale; si ridurrà la raccolta all'ingrosso, che ha presentato caratteristiche di instabilità (come insegnano l'esperienza degli ABCP e il caso di Northern Rock) rispetto a quella al dettaglio, naturalmente più stabile.

Ci si può chiedere se una riduzione stabile del *leverage* sia compatibile con il finanziamento di ritmi soddisfacenti di crescita. Si deve anzitutto tener conto che il *repricing*, del rischio e dunque di intere classi di attività finanziarie, ridurrà fisiologicamente (sino alla manifestazione di una nuova bolla), e senza costi di lungo periodo, il fabbisogno di credito. In secondo luogo occorre considerare le possibili fonti a cui può attingere la ricapitalizzazione degli intermediari bancari. Soccorre una considerazione di natura macroeconomica. A livello mondiale esiste un consistente stock di ricchezza investibile, derivante dall'accumulo degli avanzi correnti dei paesi emergenti, soprattutto nei paesi produttori di petrolio e in Asia – il *savings glut* di cui ha parlato Bernanke. Uno degli sviluppi più interessanti di questi ultimi tempi si può ravvisare nella destinazione di questi attivi a *sovereign wealth funds* costituiti dai paesi interessati. Esecrati da chi, pur avendo bisogno di soldi teme un'espropriazione del potere, questi fondi investono almeno in parte – saggiamente – su un orizzonte lungo piuttosto che in mordi e fuggi di breve periodo. Come già dimostra l'esperienza recente, da essi ci si potranno attendere le iniezioni di capitale necessarie alle banche dei paesi industrializzati.

In terzo luogo, la ripresa ordinata di un meccanismo fisiologico di CRT potrà alleviare i fabbisogni di capitale rispetto a quelli che oggi si manifestano nel periodo di transizione. Ma è possibile questa ripresa, e a quali condizioni onde evitare gli eccessi recenti? Si entra qua nel terreno, assai scivoloso, delle innovazioni regolamentari.

### 3 - *Policies*

3.1 E' diffusa l'opinione che la crisi recente sia stata in qualche modo favorita da una qualche *regulatory failure*. Tuttavia la situazione è ben diversa da quella che si verificò intorno al 2001,

quando vennero alla luce episodi di vera e propria delinquenza societaria. Era evidente, allora, quali regole si erano rivelate insufficienti e quali dovevano essere cambiate o rafforzate: di qui le iniziative legislative e regolamentare assunte in diversi paesi. La patologia che si è manifestata nei mesi recenti, invece, non può in generale essere imputata a frodi o a violazioni di regole: essa è il risultato delle vulnerabilità accumulate nel disegno di nuovi strumenti finanziari, nel funzionamento dei mercati, nel comportamento degli intermediari. Né è ovvio – con l’eccezione della situazione di completa mancanza di regolazione negli Stati Uniti per quanto riguarda l’originazione dei mutui, soprattutto nel caso di intermediari specializzati non bancari e nell’attività di brokeraggio – se occorrono nuove regole e in che cosa esse possano consistere. In più, queste vulnerabilità si sono manifestate a livello di finanza globale..In breve, *there is no quick fix*.

3.2 In generale, l’esperienza di questi mesi mostra che i regolatori di stabilità, individualmente e nelle sedi internazionali in cui essi si congregano, erano di lunga *behind the curve*. Il rapporto del CGFS del 1998 raccomandava alle banche centrali di *monitoring markets and understanding trading and credit risk practices*. A giudicare dai loro rapporti e dai loro bollettini non pare proprio che lo abbiano fatto con la necessaria assiduità, anche a trascurare episodi specifici come quello di Northern Rock. Prima del diluvio quei rapporti e quei bollettini, pur esprimendo preoccupazioni alquanto rituali sui rischi alla stabilità, non si erano mai preoccupati, a mia conoscenza, delle esposizioni effettive delle banche, dei loro modelli di rischio e delle loro pratiche di *trading*: la preoccupazione principale riguardava i rischi di controparte soprattutto nei confronti degli *hedge funds*. In conseguenza, almeno apparentemente, i regolatori ignoravano l’accumulo di debolezze nel sistema degli intermediari creditizi sottoposti alla loro vigilanza. In primo luogo, dunque, si deve auspicare che in futuro venga colmato questo vuoto d’informazione e che i regolatori di stabilità esercitino un controllo più stringente sulle esposizioni *effettive* degli intermediari, sia ai rischi di mercato sia a quelli di liquidità, e sui modelli di controllo del rischio che vengono adottati.

Questo potrà meglio avvenire nel corso di una forse indispensabile rivisitazione di Basilea II. Quell’accordo, pur se introduce qualche miglioramento rispetto alla situazione attuale – ad esempio nel trattamento dei veicoli fuori bilancio – presenta sia carenze, sia problemi. Gli obblighi informativi appartengono al terzo pilastro, che è anche il più debole. Essi sono definiti in vista di un esame dell’adeguatezza del capitale delle banche: eppure, la base di capitale del sistema bancario pareva, ed era considerata, più che adeguata, ma tale non si è rivelata in seguito. Un altro problema riguarda la completezza e la robustezza sia dei modelli di valutazione del rischio impiegati dalle banche sia dell’affidabilità dei *rating*, dipendendo dagli uni e/o dagli altri il computo dei requisiti di capitale rispetto al credito erogato: l’esperienza di questi mesi suscita pesanti dubbi in materia,

soprattutto per le ipotesi di correlazioni dei rischi e per il riferimento a un'esperienza storica limitata (Duffie (2007), Borio (2007)). Un terzo problema, assai rilevante (Masera (2007), Buiter (2007)), riguarda la natura pro-ciclica degli standards dell'accordo.

Si può infine argomentare (Giovannini e Spaventa (2007)) che gli obblighi informativi in vista di un controllo di stabilità dovrebbero riguardare non solo le banche, ma tutte le entità che presentano un *mismatch* di scadenze e di liquidità fra attività e passività: dunque anche i grandi *broker-dealer*, che non raccolgono depositi, le istituzioni specializzate che si approvvigionano sul mercato all'ingrosso e gli *hedge funds*.

3.3 Si impone certamente (e sarebbe tempo) un ripensamento sul ruolo privilegiato, e deresponsabilizzato, delle agenzie di *rating* e sui criteri da esse impiegate nell'attribuzione del *rating*. Tre di esse godono di una situazione di semi-monopolio legale: la legislazione e la pratica americane ufficializzano in qualche modo la loro valutazione ai fini sia del controllo degli intermediari, sia dell'ammissibilità degli strumenti finanziari nel portafoglio di investitori istituzionali. Nel caso di strumenti strutturati, le agenzie non compiono una valutazione diretta del merito dei debiti sottostanti, ma definiscono le probabilità di insolvenza in base a modelli statistici, di cui si è già notata l'inaffidabilità e che dovrebbero essere esaminati, se non approvati, dai regolatori. Sono state rilevate situazioni molteplici di conflitti d'interesse, dovute in particolare alla circostanza che le agenzie sono pagate dagli emittenti, e non dagli investitori. La proposta di accollare l'onere agli investitori eliminerebbe incentivi "perversi", ma è di difficile attuazione per la frammentazione di questi ultimi e per un conseguente problema di *free riding*.

3.4 Gli strumenti finanziari strutturati garantiti da crediti sono assai opachi, non uniformi nelle loro caratteristiche e privi di un mercato su cui si formino prezzi significativi (le transazioni sono OTC sia all'emissione sia in successive negoziazioni). E' vero che quei prodotti sono destinati a investitori qualificati, professionalmente o per la dimensione dell'investimento, e, come tali, non bisognosi delle consuete tutele. In quanto, tuttavia, fra quegli investitori figurano molti intermediari con passività a breve, l'opacità, che impedisce una corretta valutazione del rischio, e l'eterogeneità in assenza di mercati multilaterali, che esaspera situazioni di illiquidità, possono essere pregiudizievoli per la stabilità.

Sono state proposte forme di regolamentazione: l'introduzione, ad esempio, di un sistema di *clearing* e *settlement* delle transazioni (Cecchetti (2007)); o l'obbligo per gli emittenti di strumenti strutturati di credito di mantenere sui propri bilanci, senza cederla, una *equity* o *first-loss tranche* (Buiter (2007) e altri) onde raddrizzare un sistema distorto di incentivi. Per quanto riguarda la

seconda proposta, si può osservare che il mantenimento di una *equity tranche* non ha impedito e non impedirebbe gli errori di valutazione dei modelli di rischio.

Su questo versante, comunque, e soprattutto per ottenere una maggior standardizzazione dei prodotti e l'introduzione di mercati efficienti, dovrebbe operare soprattutto un'iniziativa dell'industria, da assumere nel proprio interesse: come è avvenuto ad esempio nel caso di alcuni contratti su derivati (v. anche Ferguson *et al.* (2007)).

3.5 Al di là della difficoltà intrinseca di definirne i contenuti, un intervento organico sui problemi qui considerati incontra ostacoli istituzionali nella frammentazione delle autorità di supervisione e di regolazione, sovente anche all'interno di un singolo paese. La crisi del 2007, pur se nata negli Stati Uniti, ha poi assunto caratteristiche globali, estendendosi su una pluralità di giurisdizioni. Se il coordinamento fra banche centrali delle operazioni di provvista di liquidità è stato, alla fine, soddisfacente, il difetto principale della frammentazione si è manifestato sul versante dell'acquisizione e della trasmissione dell'informazione. Ostacoli ancora maggiori incontrerebbe la definizione tempestiva di regole comuni. Il problema si pone soprattutto nell'euro-area, come ha sottolineato il ministro Padoa-Schioppa: la BCE, pur avendo la responsabilità di provvedere liquidità al sistema, è priva di poteri di vigilanza e di regolazione; in caso di crisi, deve affidarsi alle informazioni raccolte presso le banche centrali nazionali e non può agire in prevenzione.

Resta comunque il fatto che non vi è intervento o regolazione che possano impedire eruzioni intermittenti di crisi finanziarie. Come osserva il rapporto del CGFS (1998), *regulatory action or moral suasion is unlikely to be able to lengthen investors' time horizon, make traders less mindful of year-end bonuses, or render people less apt to copy success: similar episodes* [si parlava del 1998] *will take place in the future*. Notiamo tuttavia che le crisi si sono fatte più frequenti (v. anche Eichengreen *et al.* (2001), anche se meno dirompenti, che in passato, in connessione con il più rapido ritmo dell'innovazione finanziaria. Quanto meno, la vigilanza e la regolazione di stabilità dovrebbero sforzarsi di tenere il passo, per ridurre il rapporto costi-benefici dell'innovazione.