

## Le insidie della 'bolla' del credito facile

10 settembre 2007 — pagina 28 sezione: AFFARI FINANZA

La bolla delle dot com, cioè dei prezzi dei titoli tecnologici, che si era gonfiata nella seconda parte del decennio 1990 e che è esplosa nel 2000 con il crollo dei titoli azionari, e in particolare dell' indice Nasdaq, era facile da capire. Rapporto prezzi/utigli alle stelle, valore di borsa di società tecnologiche che in breve superava quello della Fiat (in Italia) e quello della General Motors (in America), rialzi parabolici dei prezzi delle azioni: tutto questo faceva pensare allora che, prima o poi, ci sarebbe stato il redde rationem. E ci fu al punto che l' indice Nasdaq 100, che pure comprendeva solo le 100 società più affermate in campo tecnologico, scese dell' 80% (diciamo da 5000 punti a 1000) e i titoli delle piccole società subirono ribassi anche del 99%, quando non fallirono. La rottura della bolla delle dot com trascinò al ribasso anche i prezzi dei titoli di società della vecchia economia. L' indice Standard and Poor' s declinò del 50% (da 1540 a 770), quello del Dow Jones del 38% (da 11722 a 7286) e in Europa le piazze maggiori subirono flessioni notevolissime con l' indice Dax che scese da 8000 punti a 2600 e quello del MIB che registrava una flessione più o meno analoga. Poi, il 10 ottobre 2002, i mercati azionari ricominciarono a salire e, dopo il doppio minimo del 12 marzo 2003, la ripresa si accentuò. Da allora si sono verificate solo brevi correzioni dell' 8% 9% (dal 7 marzo 2005 al 20 aprile 2005, dall' 8 maggio 2006 al 18 luglio 2006, dal 26 febbraio 2007 al 14 marzo 2007) nel contesto di un trend nettamente rialzista, ma con dei rapporti prezzi/utigli non esagerati. Dal 17 luglio 2007 si è manifestata una nuova e più profonda correzione e molti ritengono, come lo scrivente, che siamo in presenza del collasso di una grande bolla speculativa. Non è facile, tuttavia, capire di che bolla stiamo parlando ed è anche per questo che essa è molto insidiosa. In termini generali si può dire che è la bolla del credito facile, dell' uso smodato del credito, dell' eccessiva propensione a concedere finanziamenti da parte dei potenziali creditori (sistema bancario, hedge funds, medi e grandi investitori istituzionali). Si tratta del passaggio ciclico dall' inflazione creditizia – in cui si fa credito ad ogni costo e con bassissimi spread anche a famiglie scarsamente solvibili (con mutui, carte di credito, prestiti personali, etc.) e, per importi colossali, alle imprese e agli investitori istituzionali sulla base di proiezioni che danno per scontato uno sviluppo illimitato dei fatturati – alla deflazione creditizia. Questo passaggio è particolarmente pericoloso per tre motivi. Il primo è che la bolla era globale, come è dimostrato dall' andamento delle borse di tutto il mondo negli ultimi due anni. Tutte le piazze, senza eccezioni, sono state trascinate al rialzo e ora il rischio è che tutte le piazze siano destinate al crollo. Il secondo motivo è che questa volta i rischi non sono concentrati nelle Savings and Loans Associations (come nel 1988/1990) o nel Sudest Asiatico (come nell' ottobre 1997) o nel Long Term Capital Management (come in agosto/settembre 1998) o nelle dot com (come nel 2000/2001). Questa volta gli strumenti usati, come i CDO' s e i derivati in genere, hanno spalmato il rischio così ampiamente che le autorità di controllo non sanno come fare a organizzare i salvataggi, se non creando genericamente altri mezzi monetari, e cioè acquistando e rivendendo (pronti contro termine) titoli di stato. Il terzo è che, come diceva il compianto professor Hyman Minsky, «quando un sistema finanziario soffre di un periodo troppo lungo di speculazione o di credito facile, una crisi è inevitabile». Quello che sarebbe occorso è che le banche centrali, e specie la Fed e la Bce, si opponessero preventivamente alla creazione di questa bolla speculativa del credito e non avessero lasciato sfrenare i cavalli come invece è avvenuto. Le recenti iniezioni di liquidità delle banche centrali sembrano volere ritardare il momento del redde rationem temuto da Minsky e, più che uno strumento di controllo, sono un segno del timore delle autorità monetaria che i mercati non siano più capaci di autoregolarsi e quindi che la crisi sia inevitabile, appunto perché il periodo dell' inflazione creditizia è stato troppo prolungato per non trasformarsi in una fase di deflazione creditizia. I creditori modificano il loro orientamento fondamentale da quello della concessione a quello del recupero del credito e anche i debitori diventano più riluttanti a finanziarsi. Tutto ciò riduce la velocità di circolazione della moneta, con effetti depressivi sui prezzi delle attività finanziarie (azioni, obbligazioni convertibili, obbligazioni corporate, etc.) e dei beni reali. Dopo anni nei quali sui mercati finanziari, a causa del denaro facile e della liquidità strabordante, si è annebbiata la percezione del rischio, occorre ora una salutare presa di coscienza del rischio stesso e del suo prezzo che è ben più alto di quello pagato fino a poco tempo fa. Nonostante gli

interventi delle banche centrali il ciclo del credito si è invertito e vi è la possibilità concreta che, parafrasando l' insegnamento dell' Ecclesiaste, "tutto ciò che allora saliva ora scenda di prezzo e tutto ciò che scendeva ora salga". - *FRANCESCO ARCUCCI*