



di Alessandro Profumo

EDITORIALE

Le gravi turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari in agosto richiamano immediatamente precedenti e analoghe situazioni, quali il crollo dei mercati azionari del 1987 e la crisi del 1998 innescata dalla bancarotta sul debito della Russia e dal fallimento dell'*hedge fund* Long Term Capital Management. Ritengo che la crisi attuale sia altrettanto seria, sebbene fondamentalmente diversa in alcuni aspetti importanti. Comprendere la natura dei problemi che l'hanno favorita può aiutarci a delinearne meglio i futuri sviluppi. Le radici dell'instabilità attuale stanno nella straordinaria crescita della liquidità che ha caratterizzato gli ultimi anni. In risposta alle crisi del 2000-2001, le banche centrali dei principali Paesi industrializzati hanno abbassato a più riprese i tassi di interesse mantenendoli poi a livelli storicamente molto bassi per un periodo di tempo prolungato. Quando la Federal Reserve (FED) e, in seguito, la Banca Centrale Europea (BCE) hanno gradualmente alzato i tassi a livelli più "normali", tali politiche più restrittive sono state compensate dal consistente accumulo di riserve di valuta estera nei principali Paesi emergenti e da un'accelerazione dell'uso del debito ("effetto leva") nel settore finanziario. In conseguenza di ciò, gli aggregati monetari e creditizi hanno continuato a crescere velocemente, per iniziare a rallentare soltanto all'inizio di quest'anno. Ne è derivata una generale riduzione dei tassi di mercato e, in particolare, si sono notevolmente abbassati gli *spread* dei titoli di emittenti corporate e a più alto rischio (in alcuni casi ciò è stato il riflesso di un miglior andamento economico delle imprese, ma, in altri, il rischio è stato sottovalutato).

Il mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti è uno dei casi di sottovalutazione del rischio: il minor rigore negli standard dei prestiti in questi ultimi due anni è stata una scommessa basata sull'ipotesi di un aumento sostenuto dei prezzi degli immobili. Tale scommessa è stata persa e i mancati pagamenti delle rate in scadenza sono aumentati,



riflettendosi sul valore dei titoli obbligazionari che avevano come sottostante i mutui *subprime*. La *débâcle* dei *subprime* poteva essere prevedibile. Tuttavia, totalmente impreveduto è stato il modo in cui si è tradotta in un'ampia crisi che ha minato fiducia e reso totalmente illiquidi altri mercati. Gli investitori hanno perso improvvisamente fiducia nella qualità di molte categorie di titoli garantiti, persino di quelli senza esposizione alcuna ai *subprime*. Una vasta gamma di transazioni finanziarie sono state paralizzate; l'operatività sui titoli percepiti come maggiormente rischiosi si è di fatto bloccata e l'attività nel mercato interbancario è diminuita bruscamente quando le istituzioni finanziarie hanno aumentato le loro riserve precauzionali di liquidità. La bufera sui mercati finanziari ha generato a sua volta il timore che potesse trasformarsi in una restrizione del credito a con-

_La crisi finanziaria innescata dai *subprime* americani ha tenuto per qualche settimana il mondo con il fiato sospeso. In seguito, i mercati hanno accolto molto positivamente la decisione di Ben Bernanke, presidente della Federal Reserve, di tagliare di mezzo punto il costo del denaro per contrastare le tendenze recessive. Nel frattempo, erano finite sotto accusa le società di rating che non avevano segnalato per tempo il rischio dei *subprime*



Contrasto_Reuters

sumatori e aziende, circostanza che indebolirebbe seriamente le prospettive di crescita dell'economia.

Non vi è alcun dubbio che questi sviluppi rappresentino un rischio per l'economia mondiale e una sfida per i responsabili delle politiche. Tuttavia, è importante capire che in situazioni come questa i mercati tendono sempre a reagire in maniera esagerata: così come il rischio è stato sottovalutato per un tempo prolungato prima della crisi, questa fuga da tutto ciò che non pare sicurissimo sembra sproporzionata rispetto alla situazione di fondo. Si tratta anzitutto di una crisi a livello di fiducia. Gli investitori hanno perso fiducia verso gran parte del mercato delle obbligazioni corporate o "strutturate", si è indebolita la credibilità delle agenzie di rating e l'incertezza relativa all'esposizione delle istituzioni finanziarie al settore *subprime* ha avuto riflessi pesanti sul prestito interbancario. Ma, a parte il mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, il tasso di crescita delle sofferenze bancarie non ha ancora registrato una crescita significativa. La semiparalisi osservata in numerosi mercati di capitali sembra essere in contraddizione con una situazione di fondo ancora solida, e gli investitori in grado di meglio valutare le dinamiche della crisi stanno giudicando le valutazioni attuali con un certo interesse.

Una correzione degli eccessi che si erano formati sul mercato è salutare, così come era necessaria la riduzione dell'effetto leva e una modifica del "premio al rischio". Come sottolineato anche dalle banche centrali, gli sviluppi di quest'estate potrebbero portare nel sistema finanziario mondiale un equilibrio più sostenibile. Le istituzioni finanziarie continueranno a lavorare con le banche centrali e con i regolatori per identificare potenziali misure idonee a rafforzare ulteriormente il settore finanziari. Questa crisi dovrebbe essere in effetti presa come un'opportunità per rafforzare ulteriormente la struttura dei sistemi finanziari. È però importante tenere presente che l'innovazione finanziaria degli ultimi anni ha avuto un ruolo positivo, fornendo alle istituzioni finanziarie e alle aziende migliori strumenti per la gestione del rischio, facilitando la crescente globalizzazione dei flussi finanziari – cosa che a sua volta è andata di pari passo con un lungo periodo di crescita economica globale

da record. Il progresso e l'innovazione procedono sempre a sbalzi – in retrospettiva, la crisi attuale verrà vista come un blocco importante, ma temporaneo, nel nostro progresso verso un'economia globale più forte e stabile.

Ovviamente i rischi non devono essere sottovalutati, in quanto una crisi a livello di fiducia può innescare circoli viziosi. Come ho detto sopra, esiste il pericolo che, se l'incertezza e la mancanza di fiducia persistono troppo a lungo, la crisi finanziaria possa innescare una restrizione del credito e propagarsi all'economia reale. Tuttavia, fortunatamente, questa crisi si è verificata in un contesto di economia globale in ottima salute, con una crescita solida e geograficamente equilibrata. La ripresa dell'Europa ha superato le aspettative, i mercati emergenti dimostrano un notevole dinamismo e persino l'economia degli Stati Uniti si è finora dimostrata ragionevolmente resistente al rallentamento del settore immobiliare. Ciò fornisce un'importante garanzia, che dovrebbe consentire alle autorità monetarie di continuare a reagire con misure mirate a ripristinare il funzionamento regolare dei mercati finanziari limitando contemporaneamente l'impatto sull'economia reale – anche ricorrendo a politiche monetarie più espansive. L'incertezza è alta, ma vi sono ragioni per ritenere che la crisi non precipiterà e che l'adeguamento alla nuova situazione, pur con tutte le difficoltà, ripristinerà condizioni di maggior sostenibilità nei mercati finanziari e favorirà una continua solida crescita globale.

È anche incoraggiante notare come finora i mercati emergenti abbiano resistito alla crisi relativamente bene, cosa particolarmente degna di nota nel caso dei Paesi dell'Europa centrale e orientale che, con le notevoli eccezioni di Russia e Kazakistan, non beneficiano di ampie risorse naturali. Questa resistenza è una testimonianza importante del progresso raggiunto da questi Paesi nel rafforzamento delle loro economie, delle loro istituzioni e dei loro bilanci. È anche un incoraggiante segno di comportamento equilibrato da parte degli investitori. Ovviamente, se la crisi dovesse peggiorare, i mercati dei Paesi dell'Europa centro-orientale (CEE) non potrebbero restarne immuni, ma essi hanno già dimostrato che i progressi conseguiti vengono riconosciuti e che stanno pagando in termini di migliorata stabilità. 