



Identificativo: SS20070825001HAA
 Data: 25-08-2007
 Testata: IL SOLE 24 ORE
 Riferimenti: PRIMA PAGINA

MERCATI & CAPITALI

Una crisi finanziaria? No, solo di liquidità

Guido [Tabellini](#)

di Guido [Tabellini](#)

Nel nuovo ordine finanziario, come lo ha chiamato l'Economist, i mercati erano «inondati di liquidità», il premio al rischio era ai minimi storici, i rendimenti sugli investimenti poco pericolosi erano bassi. Poi è scoppiata la crisi di queste settimane. È un punto di svolta che annuncia la fine del nuovo ordine, oppure, passata l'emergenza, tutto tornerà come prima? La risposta dipende da come evolverà la fase di turbolenza e da quali sono state le sue cause di fondo.

Prima della crisi, la crescita della liquidità e la diminuzione dei rendimenti erano alimentate dal flusso di risparmi provenienti dai Paesi in via di sviluppo. In seguito alla crisi finanziaria sui mercati emergenti a fine anni 90, molti Pvs (soprattutto in Asia) sono diventati esportatori netti di capitali. Negli anni recenti, la capacità di produrre reddito di queste nazioni è aumentata rapidamente. Ma quella di offrire opportunità di investimento a basso rischio è rimasta limitata. Il risultato è che una parte consistente dei risparmi dei Pvs e di altri Paesi come il Giappone è affluita là dove queste opportunità di investimento esistono, cioè nelle nazioni più avanzate, e in particolare negli Stati Uniti. Per descrivere questa situazione, nel 2005 il presidente della Fed, Ben Bernanke, usava il termine «eccesso di risparmio mondiale» e gli economisti parlavano di carenza di investimenti a basso rischio.

Ma l'inondazione di liquidità è stata favorita anche da un secondo fattore: l'innovazione finanziaria. L'emergere di nuovi investitori istituzionali, la crescita di strumenti derivati e migliori possibilità di diversificazione del rischio hanno enormemente ampliato le opportunità di investimento. Grazie alla leva finanziaria, lo stesso stock di risparmi può ora alimentare una dimensione maggiore di investimenti finanziari. Una volta, per investire cento dollari, un risparmiatore doveva sborsare questa cifra. Ora, può dare cento dollari a un hedge fund, che li usa come garanzia per prendere a prestito e finanziare un investimento molte volte superiore.

L'innovazione finanziaria e l'abbondanza di capitali hanno, quindi, creato le premesse per la crisi di queste settimane.

Continua u pagina 8

Grazie ai nuovi strumenti di diversificazione del rischio, nuove categorie di consumatori prima escluse dal mercato del credito hanno potuto indebitarsi per finanziare l'acquisto di immobili. Il loro rischio di insolvenza è stato "impacchettato" e ridistribuito in tutto il mondo. Ma, anche per via della loro novità, il rischio implicito in questi nuovi strumenti è difficile da valutare e, con il senno di poi, è stato ampiamente sottovalutato.

L'abbondanza di capitali e i tassi di interesse bassi hanno aggravato il problema, sia perché hanno spinto gli investitori alla ricerca di investimenti più redditizi e quindi più rischiosi, sia perché hanno abbassato il costo di servirsi della leva finanziaria per moltiplicare le dimensioni dell'investimento.

Man mano che il settore immobiliare americano ha continuato a indebolirsi, ci si è accorti che il rischio di insolvenza sui muti subprime era ben maggiore di quanto inizialmente stimato. Il mercato ha rivalutato il rischio implicito nei nuovi strumenti. E questo processo è degenerato in una crisi di liquidità.

La cosa sorprendente è che il mercato dei prestiti subprime è relativamente ridotto: intorno al 2% della ricchezza totale negli Stati Uniti. Come è possibile che un errore di valutazione di un pericolo così piccolo rispetto alla dimensione dei mercati provochi una crisi di queste proporzioni? Una risposta è che nessuno sa dove sia finito questo rischio, né quanto esso sia stato ampliato da operazioni su derivati. Poiché è quasi impossibile valutare come i nuovi e complessi strumenti finanziari reagiscono in crisi come questa, nessuno si fida più della solvibilità della sua controparte. Paradossalmente la liquidità, che fino a poche settimane prima era fin troppo abbondante, ha improvvisamente smesso di circolare. Chi ha disponibilità liquide se le tiene strette, e chi ha bisogno di fondi non riesce a trovarli perché il valore delle attività che può offrire in garanzia è troppo incerto.

Se davvero quella che stiamo attraversando è solo una crisi di liquidità, è probabile che, una volta superata, tutto torni come prima. Ci vorrà del tempo per identificare e assorbire le perdite, ripulire i bilanci e rivalutare correttamente il rischio dei nuovi strumenti. E nel frattempo la crescita americana dovrà rallentare. Ma le due forze di fondo descritte sopra, l'innovazione finanziaria e l'afflusso di capitali dai Paesi in avanzo, continueranno a operare nel medio periodo. La liquidità tornerà a circolare e ad essere abbondante per tutti, il premio contro il rischio non salirà indiscriminatamente, i rendimenti dei titoli a lungo termine resteranno bassi, gli Stati Uniti continueranno ad attirare capitali dal resto del mondo. A sostegno di questo scenario, vi è l'osservazione che finora la crisi di liquidità è rimasta circoscritta e la rivalutazione del rischio ha riguardato solo gli strumenti finanziari più esposti al rischio subprime. Le azioni non hanno perduto valore in maniera rilevante, le obbligazioni emesse da imprese industriali o da debitori sovrani nei Paesi emergenti non hanno visto un rialzo sensibile dei rendimenti, il dollaro non si è indebolito.

Tuttavia, anche altre evoluzioni sono possibili. Non si può escludere che i bassi rendimenti e l'innovazione finanziaria abbiano spinto un numero rilevante di operatori ad eccessivo ottimismo anche in altri comparti, oltre a quello dei mutui subprime. Il questo caso, il rischio di insolvenza, e non solo di illiquidità, sarebbe ben più esteso. Una parte dell'attuale incertezza sui mercati finanziari riguarda non solo chi detiene il rischio di insolvenza sui mutui immobiliari, ma anche quante altre operazioni a rischio sono nascoste nei bilanci. Inoltre, più a lungo dura l'attuale crisi di liquidità, più la conseguente stretta creditizia avrà ripercussioni rilevanti sulla spesa di famiglie e imprese, e quindi sulla crescita. Una recessione negli Stati Uniti aggiungerebbe ulteriori rischi e renderebbe insolventi altre categorie di debitori che oggi non lo sono, aggravando la turbolenza

finanziaria e propagandone gli effetti.

Se davvero l'attuale carenza di liquidità degenerasse in una crisi finanziaria più ampia e in una seria recessione, le sue conseguenze sarebbero più durature. Il disavanzo con l'estero degli Stati Uniti potrebbe ridursi rapidamente, accompagnato da un significativo indebolimento del dollaro. E l'accertamento di eventuali macroscopici eccessi da parte di operatori finanziari potrebbe indurre a reazioni nei comportamenti dei risparmiatori o delle autorità preposte alla regolamentazione.

Il primo scenario, di una contrazione di liquidità che rientra gradualmente senza lasciare conseguenze di lungo periodo, è al momento di gran lunga il più probabile, anche perché le banche centrali faranno di tutto per scongiurare i rischi più gravi. Ma è ancora troppo presto per esserne certi.

Guido **Tabellini**

[Torna alla lista titoli](#)

Nomine, la carica di ex deputati e uomini Iri di Gianni Dragoni Primo dei non eletti alla Camera tra i Ds del Lazio nel 2006, l'ex deputato Pietro Tidei ambiva a una poltrona...



 **Stampa**