

**MedideaReview.it**/rivista trimestrale  
on-line di politica, economia, cultura ed  
idee per il mediterraneo/**1.2009**

Direttore Editoriale **Giuseppe Pisanu**/Direttore Responsabile **Carlo Romano**

**in questo numero**/Giuliano Amato/Salvo  
Andò/Francesco Caputo Nasseti/Barbara  
Contini/Luca Cordero di Montezemolo/  
Giovanni Cubeddu/Massimo D'Alema/  
Franco Frattini/Abdulhafed Gaddur/Luigi  
Giannini/Domenico Laforgia/Guido Lenzi/  
Amos Luzzatto/Nino Novacco/Vincenzo  
Ricciuto/Vito Riggio/Andrea Riccardi/  
Antonio Tajani

## La crisi economica globale morde anche la sponda Sud/ Tra investimenti cancellati e nuovi squilibri sociali, la cooperazione regionale diventa priorità/ di Francesco Caputo Nassetti

La letteratura sulle cause della crisi finanziaria internazionale è abbondante, ma tende a concentrare l'attenzione sulle ragioni scatenanti ed immediate senza soffermarsi sulla causa efficiente.

L'analisi parte spesso dalla crisi dei mutui subprime dell'estate del 2007 che negli Stati Uniti ha comportato ingenti perdite per banche, fondi pensione, assicurazioni, fondi sovrani, fondi comuni e investitori privati.

In realtà la crisi dei mutui è solo la scintilla.

I mutui subprime sono, infatti, sempre esistiti ed hanno rappresentato storicamente una costante fonte per la creazione di titoli cartolarizzati. È noto che, negli Stati Uniti in particolare, i mutui vengono finanziati dal complesso sistema finanziario che utilizza la cartolarizzazione come principale fonte per la raccolta dei fondi per erogare mutui ipotecari.

Il fenomeno nuovo non è stato, dunque, quello dei mutui subprime, ma quello delle loro dimensioni, cresciute in maniera vertiginosa a partire dal 2000. Nel 2001 i mutui subprime negli Stati Uniti ammontavano a \$ 160 miliardi e nel 2006 erano cresciuti a \$ 600 miliardi, con la quota cartolarizzata passata dal 35% del 2000 al 60% del 2006 del totale dei titoli cartolarizzati del settore immobiliare. Inoltre, molti di questi titoli sono stati "ri-cartolarizzati" con i cosiddetti CDO (collateralized debt obligations): al 30 ottobre 2006 il 40% dei CDO consisteva in titoli legati al settore immobiliare (MBS mortgage backed securities), dei quali il 70% rappresentato da subprime.

Se con l'inversione del ciclo economico, scaturita con il primo rialzo dei tassi di interesse nell'estate del 2007, i mutui subprime non fossero stati tanto diffusi, il mondo avrebbe probabilmente continuato a non conoscerli. Difatti in passato ad ogni inversione negativa del ciclo economico le insolvenze sui mutui sono cresciute sensibilmente, ma essendo poco diffusi il mercato li ha assorbiti naturalmente e senza scalpore.

Occorre allora ricercare le ragioni del loro smodato utilizzo. Anomala è stata l'eccessiva durata del ciclo di generose politiche monetarie, iniziate nel 2001 e proseguite senza soluzione di continuità fino all'estate del 2007.

Quando i tassi di interesse sono bassi - come lo sono stati nelle principali economie occidentali dagli inizi del decennio - gli investitori hanno maggiore

difficoltà ad ottenere rendimento per i loro capitali. Si è creato un eccesso di liquidità in cerca di rendimento arrivando ad assumere rischi di credito via via maggiori e, in un circolo vizioso, con una propensione al rischio sempre crescente.

Liquidità e rischio hanno incrementato la concorrenza tra gli intermediari sfilacciando i criteri di erogazione del credito. Il margine di credito - il premio per il rischio di credito - è così sceso a livelli storicamente bassissimi, con un graduale innalzamento del rapporto tra valore dell'immobile offerto in garanzia ed ammontare del finanziamento.

Altri fattori si sono poi aggiunti. Lo stesso modello "originate and distribute" (cioè il modello di business adottato da diverse banche e non solo da quelle di investimento, basato sulla generazione di attivi creditizi e la loro distribuzione agli investitori con l'obiettivo di trasferire dai propri libri contabili rischi residui), diffusosi universalmente negli ultimi decenni, ha reso più elastici i criteri di erogazione.

Così come la crescita degli intermediari non regolamentati nel settore del credito al consumo ha accentuato tale elasticità, al punto da creare il fenomeno dei cosiddetti NINJA loans, prestiti erogati con estrema facilità da soggetti animati dall'unico obiettivo di originarli e trasferirli agli investitori sotto forma di titoli cartolarizzati. Ninja infatti è l'acronimo che sta a significare "No Income, No Job or Assets" (nessun reddito, nessun lavoro, nessun bene).

La percezione del rischio di default dei titoli subprime peraltro, è stata sottovalutata anche a causa della liquidità del mercato immobiliare e della continua crescita dei valori dei cespiti, che ha indotto (difficile dire quanto inconsapevolmente) una falsa aspettativa anche tra le agenzie di rating.

Ad accendere il rogo della crisi così è giunto l'aumento dei tassi di interesse dell'estate 2007 che ha colpito per primo il settore dei subprime.

Il fuoco si è poi propagato rapidamente all'intero settore finanziario, dapprima allargandosi ai titoli strutturati del settore immobiliare, poi a quello commerciale ed infrastrutturale e dei finanziamenti delle acquisizioni societarie.

Gli investitori si sono ritirati ed hanno smesso di investire in titoli cartolarizzati e le banche si sono trovate costrette a riportare in bilancio enormi quantità di

## La crisi economica globale morde anche la sponda Sud/ Tra investimenti cancellati e nuovi squilibri sociali, la cooperazione regionale diventa priorità

attivi parcheggiate in veicoli societari, che fino ad allora non venivano consolidati, e a trovare la raccolta corrispondente. Nel contempo hanno dovuto fronteggiare importanti perdite nei valori del loro attivo (in parte mark-to-market loss) con impatto negativo sul capitale e sulla liquidità.

Ne è scaturita una crisi di liquidità senza precedenti - da un eccesso di liquidità anch'esso senza precedenti, dando così riscontro alle teorie formulate dall'economista statunitense Hyman Minsky (1919-1996), secondo il quale durante i periodi di prosperità le economie capitaliste diventano più fragili e più è lungo il periodo di prosperità maggiori sono i punti di debolezza che si creano generando così le premesse per la crisi ed il panico.

Le economie della sponda sud del mediterraneo, inizialmente sono parse poter rimanere indenni grazie al loro minor grado di globalizzazione, eccettuato il settore petrolifero.

Ma le loro debolezze strutturali potrebbero causare pesanti conseguenze negative che andranno affrontate con difficili soluzioni politiche.

I paesi produttori di gas e petrolio hanno beneficiato per oltre tre decenni di massicce entrate da esportazioni, ma non hanno sviluppato una produzione integrata o una diffusa base industriale e solide infrastrutture. La loro dipendenza dalle esportazioni e dalla manodopera straniera rappresenta un punto di debolezza. La crescita economica è stata trainata, oltre che dalle esportazioni, dagli investimenti immobiliari, turistici e dagli aiuti stranieri, tutti settori oggi in fase di ridimensionamento.

L'aumento dei prezzi ha spinto l'inflazione nella regione oltre al 10% ed i tassi di interesse sono al di sotto del tasso di inflazione. I salari non aumentano con la rapidità necessaria e la povertà e le disparità sociali crescono.

Il crollo del prezzo del petrolio, conseguenza diretta della crisi mondiale che si sta espandendo al settore dell'economia reale, insieme alle ingenti perdite sugli investimenti effettuati all'estero dai paesi arabi e le perdite nei mercati immobiliari domestici sono i segnali che la crisi finanziaria si sta diffondendo anche tra le economie arabe.

Recentemente sono stati rinviati o cancellati importanti investimenti come quello relativo alla realizzazione di un impianto automobilistico della Renault-

Nissan a Tangeri, quello del polo metallurgico di Bellara e la fabbrica di componenti della Airbus in Tunisia.

Maggiore povertà, disoccupazione e l'acuirsi degli squilibri tra le classi si accompagnano inevitabilmente a tensioni sociali, allontanando gli investimenti esteri nella regione.

Nel 2009 la crescita economica sarà ridimensionata significativamente tra il 3,7% del Marocco ed il 5% di Egitto e Libia.

Questo arretramento delle economie, peraltro, potrebbe rappresentare l'occasione per superare la prolungata inerzia politica e consentire lo sviluppo tecnologico e delle risorse umane, per effettuare le riforme volte a migliorare le democrazie locali e le infrastrutture.

Tenuto conto del fatto che gli Stati della regione si dividono tra paesi ricchi di gas e petrolio e paesi privi di tali risorse, alcuni obiettivi strategici potrebbero essere più facilmente raggiunti in un ambito di cooperazione regionale, in particolare nei settori delle risorse idriche, dell'energia, dell'ambiente, dell'agricoltura, dell'informazione e dell'istruzione.

Non a caso il principe giordano El-Hassan bin Talal ha suggerito un patto sociale con valenza di accordo giuridico per una equa distribuzione delle risorse e degli investimenti per passare dal consumo alla produzione, integrando il lavoro e la ricchezza con lo sviluppo umano.

Un processo transfrontaliero di cooperazione e di costruzione della fiducia reciproca attraverso un processo decisionale collettivo potrebbe portare ad un approccio complessivo alle tensioni politiche presenti all'interno della regione. Un accordo intraregionale di cooperazione e di sicurezza consentirebbe di puntare a costruire la pace, prima infrastruttura di ogni economia di successo.

**Francesco Caputo Nassetti**

Direttore Generale, divisione Global Markets Italia, Deutsche Bank. È stato vice direttore generale di Banca Intesa; condirettore centrale - membro del comitato direttivo della Banca Commerciale Italiana; condirettore presso la filiale di Tokyo e vice direttore presso la filiale di Londra. È professore a contratto di Diritto privato all'Università Bocconi di Milano