



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

FACOLTA' DI SCIENZE STATISTICHE

**CORSO DI LAUREA IN
STATISTICA GESTIONE DELLE IMPRESE**

TESI:

“Documentazione e possibili interpretazioni della recente crisi finanziaria”

“Documentation and possible interpretations of the recent financial crisis”

Relatore: Dott. Efrem Castelnuovo

Laureando: Golin Leonardo

Matricola: 544577 – SGI

Anno Accademico 2008/2009

INDICE:

INTRODUZIONE.....	1
-------------------	---

CAPITOLO 1 – DESCRIZIONE SITUAZIONE INIZIALE

1.1 Sviluppo mercati subprime.....	3
1.1.1 Subprime: definizione.....	3
1.1.2 Subprime: tipologie.....	4
1.1.3 Subprime: storia ed evoluzione.....	5
1.2 Sviluppo mercato immobiliare.....	8
1.3 Sviluppo mercato derivati.....	11
1.3.1 Presentazione mercato derivati.....	11
1.3.2 Mercato OTC.....	11
1.3.3 Tipologie derivati OTC.....	12

CAPITOLO 2 – EVOLUZIONE DELLA CRISI

2.1 Primi passi verso la crisi.....	15
2.1.1 Legame subprime-boom delle case-tassi di interesse.....	15
2.1.2 Cartolarizzazione delle ipoteche.....	17
2.1.3 Assicurazione dei titoli cartolarizzati.....	20
2.2 Scoppio della crisi.....	21
2.2.1 Evento scatenante.....	21
2.2.2 Effetto sui mutui subprime.....	22
2.2.3 Effetto sul mercato immobiliare.....	24
2.2.4 Effetto sul mercato finanziario.....	28

CAPITOLO 3 – ANALISI DELLA CRISI

3.1 Analisi delle cause della crisi.....	31
3.1.1 Politica monetaria della Federal Reserve.....	31
3.1.2 Regolamentazione dei mercati finanziari.....	34

3.1.3	Innovazioni finanziarie degli ultimi dieci anni.....	35
3.1.4	Scarsa competenza finanziaria degli investitori.....	35
3.1.5	Società di rating.....	36
3.1.6	Problema manageriale.....	37
3.2	Considerazioni sulla crisi.....	39
3.2.1	Cronologia della crisi.....	39
3.2.2	Questione della regolamentazione.....	43
3.2.3	Paragone con la Grande Depressione.....	45
3.2.4	Confronto tra mercato prime e subprime.....	47
3.2.5	Perché si parla di bolla?.....	49
3.2.6	Confronto con la crisi immobiliare in Spagna.....	51
3.2.7	Problemi legati al crollo del sistema finanziario.....	52
	CONCLUSIONI.....	55

INTRODUZIONE

Ogni volta che sentiamo parlare di crisi capiamo che siamo di fronte a qualche problema nello svolgimento regolare di alcuni meccanismi, in particolare quando le cose vanno peggio di come erano state previste e preventivate. Si possono riscontrare molteplici stati di crisi e indubbiamente più grande è il numero delle persone coinvolte, e più questa crisi assume rilevanza; si va dalla crisi di una coppia di fidanzati, dove vengono coinvolti solo i due diretti interessati, alla crisi di risultati rispetto a quelli preventivati di una squadra di calcio, dove il numero delle persone coinvolte comincia ad essere maggiore, basti pensare a quanta gente tra dirigenti e dipendenti di vario tipo, dai calciatori ai magazzinieri piuttosto che i giardinieri, faccia parte di una squadra di calcio.

In questi tempi sentiamo spessissimo parlare di crisi finanziaria, ed è normale che per il numero di persone coinvolte, anche solo marginalmente, da questo turbamento, tutte le persone, anche quelle che di finanza o di variabili macroeconomiche non ne sanno nulla, siano fortemente preoccupate; questa preoccupazione è più che giustificata perché come ben sappiamo gli effetti di una crisi che colpisce il sistema finanziario, si propagano con effetto piramidale verso il basso, facendosi sentire a tutti i livelli.

Motivo in più se la crisi colpisce il sistema finanziario americano, modello e parametro fondamentale da seguire per tutti i sistemi finanziari del mondo; una crisi di questo sistema comporterà una reazione a catena su tutti gli altri sistemi finanziari del pianeta con possibili implicazioni per tutti i sistemi economici mondiali.

In questo documento parleremo dell'attuale crisi finanziaria americana, la cosiddetta “subprime crisis” prima facendo un'ampia introduzione sulla situazione di partenza negli Stati Uniti, che ha fatto da rampa di lancio per la futura crisi, e illustrando utilizzo e natura degli strumenti

finanziari protagonisti della situazione, quindi passeremo alla spiegazione dei passi, delle azioni e dei comportamenti che hanno portato alla crisi, per poi analizzare le cause di questo tracollo e fare alcune considerazioni sui molteplici aspetti che questo scenario ci offre.

CAPITOLO 1

DESCRIZIONE SITUAZIONE INIZIALE

1.1 Sviluppo mercati subprime

1.1.1 Subprime: definizione

I cosiddetti “subprime” sono mutui ipotecari così definiti per la particolare tipologia di clienti cui sono concessi. Generalmente i mutuatari subprime hanno alle spalle una storia creditizia dove si possono riscontrare insolvenze creditizie o problemi più gravi, come ad esempio avvisi di garanzia, pignoramenti e bancarotta, e quindi una bassa capacità di rimborso; tutti questi eventi influenzano solitamente il così chiamato “credit score” ovvero il punteggio di credito che viene determinato da agenzie specializzate, come ad esempio “Experian” o “TransUnion” negli Stati Uniti, ed assegnato ai mutuatari; questi punteggi di credito si basano su vari indicatori, ed i principali sono il FICO dove si è considerati mutuatari subprime con un valore inferiore a 620 in una scala che va 300 a 850; oppure il Vantage Score dove la scala va da 501 a 990.

Si stima che circa il 20% della popolazione americana adulta sia classificabile come subprime.

Poiché i debitori hanno tipicamente questo basso punteggio di credito, e quindi considerati ad alto rischio di insolvenza, i mutui subprime hanno condizioni di prestito meno favorevoli di altre tipologie creditizie. Questa tipologia di mutui è rischiosa sia per i prestatori che per i debitori: per i primi il rischio è dato dal fatto di concedere prestiti a clienti con capacità di restituzione limitata. Per i debitori invece la minaccia portata dai subprime è quella di vedere aumentato il proprio rischio di insolvenza, ciò a causa dei costi elevati che i prestatori impongono su questi mutui per coprire i forti

rischi che si prendono nel concederli; ciò comporta quindi tassi di interesse, parcelle e premi più alti, a carico dei mutuatari. Ed è qui che si cela lo snodo della questione. I mutuatari subprime, che sono già di per sé portatori di rischi di insolvenza, essendo tenuti a dover pagare tassi di interesse molto più alti del normale, e, poiché appartengono a questa categoria non dispongono certo di buone risorse finanziarie, quindi non fanno altro che aumentare vertiginosamente il rischio di insolvenza del mutuo. Ma questa questione verrà trattata con maggiore attenzione più avanti.

1.1.2 Subprime: tipologie

Nella categoria subprime possiamo trovare varie tipologie di mutui ipotecari che si differenziano tra loro per la metodologia di pagamento, o per la durata o per altri particolari. Una prima categoria di subprime è quella dove troviamo i mutui “interest only”, strumenti che danno la possibilità a chi contrae il prestito di pagare solo la quota interessi per un determinato periodo di tempo, che solitamente si aggira tra i 5 e i 10 anni. Altra tipologia sono i mutui “pick-payment”, i quali permettono ai mutuatari di scegliere una forma di pagamento mensile flessibile e più in linea con le loro esigenze. Infine rivolgiamo particolare attenzione ai mutui che applicano un tasso fisso iniziale che col passare del tempo diventano tassi variabili.

L'ultima tipologia illustrata di mutuo rappresenta lo strumento finanziario la cui fama e diffusione è cresciuta rapidamente a partire dagli anni Novanta; stiamo parlando dei cosiddetti “Adjustable-rate mortgage”, conosciuti con la sigla ARM, mutui ipotecari a tasso variabile nel quale il tasso è fisso per due anni, e successivamente viene calcolato aggiungendo un margine ad un tasso indice. I principali indici che vengono presi in considerazione sono il LIBOR “London Interbank Offered Rate”, il COFI “Cost of Funds Index”, ed infine il CMT “Constant Maturity Treasury”. Questa forma di mutuo è particolarmente usata per l'acquisto di beni nel Nordamerica, nei paesi anglosassoni, come UK e Irlanda, e negli stati dell'Oceania.

Tipica forma di ARM è il cosiddetto mutuo “2/28”, che offre un tasso d'interesse basso che resta fisso per i primi due anni, dopo di che il piano di ammortamento viene ricompilato con un tasso di interesse molto più alto per la vita

residua del prestito, in questo caso ventotto anni; ciò è dovuto al fatto che questo mutuo ha un margine molto elevato che va a sommarsi all'indice cui è agganciato: prendiamo l'esempio di un mutuo che offra un tasso d'interesse pari al 2% per i primi due anni, se l'indice è al 3% ed il margine imposto dall'emittente del prestito è del 5%, anche se l'indice dei tassi di mercato rimane stabile al 3%, il tasso di prestito sale all'8% dopo due anni.

Il “2/28” non è l'unica tipo di ARM, altre forme comuni sono il “3/1” ed il “5/1” dove l'aggiustamento dei tassi avviene rispettivamente dopo tre e cinque anni dall'accensione del mutuo, e l'intervallo tra un aggiustamento e l'altro è di un anno.

Per quanto concerne il momento dell'aggiustamento dei tassi e del conseguente cambio di interesse, chiamato anche “reset”, è importante sottolineare che questo può rappresentare uno shock per i mutuatari poiché l'effetto aggregato di un aumento del tasso di interesse, sommato al già noto aumento della rata dovuto all'applicazione del margine, potrebbe causare elevate ed inaspettate variazioni verso l'alto della rata del mutuo. Ecco perché queste forme di prestito sono considerate rischiose ed in quanto tali, prima dell'accensione bisogna essere perfettamente documentati.

1.1.3 Subprime: storia ed evoluzione

Per vedere l'evoluzione del mercato dei mutui subprime consideriamo alcuni eventi legali, considerati pietre miliari, che facilitarono lo sviluppo di questo. Già nel 1980 la legislazione federale abolì le limitazioni sul tasso d'interesse imposte dagli stati e a partire dal 1982 i prestatori avevano la possibilità di offrire mutui a tasso regolabile. Inoltre nel 1986 la “Tax Reform Act” decretò i mutui destinati all'acquisto di case come gli unici prestiti il cui tasso di interesse fosse deducibile dalle tasse.

Anche le innovazioni tecnologiche e tecniche giocarono un ruolo di primo livello nello sviluppo del mercato e nell'abbassamento dei costi dei mutui ipotecari: stiamo parlando della sottoscrizione automatica, delle garanzie e della nascita di nuove forme tecniche. La sottoscrizione automatica, effettuata usando modelli informatici al posto del giudizio dell'operatore, ha reso la concessione di mutui più efficiente in

termini di costo, mentre lo sviluppo statistico di punteggi di credito ha portato ad una più accurata valutazione del rischio di credito.¹ Anche le garanzie e l'introduzione di nuove forme tecniche di prestito facilitarono il mercato diminuendo il rischio e fornendo un'alta quantità di azioni garantite.

Possiamo documentare questa rapida espansione del mercato dei mutui ipotecari subprime.

L'ACORN² "Association of Community Organizations for Reform Now", già nell'agosto del 2006, faceva notare che i mutui ARM, a tasso variabile, rappresentavano il 24% di tutti i mutui nazionali sulla casa; in alcune zone e gruppi demografici questi erano presenti in una percentuale assai maggiore, ed inoltre, gli ARM erano il 75% di tutti i mutui subprime, e ciò significa un incremento del 50% rispetto al 1999.

Nei dati forniti dalla MBA "Mortgage Bankers Association" vediamo come la percentuale di prestiti ARM sul totale delle concessioni si aggiri, per gli anni 2004 e 2005 attorno al 30% (figura 1).

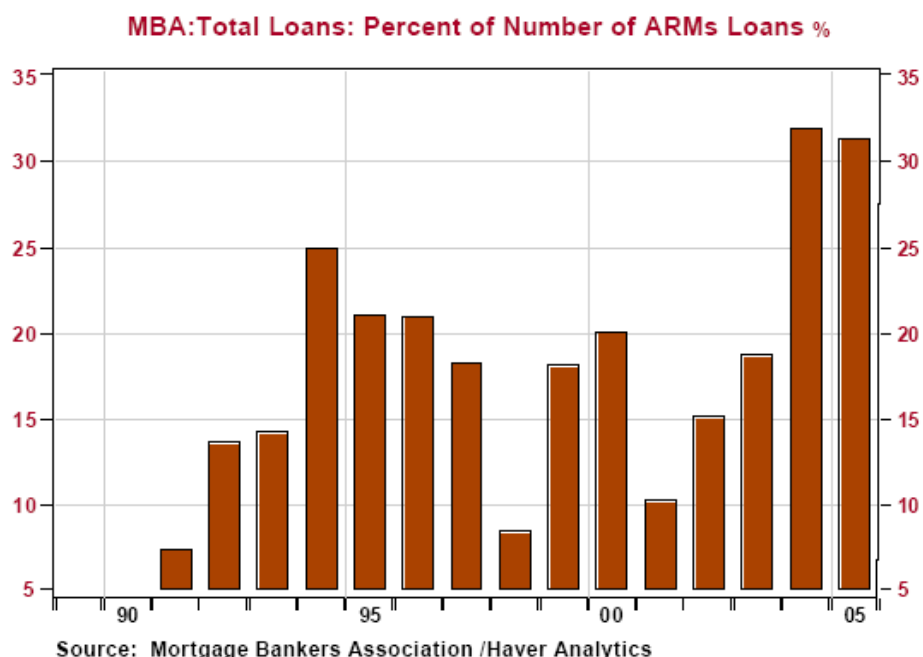
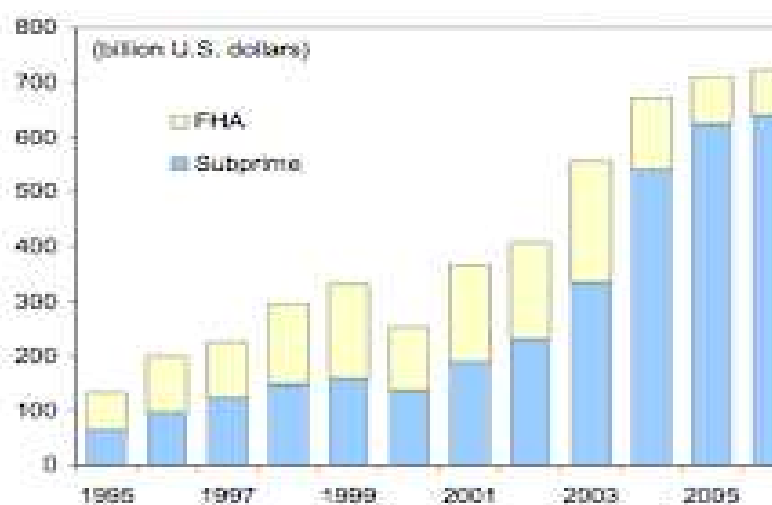


FIGURA 1: Percentuale di ARM nell'insieme delle concessioni totali

1 Davis (2001) stima che il risparmio portato dalla sottoscrizione automatica sia stimabile in 916 \$ per ogni prestito.

2 L'ACORN si autodefinisce la più grande community della nazione per le famiglie a reddito medio-basso; questa organizzazione si batte affinché queste famiglie ottengano alloggi migliori, migliori servizi e affinché vengano orientati più investimenti in questa direzione.

Fino al 2001 la maggior parte dei prestiti per mutuatari subprime era garantita dalla FHA “Federal Housing Association”; tuttavia, a partire dal 2001, i mutui ipotecari subprime hanno sovrastato i prestiti garantiti della FHA; questo dovuto ai mix di prodotti molto meno aggressivi offerti dalla FHA ed alla sua mancanza di flessibilità in risposta ai repentini cambiamenti del mercato. Inoltre coloro che concedevano ipoteche compresero che i compensi che ricevevano sui mutui garantiti dell’FHA, non ripagavano adeguatamente gli alti costi di processo che sostenevano. Nella grafico (figura 2) osserviamo questo boom dei subprime in termini di miliardi di dollari.



Source: *Inside Mortgage Finance*

FIGURA 2- concessioni subprime e FHA

Osservando la totalità delle concessioni di mutui ipotecari, vediamo come la quantità dei mutui “non-prime”³ sia cresciuta rapidamente proprio a partire dal 2001; il grafico (figura 3) ci presenta la situazione considerando la totalità dei mutui emessi: nel 2006 solo il 36% erano mutui conformi alle regole “prime”, il 15% era composto da mutui “prime jumbo”, i quali sfioravano di poco il tetto delle regole dei mutui conformi, il 3% era dato dalle concessioni di mutui garantiti fatte dalla FHA, mentre tutto il rimanente faceva parte dei non-prime: gli Alt-A rappresentavano il 25% ed i subprime

3 I cosiddetti “non-prime” sono tutti quei mutui che non possono rientrare nella categoria prime; in questo caso oltre ai famosi subprime vengono considerati anche i mutui Alt-A, che si collocano in posizione intermedia tra i subprime e i mutui classici; questi mutui tuttavia sono considerati “non-prime” poiché non coincidono con i criteri dettati dalle GSE “Government Sponsored Enterprises”.

invece erano il 21%. Possiamo vedere le rispettive quantità in miliardi di dollari.

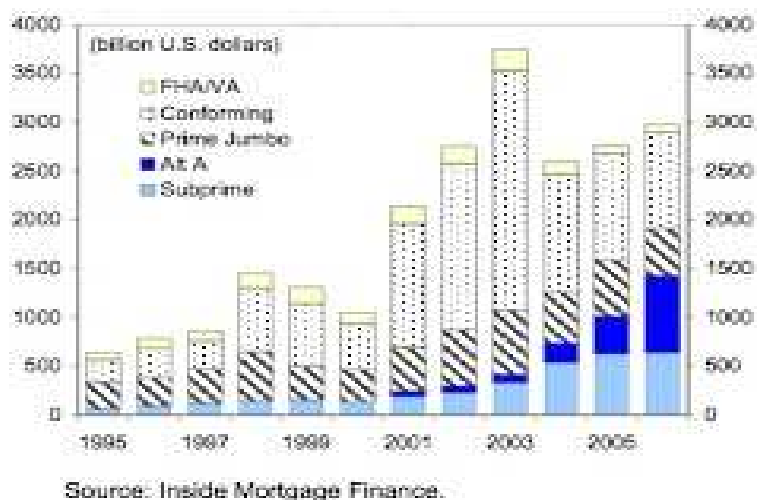


FIGURA 3: Totalità delle concessioni dei mutui

1.2 Sviluppo mercato immobiliare

Ovviamente questa grandissimo sviluppo del mercato dei mutui ipotecari subprime, diede la possibilità a molta gente, soprattutto a quelli che prima non potevano avere accesso a nessuna forma di prestito, di poter ottenere finanziamenti. Questo chiaramente permise alla moltitudine di avere a disposizione i soldi necessari all'acquisto di case; prendiamo l'esempio di un signore con un reddito basso, questo sarà incapace di comprare una casa poiché non possiede la cifra necessaria (ad esempio 300.000 \$) e allo stesso tempo sarà altrettanto incapace di ottenere un mutuo convenzionale perché non può fornire adeguate garanzie di restituzione del prestito. Questo sviluppo del mercato subprime fa proprio al caso suo.

Ecco che quindi riscontriamo un grande aumento del tasso di proprietà delle case tra le famiglie americane (figura 4) che, in accordo con i dati forniti da "US Census Bureau", passa dal 64.7% del 1995 al 68.8% del 2006. In particolare si è verificato un aumento considerevole di questo tasso tra la popolazione a reddito più basso: la stessa fonte indicata sopra ci dice che il tasso è cresciuto di più presso gli Afroamericani, dal 42.7% del 1999 al 47.9% del 2006, e presso gli Ispanici, dal 42.1% al 49.7%,

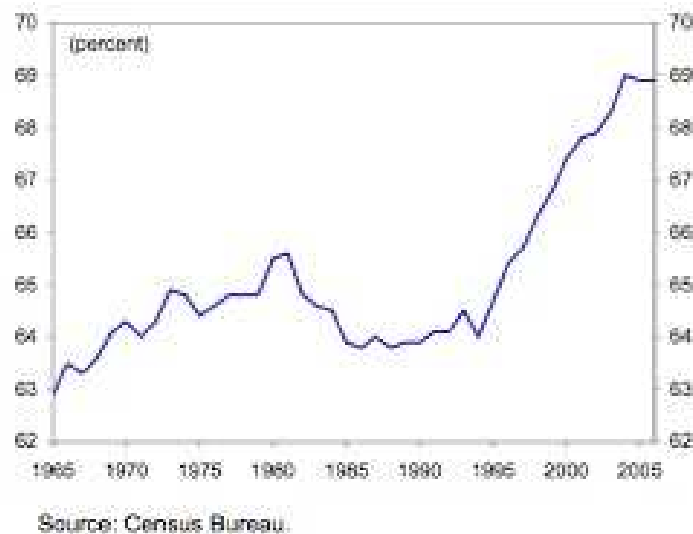


FIGURA 4: Tasso di proprietà delle case

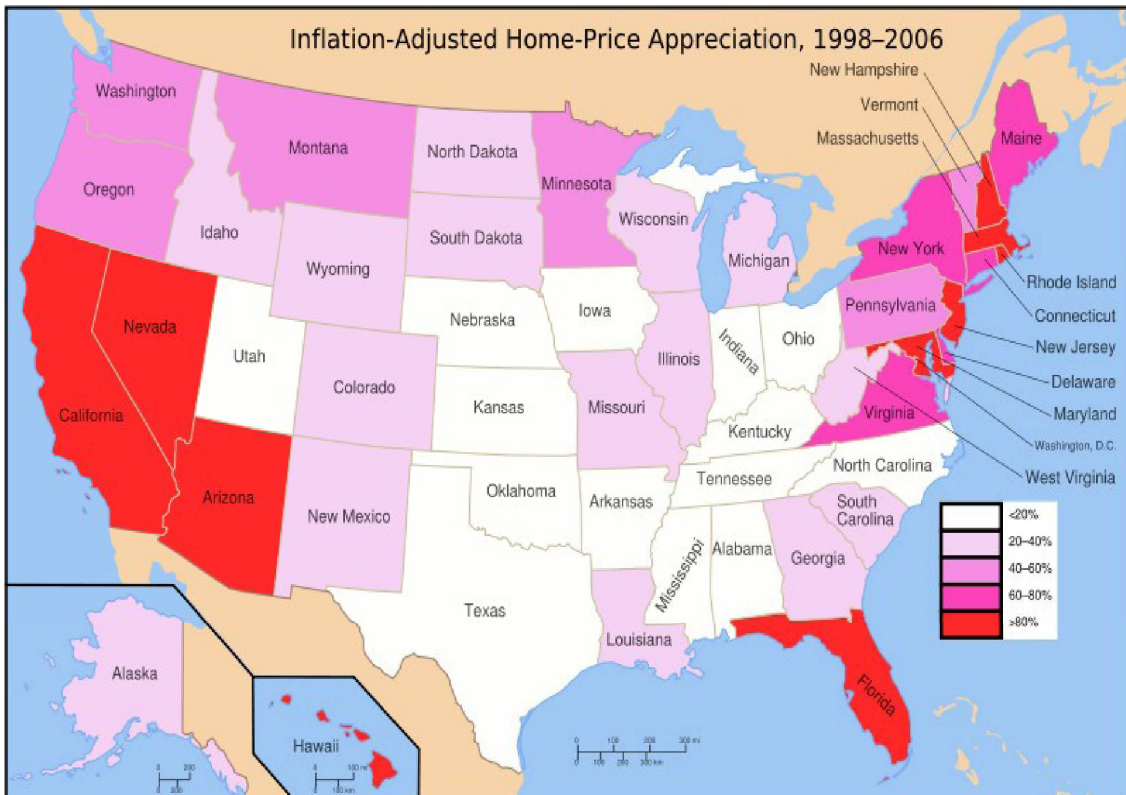
gruppi della popolazione americana tradizionalmente considerati appartenere al ceto più basso. Inoltre a supporto di questo fatto ci vengono in aiuto i dati raccolti nel “Survey of Consumer Finances”⁴ dove si evidenzia che la crescita del tasso di proprietà delle case tra il 1995 ed il 2004 è stato del 4% tra i ceti più alti e del 6% tra quelli più bassi.

Ovviamente il grande incremento di disponibilità liquide a disposizione di chiunque scatenò un vero e proprio boom nella domanda di case; come ovvia conseguenza il prezzo delle stesse cominciò ad impennarsi vertiginosamente poiché per quanto si ampliasse l'offerta, con nuove costruzioni, questa non riusciva a reggere il ritmo della domanda neanche lontanamente. I prezzi delle case, che già erano in aumento, subirono tra il 2001 ed il 2006 una vero e proprio decollo che raggiunse picchi compresi tra il 60% e l'80% in certe aree, (figura 5) andando assolutamente oltre il loro reale valore.

Uno degli effetti più diretti fu la costruzione di nuove case, basti pensare che nel solo 2005 vennero vendute 1.283.000 abitazioni nuove per famiglie singole, contro una media di 609.000 case vendute ogni anno tra il 1990 ed il 1995⁵. Ovviamente per i grandi costruttori edili questo boom fu la manna dal cielo: ci basta dare uno sguardo ai valori delle azioni nel biennio 2004-2005 dei principali costruttori d'America per

4 Indagine svolta ogni tre anni dalla Federal Reserve per valutare le caratteristiche finanziarie della proprietà di case ed i comportamenti relativi.

5 Valori tratti da “Number of Stories in New One-Family Houses Sold”



Source:

FIGURA 5: L'incremento dei prezzi delle case negli Stati Uniti nel periodo 1998-2006

renderci conto dei volumi degli affari in questione: le azioni della “D. R. Horton” passarono dai 3\$ del 1997 ai 42.82 del luglio 2005⁶, mentre i profitti della “Pulte Corp” passarono da 2.33 miliardi di dollari del 1996, ai 14.95 del 2005⁷.

⁶ Valori tratti da “DR Horton Inc. historical share price”

⁷ Valori tratti da “Pulte Corp annual report” del 1996 e del 2006

1.3 Sviluppo mercato derivati

Questo paragrafo è dedicato allo sviluppo e alla spiegazione del funzionamento del mercato dei derivati. Anche se apparentemente questo argomento sembra non essere di nostro interesse, dobbiamo svilupparlo poiché svolge un ruolo assolutamente fondamentale nella situazione di crisi che stiamo analizzando.

1.3.1 Presentazione mercato derivati

Un derivato si presenta come un contratto, stipulato tra due controparti, nel quale l'idea fondamentale è quella di definire a una certa data t il prezzo di un bene che sarà disponibile al tempo $t + n$; il valore di questi prodotti finanziari dipende da un altro bene, o da un'attività finanziaria, definiti “sottostanti”. Da questo la definizione “derivati”.

I derivati possono venire considerati come una forma di scommessa, infatti essi sono titoli re-distributivi: non sono associati alla creazione di nuovi investimenti produttivi, ma bensì alla redistribuzione della ricchezza tra due individui A e B o viceversa, basandosi sugli esiti di eventi su cui A e B si sono precedentemente accordati.

I derivati possono essere scambiati in mercati finanziari regolamentati o non regolamentati, detti OTC. Nel caso di un mercato regolamentato un cambio di valore di un derivato non implica niente per il valore dell'investimento sottostante cui è agganciato; se invece il valore dell'investimento sottostante cambia, il derivato associato può produrre guadagni o perdite per gli stipulatori A e B.

1.3.2 Mercato OTC

Come abbiamo affermato sopra i mercati dei derivati si differenziano tra regolamentati e non. Il mercato che più ci interessa ai nostri fini è quello non regolamentato, detto OTC, ossia “Over the Counter”.

In questo mercato vengono scambiati i derivati OTC, i quali sono contratti, negoziati privatamente, comprati e venduti direttamente tra le due controparti, senza servirsi di altri intermediari finanziari. Caratteristica fondamentale di questi mercati è quella di non avere nessun tipo di regolamentazione. I derivati OTC sono largamente soggetti a rischio di controparte, dato che la validità di un contratto dipende dalla solvibilità della controparte e della sua capacità di onorare le obbligazioni prese. In particolare questi derivati consentono la creazione di obblighi contrattuali che possono essere impossibili da mantenere, anche solo in linea teorica. Altre caratteristiche di questo mercato sono ad esempio di non avere controlli a livello di negoziazioni, di non avere oneri formativi a carico degli emittenti dei titoli e di non avere obblighi di “market making” a carico dei negozianti.

Il mercato dei derivati OTC è il mercato dei derivati più ampio, basti pensare che la BIS, “Bank for International Settlements”, a dicembre 2007 stimava l'ammontare nozionale in essere a 596 mila miliardi di dollari; l'ammontare nozionale generalmente non è mai scambiato tra le parti, ma è usato solo per calcolare la dimensione dei flussi in gioco.

1.3.3 Tipologie derivati OTC

Nel mercato OTC dell'ammontare nozionale citato sopra, il 66% è formato da IRS, il 10% da CDS, il 9% da FEC “Foreign Exchange Contract”, il 2% da contratti su materie prime, l'1% da contratti su azioni, e il restante 12% da contratti di altro tipo.

Gli IRS, “Interest Rate Swap”, come i CDS “Credit Default Swap”, sono tipologie di “swap”, ovvero contratti derivati che prevedono che le due parti in questione si scambino flussi di cassa a certe date, e secondo una formulazione stabilita. Gli IRS sono swap di interessi stipulati tra le controparti dove si prevede, ad esempio, che un'impresa che ha debiti a tasso fisso firmi un contratto con una che ha debiti a tasso variabile, affinché si scambino i rispettivi pagamenti degli interessi; allo stesso modo può avvenire con scambi tra due tassi fissi o tra due tassi variabili.

Analogamente i CDS sono swap che hanno la funzione di trasferire l'esposizione creditizia tra le parti che lo sottoscrivono; un esempio di CDS è quando

una parte A paga periodicamente una somma alla parte B, e la parte B in cambio si impegna a rifondere alla parte A il valore di un credito sostenuto nei confronti di C, nel caso in cui il debitore C non paghi il suo debito ad A; A ha comprato l'obbligazione emessa da C, ma A vuole essere sicuro che C rimborsi il capitale. Il CDS è il derivato creditizio più usato e tipicamente la sua durata è di cinque anni, ma essendo un derivato OTC, può essere stabilita qualsiasi data. Questo derivato viene spesso utilizzato con la funzione di “polizza assicurativa” per il sottoscrittore di un'obbligazione, ed è questo aspetto che per il nostro discorso è assolutamente fondamentale come vedremo più in là.

CAPITOLO 2

EVOLUZIONE DELLA CRISI

2.1 Primi passi verso la crisi

2.1.1 Legame subprime-boom delle case-tassi di interesse

Gli elementi presentati finora sembrano essere praticamente a sé stanti; in realtà vedremo che la crisi di cui parleremo è una situazione altamente complessa, che interessa molteplici elementi ed investe svariati mercati.

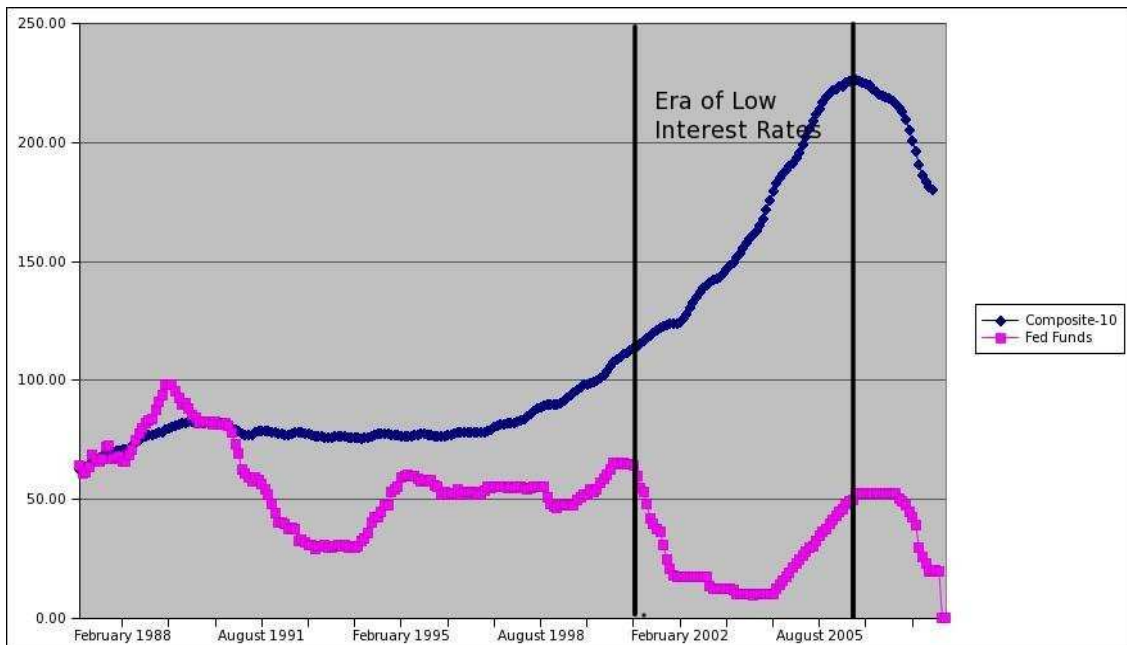
L'origine del boom delle concessioni dei mutui ipotecari subprime, è da ricercarsi nella politica monetaria della Federal Reserve: a partire dal 2001 e fino al 2004 la banca centrale degli Stati Uniti mantenne un tasso di interesse sul denaro a breve termine assolutamente bassissimo, infatti esso, nel periodo indicato, oscillò tra l'1% ed il 3%. Questa politica monetaria espansiva della Federal Reserve creò una situazione dove il denaro a breve termine non costava quasi nulla e ne erano disponibili enormi quantità. Ciò permise alle banche di prestare denaro nel breve termine in maniera economica e senza chiedere particolari garanzie ai clienti che accendevano questi mutui. Sulla politica monetaria della banca centrale americana discuteremo più avanti, per ora ci basti prendere questi valori come dati di fatto ed analizzare le conseguenze.

Ovviamente tutto ciò si trasferisce al mercato immobiliare.

Data questa grande disponibilità di denaro a prezzi stracciati, tutti pensano di poter comprare una casa nuova, o una più grande, e pagarla per sempre con un tasso di interesse bassissimo. Il boom di domande di abitazioni fa impennare il prezzo delle stesse, come abbiamo già visto in precedenza.

Per capire meglio la situazione caliamoci nella realtà proponendo un esempio. Pensiamo ad un signore che vorrebbe comprare casa, ma ha un reddito medio-basso e soprattutto il suo punteggio di credito non è particolarmente alto per colpa di alcuni problemi di insolvenza avuti in precedenza. Questo signore non può quindi accendere un mutuo tradizionale per i motivi sopra citati. La soluzione ARM , ad esempio un 2/28, per il signore in questione sembra perfetta: anche se ha i costi di accensione un pò elevati, siamo quasi al doppio di quelli da sostenere per un mutuo tradizionale, rappresenta un ottimo compromesso, infatti pagando tutte le rate in maniera corretta nei primi due anni, raggiungerà un punteggio di credito che gli permetterà di accendere un mutuo convenzionale per rifinanziare quello vecchio.

Chiaramente un eventuale aumento del tasso di interesse, cui abbiamo visto tutti i mutui subprime fanno riferimento, provocherebbe importanti variazioni all'interno di questa situazione. Un aumento del tasso di interesse infatti, comporterebbe sostanziali aumenti nelle rate dei mutui, che essendo accesi da persone in situazioni economiche non particolarmente floride, potrebbero portare a casi di insolvenza. Come vedremo più in là è proprio questo ciò che succederà.



Source: Case-Shiller

FIGURA 6: Indice prezzo delle case e tassi di interesse

Per vedere ulteriormente la relazione tra i tassi di interesse nel breve termine e l'aumento del prezzo delle case, diamo uno sguardo al grafico presentato in figura 6. Come indice dei prezzi delle case viene utilizzato il “Composite-10”, che possiamo apprezzare in blu, mentre il tasso di interesse regolato dalla Federal Reserve è in rosa. La figura focalizza la sua attenzione sulla cosiddetta “era” dei tassi di interesse bassi, che va dal 2001 al 2004, mettendo in evidenza come a bassi tassi corrispondano aumenti importanti dei prezzi delle abitazioni.

2.1.2 Cartolarizzazione delle ipoteche

Finora abbiamo parlato e descritto la parte visibile della situazione, ovvero la faccia mostrata al mondo con chiarezza; infatti il boom delle concessioni dei mutui ipotecari, le impennate dei prezzi delle abitazioni e le loro relazioni coi tassi di interesse, non costituiscono altro che la parte visibile dell'enorme ingranaggio che sta dietro alla nostra crisi. Dietro a tutto ciò ci sta un volume d'affari di immensa grandezza, che noi provvederemo ad illustrare.

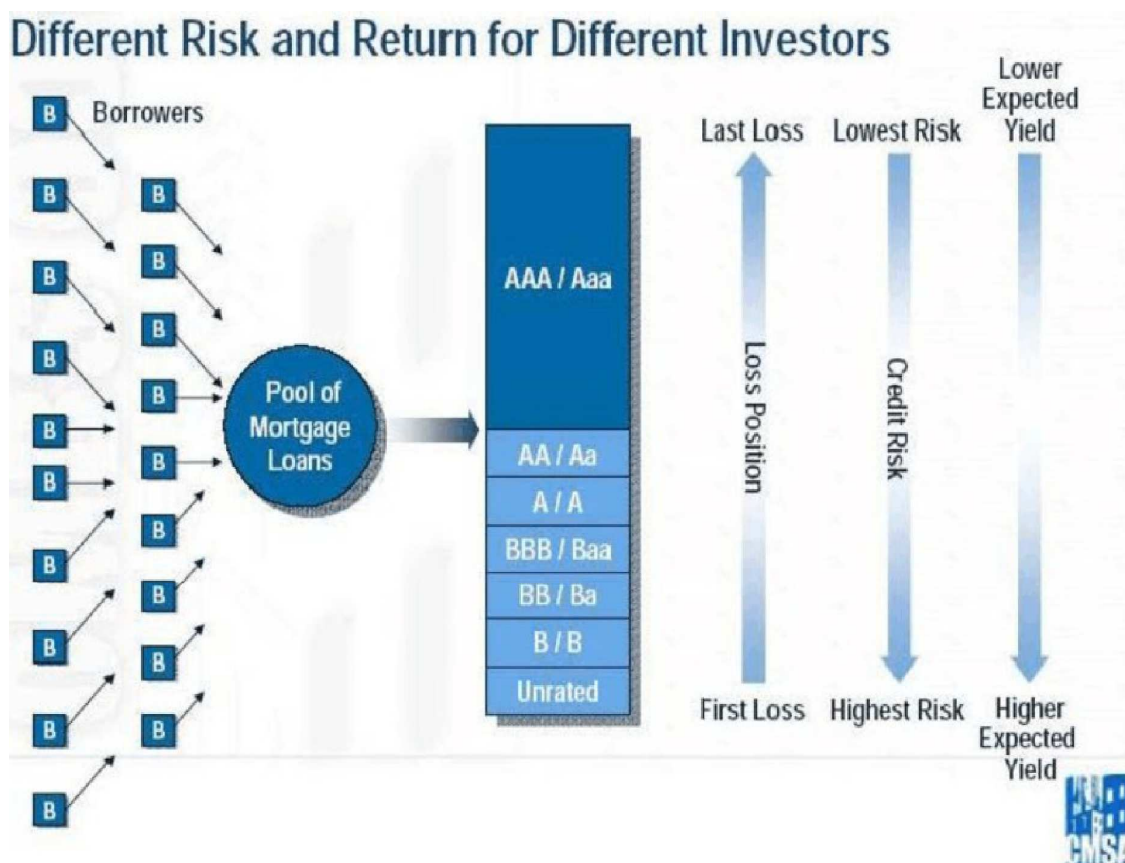
Tutti i mutui ipotecari di cui abbiamo parlato sono emessi dalle banche; bene, queste ipoteche, originate dalle banche, sono state vendute dalle banche emittenti, e comprate da altre banche, le cosiddette banche “d'affari”. A loro volta queste banche d'affari hanno tenuto per un po' di tempo nei loro portafogli queste ipoteche, dopodiché le hanno cartolarizzate e vendute agli investitori. A questo punto dobbiamo spiegare cosa sia la cartolarizzazione.

La cartolarizzazione, in inglese altrimenti detta “securization”, è la cessione di un'attività o beni a terzi, tramite l'emissione ed il collocamento di titoli obbligazionari; tipicamente i beni ceduti sono crediti. I crediti sono ceduti a società che versano al venditore il corrispettivo economico ottenuto attraverso l'emissione ed il collocamento dei titoli obbligazionari; il rimborso dovrebbe garantire la restituzione del capitale e delle cedole di interessi indicate nell'obbligazione ma ovviamente, se il credito diviene inesigibile, chi compra titoli cartolarizzati perde sia gli interessi che il capitale versato.

Nel nostro caso le ipoteche subprime vengono cartolarizzate nei cosiddetti MBS, ovvero “Mortgage-Backed Securities”, che sono titoli il cui cash flow è generato

dai pagamenti di un insieme di mutui ipotecari sottostanti. Questi titoli sono molto utili per le banche perché permettono di trasformare beni finanziari immobilizzati in strumenti liquidi, perché permettono agli emittenti delle ipoteche di raccogliere di nuovo fondi che potranno essere poi utilizzati per originare nuove attività, e soprattutto perché costituiscono un modo di raccogliere denaro molto più efficiente ed economico che non prenderlo da altre banche o dal mercato di capitali.

Questi MBS sono divisi in classi a seconda del rating, ovvero un valore che viene loro assegnato in relazione alla rischiosità: questi valori vanno dalla tripla A “AAA”, con il quale sono indicate le obbligazioni più sicure con elevata capacità di ripagare il debito, alla B o doppia B, “B” e “BB”, che indicano un debito speculativo con scarsa capacità di soddisfare l'obbligazione. Ovviamente più alta è la rischiosità del titolo e più elevati saranno i potenziali profitti di esso.



Source: ORIX (“Super Future Equities” 2006)

FIGURA 7: Relazione rating, rischi e profitti

Per chiarire meglio il funzionamento di questo utilizziamo la figura della pagine precedente (figura 7).

Per la redazione del rating ci sono apposite agenzie specializzate che periodicamente svolgono questa importante funzione. Un declassamento del rating di un titolo, o di un'impresa, ha la conseguenza a breve termine di applicare un rialzo degli interessi applicati ai prestiti in corso, e quindi un aumento degli oneri finanziari.

Calandoci ora nella nostra storia, viene alla luce il ruolo i primissimo livello svolto dalla FNMA, ovvero la “Federal National Mortgage Association” meglio conosciuta come “Fannie Mae”, e dalla FHLMC, cioè “Federal Home Loan Mortgage Corporation” detta anche “Freddie Mac”. Queste due organizzazioni sono GSE, cioè “Government Sponsored Enterprises”, gruppi di organizzazioni di servizi finanziari, create dal Congresso degli Stati Uniti con la funzione di migliorare il flusso di credito e ridurre i costi, verso determinati settori-obiettivo, come l'agricoltura, l'educazione, il finanziamento delle abitazioni, etc. Le nostre Fannie&Freddie come oramai vengono comunemente chiamate, sono le GSE finalizzate allo sviluppo dei finanziamenti per la casa.

Fannie&Freddie non hanno emesso mutui ma hanno comprato circa la metà delle ipoteche del paese dalle banche che le avevano originate e successivamente, dopo averle tenute in portafogli per un po' di tempo, le hanno prima spezzettate in sottogruppi, le cosiddette “tranches”, e successivamente cartolarizzate sotto forma di MBS, e rivendute agli investitori a vari livelli, dai più grandi ai più piccoli. Queste stesse operazioni sono state fatte anche da parecchie altre banche di investimento che hanno praticato le stesse azioni di Fannie&Freddie, creando, emettendo e commerciando titoli cartolarizzati sotto forma di MBS e simili, come ad esempio CDO “Collateralized Debt Obligations”, CMO “Collateralized Mortgage Obligations”, e REMIC “Real Estate Mortgage Investment Conduits”. Si stima che la percentuale delle ipoteche cartolarizzate sia passata dal 54% del 2001 al 75% del 2006⁸, raggiungendo, a fine 2007, un valore nell'ordine dei 6 mila miliardi di dollari.⁹

Un'altra importantissima considerazione che dobbiamo assolutamente fare è quella riguardante i rating dei titoli cartolarizzati emessi: infatti i titoli MBS e simili,

8 Valori tratti da “Understanding the subprime mortgage crisis” della Social Science Electronic Publishing del 2008.

9 Valori tratti da SIFMA “Securities Industry and Financial Markets Association”

basati sulle ipoteche, prima di essere venduti, ricevevano come rating “AAA” o “AA”, ciò vuol dire massima sicurezza dell'obbligazione. Questi rating elevati venivano giustificati da vari prodotti creditizi che facevano da garanzie sui titoli MBS anche se in realtà il valore di rating assegnato non era assolutamente corrispondente a quello reale dei titoli. Sotto inchiesta finiscono quindi le principali società di rating degli Stati Uniti, come ad esempio “Moody's”, “Standard & Poor's” e “Fitch Ratings”, la cui colpa è quella di aver concesso alti punteggi di rating senza aver verificato con accuratezza la reale sicurezza dei titoli; naturale conseguenza di ciò è che queste agenzie vengano accusate di conflitti di interessi con le banche d'investimento.

2.1.3 Assicurazione dei titoli cartolarizzati

Arriviamo quindi al punto della nostra storia dove ci verrà utile la nostra precedente spiegazione dei derivati e dei mercati relativi.

Le cartolarizzazioni di cui si è ampiamente parlato nel paragrafo precedente, venivano considerate sicure perché dietro di sé avevano delle forme di “assicurazione”. Queste forme di assicurazione non sono nient'altro che i contratti derivati creditizi che abbiamo puntualmente definito e sviluppato nel primo capitolo, ovvero i CDS; in altre parole sono state create piramidi di derivati sui titoli cartolarizzati. Andiamo quindi a vedere cosa è successo in America.

Un derivato è un contratto che comporta una sequenza di pagamenti nel corso di un periodo di tempo. Per vedere se questo derivato crea reali profitti o meno, bisogna aspettare la sua scadenza e che l'intera sequenza di pagamenti sia completata. Ma l'attuale funzionamento del mercato dei derivati OTC permette che qualcosa di diverso accada. Assicurare un titolo era molto facile: bastava che una qualsiasi banca A, in possesso di un'ipoteca acquistata da una società emittente di mutui, prima di cartolarizzarla, andasse da B, una banca d'investimento, e “comprasse” da quest'ultima un'assicurazione; questa assicurazione non era nient'altro che la sottoscrizione di un contratto derivato CDS con la banca di investimento, nel quale la banca A si impegnava a pagare a B delle somme periodiche, ed in cambio, B avrebbe dovuto rifondere ad A il valore dell'ipoteca qualora si fossero materializzati i rischi di insolvenza del debitore.

E fino a questo punto nulla di strano. Tutto ciò prevede però che la nostra banca di investimento B tenga sottoforma di “riserve di capitale”, la somma di denaro necessaria a coprire il debito di A nel caso in cui il credito diventi insolubile.

Lo snodo della questione sta proprio qui: infatti queste banche di investimento non hanno accantonato le somme ma le hanno incassate spacciandole per pseudo-profitti, dividendi e giganteschi bonus di questi CDS. Apparentemente quindi i CDS sembravano essere degli strumenti finanziari magici: ovvero riuscivano a creare profitti dal nulla. Questo portò le maggiori banche d'investimento d'America a fare una vera e propria incetta di questi prodotti a volte addirittura indebitandosi per acquistarli. Ciò si rivelerà una mossa assolutamente sbagliata.

2.2 Scoppio della crisi

2.2.1 Evento scatenante

La situazione descritta nei paragrafi precedenti ha già di per sé l'aria di essere una bomba ad orologeria pronta ad esplodere, trascinando con sé una moltitudine di ripercussioni a catena su tutto il sistema descritto finora.

La miccia fu accesa ancora una volta dalla Federal Reserve: nel giugno del 2004 la banca centrale americana ha cambiato atteggiamento, mettendo in pratica una politica monetaria meno espansiva e decidendo di alzare i tassi di interesse, questo provocò la crescita del costo del denaro a breve termine.

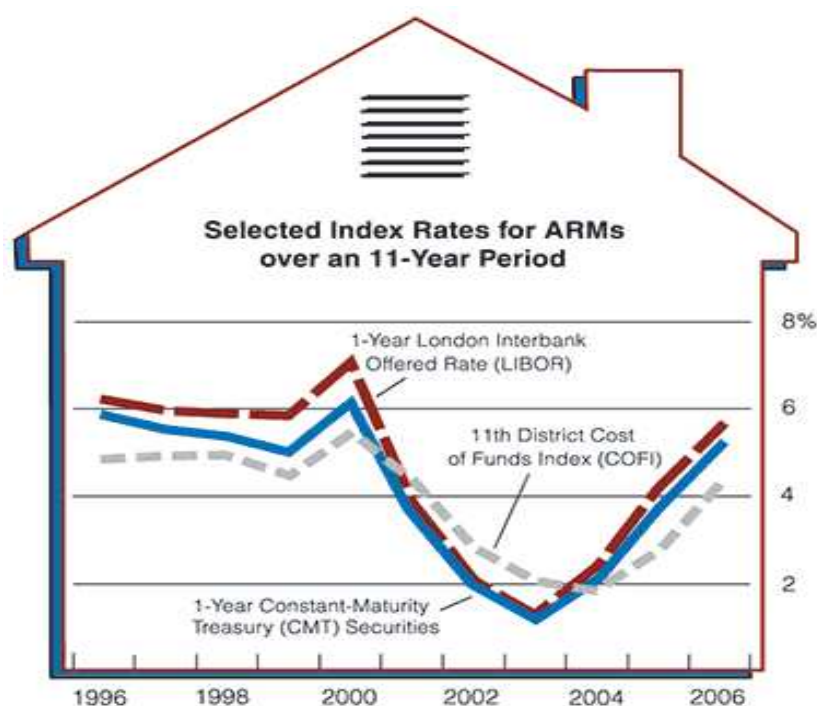
Ci soffermeremo più avanti a fare delle considerazioni sulla politica monetaria della Federal Reserve, per ora ci limitiamo ad osservare l'insieme delle conseguenze che questa decisione ha provocato sull'intero sistema enunciato in precedenza.

2.2.2 Effetto sui mutui subprime

Gli effetti delle decisioni di politica monetaria della Federal Reserve si fecero sentire subito ed in maniera considerevole.

Come abbiamo ampiamente illustrato nel primo capitolo le banche hanno emesso una moltitudine di mutui ipotecari di bassa qualità, ovvero subprime, poiché avevano a disposizione enormi disponibilità di denaro ad un costo irrisorio, quasi nullo. Inoltre, come abbiamo detto, gli ARM, per determinare il tasso di interesse del mutuo, si basano su alcuni indici, come LIBOR, COFI e CMT, direttamente agganciati al tasso di interesse dettato dalla banca centrale. Un aumento del tasso di interesse quindi provoca il naturale aumento delle rate dei mutui.

L'effetto sui mutuatari fu devastante; l'incremento delle rate fu un vero e proprio shock: i clienti, già di per se poco affidabili, non riuscirono più a pagare le rate, e poiché di prestiti di questo genere in circolazione ve ne sono decine di migliaia, ciò rappresentò un vero e proprio crack.



Source: Federal Reserve Board "Consumer handbook on Adjustable Rate Mortgage"

FIGURA 8: Tassi degli indici di riferimento per mutui ARM

Nella pagina precedente (figura 8) vediamo come gli indici cui facevamo riferimento poc'anzi siano cresciuti rapidamente.

Si stima che il 59% dei mutui ipotecari ARM emessi tra il 2004 ed il 2006 abbia visto nel corso del 2007, un aumento delle rate del 25% o più, e addirittura il 19% di questi mutui un incremento del 50% o più.¹⁰Dati forniti dall'ACORN "Association of Community Organizations for Reform Now", ci dicono che il LIBOR è passato dall'1.21% del gennaio 2004 al 5.64% del giugno 2006, portandoci come esempio un mutuo da 150 mila dollari che avrebbe subito così un incremento nella rata mensile di 212\$.

Inoltre riusciamo a vedere come i pagamenti dei mutuatari reagirono all'aumento delle rate mensili: nel grafico sottostante (figura 9) viene indicata la percentuale dei debitori che hanno saltato una o due delle prime tre rate mensili; a partire dalla metà del 2003 vediamo salire la percentuale, ma è solo a partire dalla metà del 2005 che registriamo un vero e proprio picco.

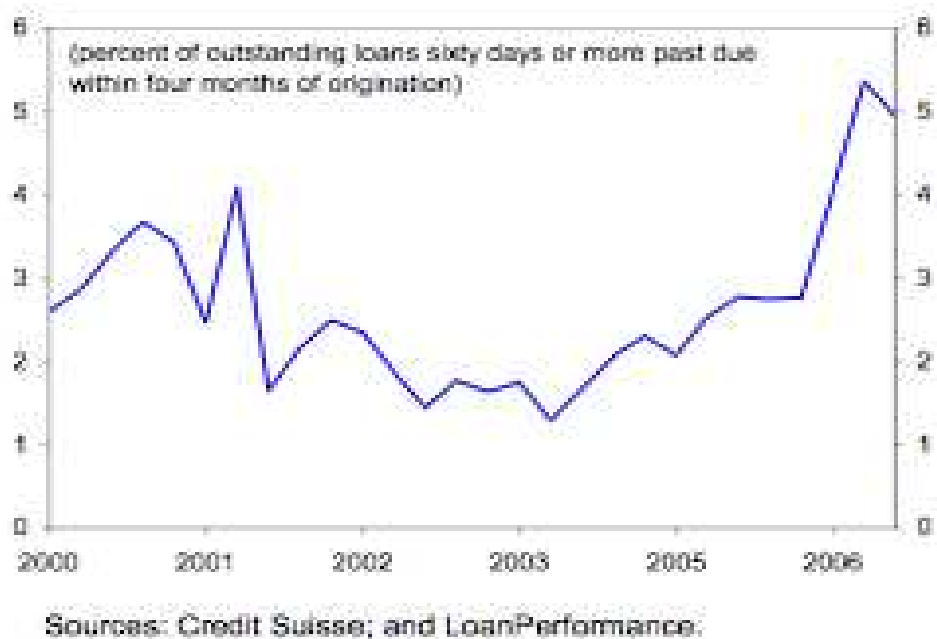
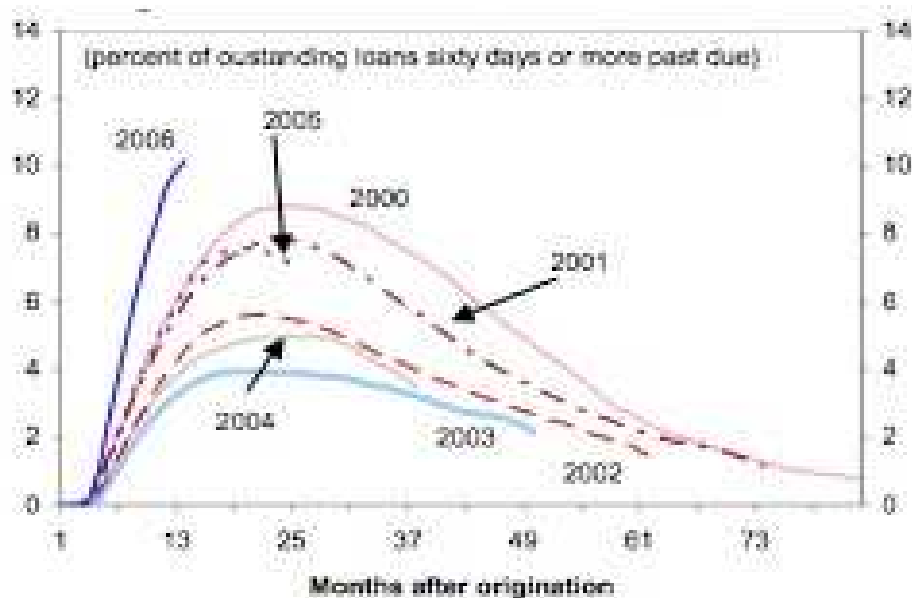


FIGURA 9: Percentuale di default dei pagamenti delle prime rate mensili

1 0 Valori stimati da Cagan (2007)

Analogamente il grafico in figura 10 ci fa vedere le percentuali di insolvenza dei mutui emessi tra il 2000 ed il 2006, in relazione ai mesi passati dalla concessione; generalmente il picco delle percentuali di insolvenza si riscontra tra i venti ed i venticinque mesi dall'accensione; notiamo come le percentuali, molto alte nel 2000, vanno via via calando fino al 2004, anno in cui ricominciano a salire in maniera vertiginosa, spostando il picco delle percentuali sempre più vicino al primo anno di origine del mutuo.



Sources: Merrill Lynch; and Intex.

FIGURA 10: Percentuale mutui insolventi relazionati ai mesi dalla concessione

2.2.3 Effetto sul mercato immobiliare

Tutta la catena di aumenti delle rate dei mutui con conseguenti aumenti nelle percentuali di insolvenza delle ipoteche, rappresentò uno shock fortissimo per il mercato immobiliare.

Nel 2006 quando diventò completamente chiaro che la Federal Reserve Bank

aveva radicalmente cambiato la sua politica monetaria ed intendeva continuare ad alzare i prezzi, si diffuse ampiamente nel mercato immobiliare la paura che moltissimi dei mutui ipotecari concessi sarebbero “marciti”, ossia le persone che li avevano accesi, non sarebbero più riusciti a pagarli.

Questo provocò l'immediato calo del prezzo delle case. Ciò non fece altro che peggiorare ulteriormente la situazione. Infatti quando un'ipoteca si rivela insolvente il creditore che l'ha emessa procede al pignoramento della stessa: fu così che i creditori di turno cominciarono a pignorare le case, cioè confiscandole e facendole proprie. Vediamo così salire alle stelle i tassi di pignoramento delle case; la MBA “Mortgage Bankers Association “ valuta, nel solo 2006, 800 mila il numero delle ipoteche pignorate dalle banche; mentre fa una previsione calcolando che il 13%, o 1.1 milioni, di ARM potrebbero essere pignorati come risultato di nuovi aumenti nei pagamenti durante i prossimi sette anni. Nel grafico della figura 11 viene evidenziata la percentuale delle ipoteche in pignoramento, paragonando i mutui subprime, i mutui Alt-A e quelli prime.

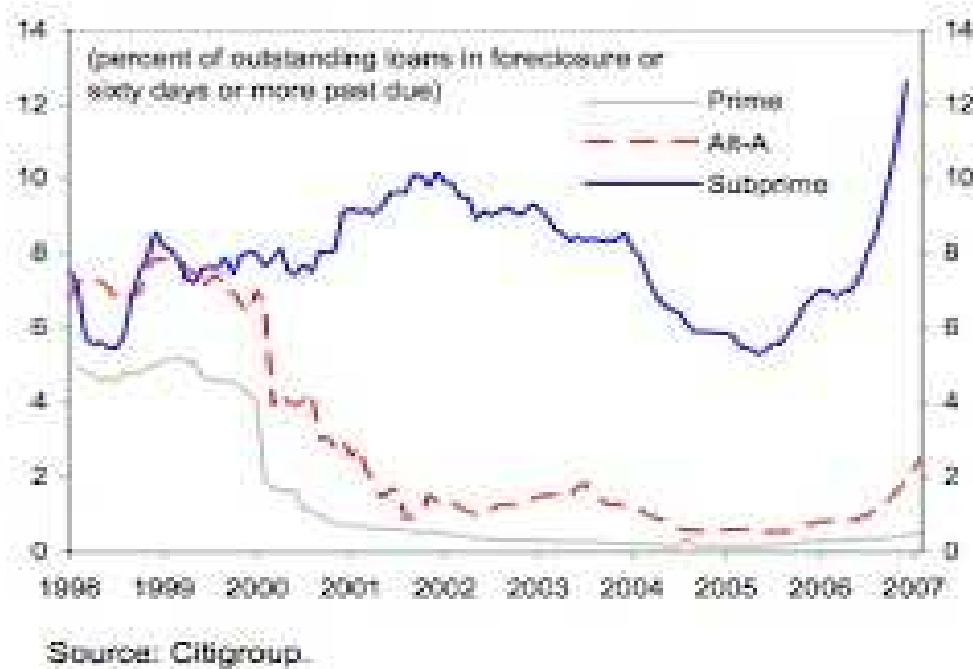


FIGURA 11: Percentuale delle ipoteche subprime, Alt-A e prime in pignoramento

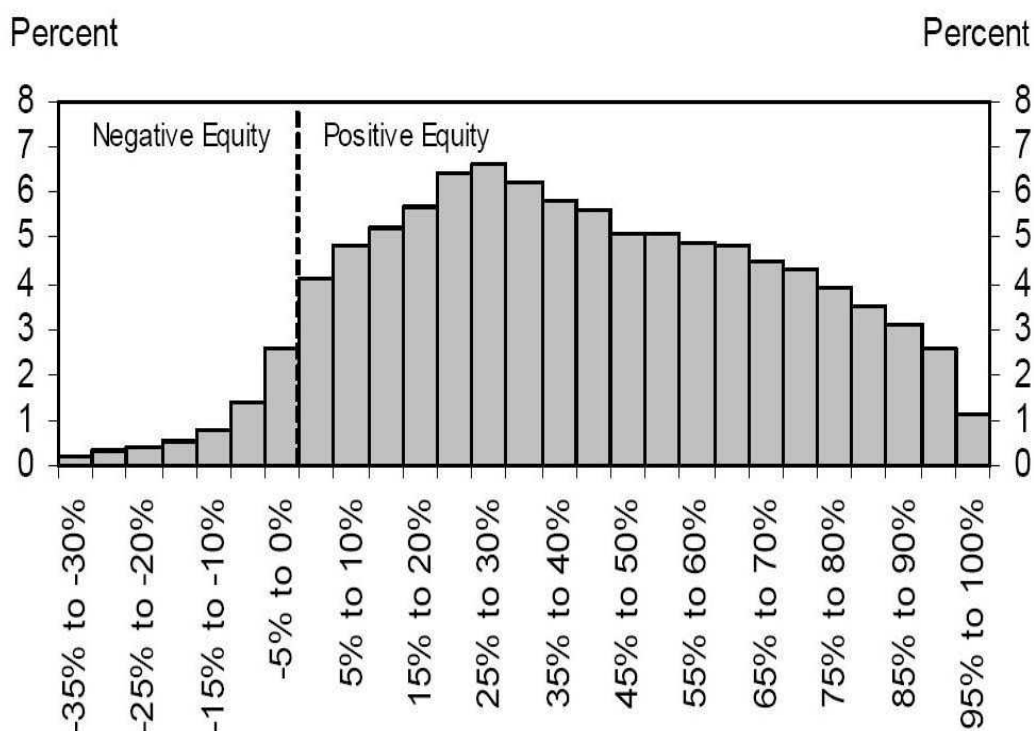
Il problema fondamentale che viene a crearsi è che i creditori, cioè le banche, quando entrano in possesso degli immobili si trovano di fronte una cattiva situazione: infatti se il mercato delle abitazioni fosse ancora florido non ci sarebbe nessun tipo di problema, perché le banche potrebbero rivendere le case e quindi rientrare dei soldi prestati. Però, essendo il prezzo delle abitazioni sceso rapidamente, se si decide di vendere si vende in perdita, poiché il prezzo delle case ora è notevolmente inferiore alla cifra prestata anni addietro. Tali perdite, nell'ordine del 10%-30% del valore iniziale del prestito, generano forti perdite in conto capitale per le istituzioni che tali case ora possiedono.

I creditori possono però rinunciare a vendere gli immobili e tenerli in attesa di una ripartenza del mercato, essi però vanno in contro ad un serio problema di liquidità perché si trovano così impossibilitati a pagare gli interessi a quelli che a loro volta gli avevano prestato il denaro; vedremo questo aspetto nei prossimi paragrafi.

Il vortice creato dal calo dei prezzi delle abitazioni colpisce anche quei mutuatari che non sono in difficoltà coi pagamenti, perché si trovano a fronteggiare una situazione assai problematica: prendiamo l'esempio di una famiglia che abbia acceso un mutuo per finanziare l'intero acquisto di un'abitazione, questa famiglia riesce a fare fronte anche all'aumento delle rate del suo mutuo e continua a pagarle; se però il prezzo delle case scende la famiglia si troverà di fronte ad una brutta situazione. Supponiamo che il prezzo della casa scende del 30%, la famiglia si troverebbe così a dover pagare per molti anni un mutuo il cui valore si rivela altamente superiore a quello della casa; quindi essendo passato poco tempo, ad esempio due anni, la famiglia si trova davanti ad un bivio: continuare a pagare il mutuo che ci darà una casa di valore inferiore a quanto pagato, oppure smettere di pagare le rate del mutuo e farsi pignorare la casa perdendo i due anni di pagamenti. La famiglia decide di far pignorare la casa. La maggior parte dei mutuatari in questa situazione hanno deciso di comportarsi come la famiglia del nostro esempio.

Questo è il problema della cosiddetta “home equity”, ovvero il valore costituito dal valore di mercato dell'abitazione al netto del rimanente pagamento dell'ipoteca. Quando si finisce di pagare l'intera ipoteca l'home equity è pari al valore di mercato della casa.

Il grafico in figura 12 ci mostra l'home equity detenuto dai proprietari delle case alla fine del 2006. Vediamo come circa il 10%, quelli compresi tra il -5% e lo 0%, dei proprietari è nella situazione descritta sopra dove bisogna decidere se continuare a pagare il mutuo o far pignorare l'ipoteca, mentre un altro 5% sia decisamente con home equity negativa, cioè tra il -5% ed il -35%.



Note: All data as of December 2006.
 Source: First American CoreLogic, Inc.

FIGURA 12: Home equity dei proprietari di case americani alla fine del 2006

Il forte indebolimento del mercato immobiliare è ulteriormente inasprito dall'abbondantissima offerta che questo mercato ora presenta. Infatti tutti le ipoteche pignorate che vengono rimesse sul mercato aumentano notevolmente l'offerta di abitazioni, e come ben sappiamo per la legge di mercato della domanda e dell'offerta, se vi è grande disponibilità di un bene a fronte di una domanda in calo, il prezzo del bene offerto scenderà. L'aumento dell'offerta causa quindi ulteriori ribassi dei prezzi delle

case in un mercato già sufficientemente in crisi per le motivazioni esposte sopra.

2.2.4 Effetti sul mercato finanziario

Il tracollo dei mutui e del mercato immobiliare provoca il naturale crollo di tutto il castello di prodotti finanziari che stava alle spalle delle ipoteche. E non parliamo certo di noccioline visti i volumi d'affari degli oggetti in questione: si stima che il valore totale delle case in America sia di 21 mila miliardi di dollari, e circa la metà di questi sia ipotecata facendo sì che il valore dei mutui ipotecari sia all'incirca di 11 mila miliardi di dollari; nei quali sono però inclusi anche molti vecchi e sicuri mutui. Adesso le stesse stime parlano di un mercato dei derivati CDS che si attesta sui 63 mila miliardi di dollari, di cui c'è da dire non tutti riguardano le cartolarizzazioni MBS. Ne consegue che il valore dei contratti di “assicurazione” sottoscritti sui titoli MBS sia più o meno cinque volte più grande.

Questi valori ci fanno capire le dimensioni di questo immenso ingranaggio e inoltre ci mostrano come i titoli MBS siano stati sovra-assicurati attraverso CDS, creando una rete di “scommesse” sulle cartolarizzazioni.

Torniamo alla nostra storia. A questo punto, essendo crollato il mercato immobiliare e quello dei mutui, le banche vedono salire alle stelle i tassi di insolvenza dei mutui e quindi decretano inesigibili moltissimi crediti detenuti nei confronti dei mutuatari. Però le banche avevano sottoscritto dei contratti “assicurativi”, sottoforma di derivati CDS, proprio per tutelarsi da questa evenienza ed infatti avevano effettuato periodicamente dei pagamenti per garantirsi questi prodotti assicurativi. I CDS erano stati siglati con le banche d'investimento come ad esempio “Morgan Stanley”, “Merrill Lynch”, “Goldman Sachs”, “Lehman Brothers” e molte altre ancora, le quali avevano creato piramidi di contratti derivati su questi CDS, spargendo quindi il rischio su tutto il mercato, e raccogliendo quindi moltissimi soldi.

Avrebbero però dovuto, in linea teorica, tenere sottoforma di riserve di capitale le cifre necessarie a ripagare gli eventuali fallimenti delle ipoteche. Esse non l'hanno fatto, anzi hanno distribuito come profitti e dividendi i soldi contando sul fatto che le ipoteche non sarebbero mai fallite. Le banche quindi si rivolgono ai propri

“assicuratori” chiedendo i pagamenti delle cifre promesse. Le banche d'investimento che ovviamente non possiedono accantonate le cifre necessarie si muovono in due direzioni: in primo luogo cercano di raccogliere capitali liquidi sul mercato per ripagare gli interessi e successivamente cercano disperatamente di vendere gli assetti pericolosi che hanno in portafogli.

La raccolta dei capitali liquidi si rivela però assai ardua: finché la situazione è rosea e si dispongono di riserve di capitale notevoli o si è degni di credito, si riesce tranquillamente a raccogliere denaro liquido; quando però queste società cominciano a diventare insolventi nei confronti dei loro clienti e a non adempiere alle obbligazioni di cui si erano fatte carico, nessuno più si fida a prestare loro denaro.

Risultato: le banche in questione restano insolventi e senza denaro liquido e sono quindi costrette a smobilitare gli assetti rischiosi, ovvero gli MBS.

Nonostante parecchi titoli rischiosi siano stati distribuiti un po' ovunque, una buona parte di questi è rimasta relativamente concentrata in un numero limitato di aziende, la qual cosa per molte di queste istituzioni è stata una scelta: quando questi prodotti rendevano profitti ben al di sopra del mercato ne hanno comprati moltissimi, addirittura indebitandosi per comprarli. Adesso perciò alcune di quelle società hanno enormi quantità di MBS in portafogli e non riescono a smobilizzarli poiché il loro valore di mercato è crollato non appena si è appurato che le ipoteche sulle quali si basavano erano insolventi. Devono quindi svalutare pesantemente questi titoli correndo a grandi passi verso il fallimento.

Proprio questo è ciò che accadde alla “Lehman Brothers”: il 15 settembre 2008 la società ha annunciato l'intenzione di avvalersi del cosiddetto “capitolo 11”, avviando così la procedura di fallimento e annunciando perdite per 3.9 miliardi di dollari.

Quello di “Lehman Brothers” fu il caso più eclatante poiché si arrivò al fallimento dell'azienda; gravi ripercussioni si fecero sentire comunque su tutte le banche d'investimento; la “Merrill Lynch” è stata acquistata dalla “Bank of America” salvandosi quindi dal fallimento, altre come “Morgan Stanley” e “Goldman Sachs” con l'approvazione della Federal Reserve, passano da banche d'investimento a banche “Holding Company”, cioè compagnie con significanti proprietà di una o più banche.

CAPITOLO 3

ANALISI DELLA CRISI

3.1 Analisi delle cause della crisi

Dopo aver documentato e spiegato ampiamente tutte le varie fasi della crisi, in questo capitolo passeremo prima all'analisi delle cause e poi all'esposizione di alcune considerazioni sullo scenario in questione.

E' evidente che data la complessità della situazione le cause che hanno portato a questo tracollo finanziario siano molteplici e quindi ci dilungheremo un po' sulla loro spiegazione.

3.1.1 Politica monetaria della Federal Reserve

Non c'è alcun dubbio che la principale causa scatenante del tutto sia stata la politica monetaria della banca centrale americana.

Infatti fu proprio la politica dei bassi tassi d'interesse sostenuta dalla Fed tra il 2001 ed il 2004 a causare questo immenso crollo. Questa politica monetaria assolutamente espansiva venne adottata dall'allora capo della Fed, Alan Greenspan, in risposta alla recessione del “post-11 settembre”, con l'obiettivo di stimolare la produzione del paese e rimettere in moto la crescita. Questa politica si basa sul mantenere i tassi di interesse molto bassi facendo sì che venga distribuita una grande quantità di moneta a prezzi molto ridotti in modo tale che tutti possano averne accesso. Si calcola infatti che tra il 2001 ed il 2004 il costo del denaro a breve termine preso a

prestito dalla Banca della Riserva Federale, FRB, abbia oscillato tra l'1% e il 3%, con lunghi periodi attorno, e perfino sotto, l'1%, di granlunga i livelli più bassi degli ultimi cinquanta anni; invece il denaro a lungo termine continuava a mantenere valori che si attestavano, e si attestano tuttora, tra il 5% e il 6%.

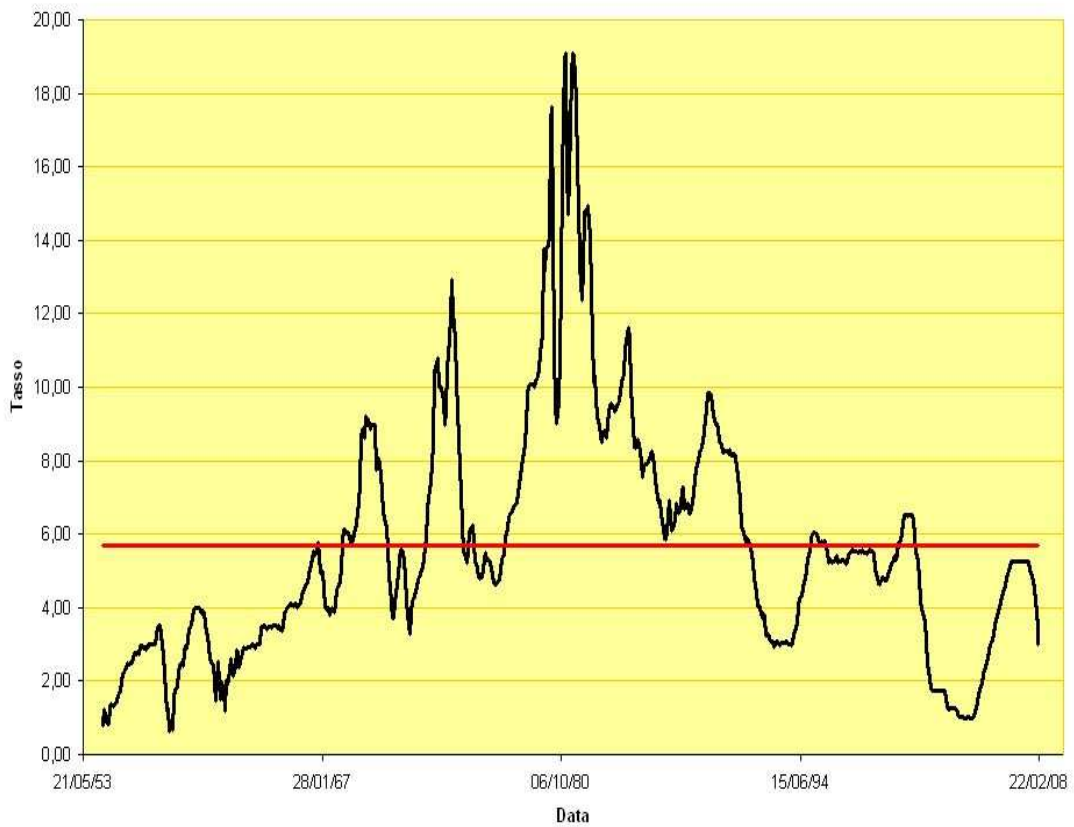
Questa politica fortemente espansiva si basava sulla convinzione che i tassi d'interesse sarebbero rimasti bassi per sempre, anzi addirittura avrebbero potuto arrivare allo 0% in futuro, facendo sì che la banca centrale distribuisca denaro quasi gratuitamente a scopo di incentivo alla crescita; chiara quindi l'impronta keynesiana della visione della banca centrale.

Una politica monetaria così condotta però porta ad alcuni problemi rilevanti: crea terreno fertile per comportamenti fortemente speculativi e soprattutto aumenta notevolmente l'offerta di denaro e quindi produce inflazione. Infatti i bassi profitti ottenuti dagli investimenti tradizionali spinsero gli investitori a prendere rischi maggiori per poter così ottenere migliori guadagni; gli intermediari finanziari a caccia di profitti elevati, estesero così il credito alle famiglie e alle aziende con limitate garanzie di restituzione; gli investitori più furbi ed esperti riallocarono i loro portafogli di attività finanziarie orientandoli verso investimenti più lucrativi ma più rischiosi. Da questi rosei scenari, che sembrano essere il pozzo di San Patrizio, vennero attratte decine di migliaia di persone.

Quando la Federal Reserve si accorse di ciò che aveva scatenato cominciò a fare marcia indietro dando una stretta all'espansività della sua politica monetaria. Dal 2004 infatti cominciò ad alzare i tassi d'interesse fino a riportarli al di sopra del 4%; si calcola infatti che dal giugno del 2004 la Fed abbia alzato i tassi ben dodici volte portandoli dall'1% al 4%. Non appena i tassi vennero alzati tutto il sistema crollò come un castello di carte.

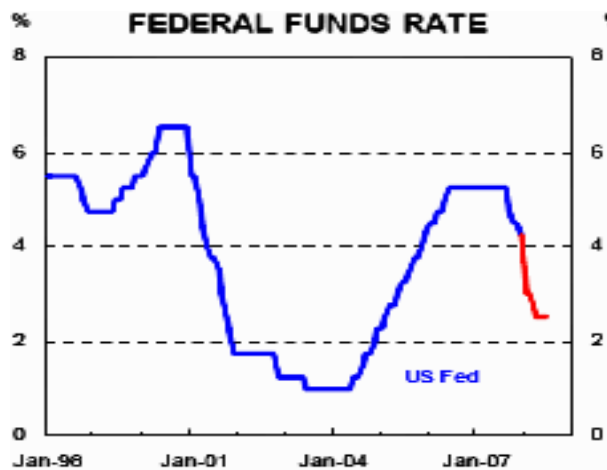
Da tutto ciò si evince come la politica portata avanti da Greenspan dopo il fatidico 11 settembre sia stata una sovra-reazione, ovvero una reazione molto più pesante di quanto fosse necessario.

Nella figura sottostante (figura 13) possiamo vedere i tassi d'interesse della Federal Reserve a partire dal 1958 ad oggi; la parte per noi interessante è ovviamente l'ultima dove possiamo notare i livelli dei tassi di interesse, prima tenuti bassissimi, e poi alzati bruscamente. Nella figura 14 apprezziamo in particolare gli ultimi anni.



Source: Federal Reserve Bank

FIGURA 13: Indice del tasso di interesse della Fed tra il 1958 e il 2008



Source: Federal Reserve Bank

FIGURA 14: Particolare dell'indice tasso interesse della Fed

3.1.2 Regolamentazione dei mercati finanziari

Un'altra causa fondamentale scatenante della situazione in corso, è la regolamentazione dei mercati finanziari; apparentemente quindi sembrerebbe che ci sia una mancanza della regolamentazione; in realtà capiamo che non mancano affatto delle regole nei mercati in questione, ma bensì che le regole che ci sono attualmente sono di cattiva qualità e talvolta rivolte a risolvere i problemi di ieri anziché guardare a quelli attuali.

C'è addirittura chi sostiene che i mercati finanziari sotto accusa siano fin troppo regolati, argomentando che questi ultimi anni hanno visto una continua regolamentazione, anche pesante, con la conseguente perdita di responsabilizzazione ed efficacia.¹¹ Il settore finanziario, in particolare, si è caratterizzato per la presenza di un coacervo di agenzie: l'Office of the Comptroller of the Currency, le autorità dei singoli Stati, la Federal Reserve stessa e la Federal Deposit Insurance Corporation, un'istituzione creata per garantire i depositi detenuti dalle banche commerciali. Inoltre le banche quotate erano soggette anche al "Sarbanes-Oxley" Act, trattato del 2002 nato in risposta ai precedenti scandali finanziari per proteggere gli investitori, e agli accordi di Basilea dove sono espresse le linee guida in materia di requisiti patrimoniali delle banche. Insomma, istituzioni e norme c'erano, ma non garantivano la necessaria trasparenza.

In aggiunta c'è da sottolineare l'importante fatto dell'influenza che le principali banche d'affari avevano su questi organi di vigilanza; infatti le banche d'investimento, ma anche le GSE come Fannie&Freddie, hanno usato nel passato i loro profitti per "catturare" i politici che avrebbero dovuto sorvegliarli e controllarli. Le agenzie governative non avevano le risorse, monetarie e umane, per far fronte allo sforzo di lobbying delle banche in questione, le quali potevano contare anche su un altro asso: la convinzione dei politici americani che rendere più facile l'acquisto di case per le famiglie avrebbe aumentato la loro popolarità tra gli elettori.

1 1 Tyler Cowen "Too few regulations?No, just an ineffective one"

3.1.3 Innovazioni finanziarie degli ultimi dieci anni

Altro fattore fondamentale della crisi dei mutui subprime in America è dato dall'insieme delle innovazioni finanziarie che questi ultimi dieci anni hanno prodotto, a partire dai mutui ipotecari ARM, alle cosiddette “assicurazioni” date dai derivati CDS ai titoli MBS. Stiamo parlando in particolar modo delle cartolarizzazioni, MBS, e della facilità con cui oggi si può rendere liquido un portafoglio di crediti immobilizzati, costituiti soprattutto da mutui e ipoteche. Infatti in breve tempo ed in maniera molto semplice questi crediti possono essere smistati e rivenduti prontamente agli investitori.

Queste innovazioni finanziarie portano con sé tuttavia sia vantaggi e svantaggi. I vantaggi sono che rendendo liquido un credito immobilizzato, o illiquido, si raggiungono importanti guadagni in termini di efficienza: gli investitori possono prendere posizioni di lungo termine e quindi guadagnare maggiori profitti; esse inoltre distribuiscono il rischio di insolvenza attraverso un più ampio gruppo di persone, riducendo così il livello di esposizione al rischio di ogni singolo agente. Ma le cartolarizzazioni portano con sé anche dei problemi; esse indeboliscono gli incentivi degli intermediari finanziari a monitorare il comportamento dei mutuatari; in altre parole, poiché un credito diventato rischioso può essere liquidato più facilmente, le banche hanno meno interesse nel monitorare attentamente i debitori. Ciò spalanca le porte del mercato del credito a mutuatari di bassa qualità.

3.1.4 Scarsa competenza finanziaria degli investitori

Altro ingrediente fondamentale causa della crisi è stata la scarsa competenza in ambito finanziario dimostrata dai investitori-consumatori. Questa scarsa competenza è data un'insieme di cattive informazioni, inesperienza nel campo finanziario e miopia degli investitori.

Essi infatti sono caduti in trappola attratti dalla prospettiva di ottenere un mutuo a costi mai visti prima, e poterlo pagare con rate diluite nell'arco di trent'anni; la

miopia dimostrata dagli investitori è stata incoraggiata e sfruttata dalle banche.

Ad esempio nel caso dei mutui ipotecari ARM, molta gente li ha acquistati senza la reale consapevolezza di quanto il reset dei pagamenti, o il possibile aumento del tasso di interesse, avrebbe modificato le rate del mutuo. Molti di questi mutui infatti, sono più complicati dello strumento tradizionale fisso a trent'anni. Tanta gente quindi, attratta dalla possibilità di comprare una casa, ha sottoscritto questi prestiti senza una reale percezione dei pericoli che potevano implicare, appartenendo quindi alla categoria dei cosiddetti “unlucky boys”, cioè i “ragazzi sfortunati” che hanno affermato “Scusate, non sapevamo quello che avevamo acquistato”.

Dando uno sguardo ai sondaggi sulla competenza finanziaria delle persone, scopriamo quanto sia bassa, non solo nei paesi finanziariamente arretrati, come sarebbe normale aspettarsi, ma anche negli Stati Uniti. Solo due Americani su tre hanno familiarità con i tassi di interesse, meno della metà sa come misurare gli effetti dell'inflazione sull'indebitamento. Ovviamente la competenza finanziaria scende nei ceti sociali più bassi, che però sono quelli dove riscontriamo una percentuale elevata di mutuatari subprime.

3.1.5 Società di rating

Se i titoli cartolarizzati hanno avuto grandissimo successo sul mercato, gran parte del merito è dovuto al livello di sicurezza con cui questi prodotti venivano venduti; titoli che portano un rating tripla A, AAA, vengono comprati con grande interesse poiché l'obbligazione che sta dietro di loro viene dichiarata, apparentemente ed in maniera non veritiera, molto sicura.

Chiaramente negli banco degli imputati finiscono le società di rating, e società come “Moody's”, “Standard & Poor's”, “Fitch Ratings” vengono messe pesantemente sotto accusa. Il fatto che viene maggiormente contestato è il conflitto di interessi che nasce perché molto spesso i soggetti che pubblicano i rating, nel contempo svolgono attività di banca e di investimenti; il rating viene quindi strumentalizzato dell'interesse della banca o dei clienti per attività speculative; sovrastimando il rating di un titolo, garantendolo quindi come molto sicuro, si stimola il mercato ad acquistarlo, creando

così una domanda artificiale che ne alza il prezzo.

Già dall'anno 2003 c'era chi in America richiedeva una revisione importante dei rating dei titoli; si auspicavano in particolar modo una modifica a ribasso del rating delle cartolarizzazioni MBS, ritenuto assolutamente troppo elevato per le effettive garanzie che questi titoli potevano fornire. Ovviamente queste persone avevano perfettamente ragione, ma il potere contrattuale delle grandi banche d'investimento fece sì che questa situazione continuò indisturbata fino al crollo del castello.

Tuttavia questo problema della scarsa affidabilità delle società di rating, è stato molto trattato anche in passato e viene quasi indicato come un problema insolubile; in realtà una soluzione apparentemente facile sarebbe quella di far svolgere l'attività di rating alle banche centrali, magari creando degli organi da loro diretti che facciano il rating delle istituzioni finanziarie e degli strumenti che queste emettono.

3.1.6 Problema manageriale

Una spiegazione importante al fatto che i bilanci delle banche contengano così tanti prodotti finanziari rischiosi, in particolar modo cartolarizzazioni MBS, è dato dal crollo degli incentivi nel sistema di controllo interno alle banche.

Un fattore chiave che contribuisce a questo crollo è che, nel breve termine, è particolarmente difficile, soprattutto nel caso di nuovi prodotti, dire quando un manager finanziario sta creando reali profitti maggiorati rispetto ad investimenti col medesimo coefficiente di rischio, o se i profitti in questione sono semplicemente il compenso ottenuto prendendosi rischi maggiori.

Le performance dei CEO¹², così chiamati gli amministratori delegati negli Stati Uniti, sono valutate in parte sui profitti da loro creati in rapporto ai loro colleghi. Poiché è normale che alcune banche possano generare legittimamente ritorni più elevati di altre, ciò finisce col mettere pressione sulle altre banche ad offrire di più. I CEO delle banche “inseguatrici” quindi si spingono a prendere rischi maggiori in modo da spingere al rialzo le varie misure osservabili di performance.

1 2 “Chief Executive Officer” sono il corrispondente degli AD, amministratori delegati, vertice del management aziendale

Infatti anche se i manager sanno benissimo che questo tipo di strategia non crea valore effettivo, il desiderio di gonfiare i profitti, e così facendo anche le loro reputazioni, rende queste strategie, fortemente rischiose, opzioni molto attrattive per loro.

Interessante notare un curioso aneddoto sulla pressione cui è sottoposto il top management; il CEO della “Citigroup” Chuck Prince, descrivendo perché la sua banca preferiva continuare a finanziare le acquisizioni invece di cavalcare il rischio, disse: “Quando la musica si fermerà, in termini di liquidità, le cose saranno complicate. Ma finché la musica suona, dobbiamo alzarci in piedi e ballare. Adesso stiamo ancora ballando.”

Sono i metodi di retribuzione per performance che creano incentivi a sfruttare le inefficienze interne al sistema. Gli operatori hanno incentivi a prendere forti rischi, non riconosciuti dal sistema, così da ottenere profitti che sembrano creati dalle loro grandi capacità manageriali, anche se magari sono invece solamente il guadagno di un mercato rischioso.

Tuttavia il problema è che questi manager potrebbero essere incapaci di controllare pienamente i rischi che si prendono, poiché tali rischi, essendo rari di natura, sono difficili da quantificare con precisione prima che accadano. E così, cercando di gonfiare il più possibile i profitti delle loro attività per apparire, agli occhi della proprietà, grandi manager, finiscono con l'espone la banca al punto di massimo rischio per essa.

3.2 Considerazioni sulla crisi

Dopo aver quindi elencato e approfondito tutte le cause della crisi oggetto del nostro documento, passiamo alla considerazione di alcuni aspetti molto interessanti della crisi americana.

3.2.1 Cronologia della crisi

Già durante la grandissima diffusione dei mutui ipotecari subprime, c'era chi riteneva questi molto rischiosi e di conseguenza non certo affidabili le cartolarizzazioni costruite su questi, e cercava disperatamente di mettere il mercato al riparo da questi rischi. Ovviamente gli alti profitti promessi e la possibilità di ottenere una casa pagandola ratealmente a prezzi ridotti scoraggiarono queste avvisaglie.

Molta di questa gente successivamente si lamentò di essere stata truffata, senza sapere minimamente il rischio che stava dietro il sistema enunciato in precedenza e senza che nessuno li informasse dei rischi potenziali. In realtà possiamo ben notare che le voci erano già ben diffuse: ecco qui due dei numerosissimi esempi possibili. La cosa importante da notare sono le date e soprattutto le fonti di provenienza di questi “rumors”: infatti le date in questione sono addirittura del 12 luglio 2004 e del 6 dicembre 2005; mentre per quanto riguarda le fonti, non sono nient'altro che “Usatoday” e “Bloomberg”, non certamente oscuri documenti riservati a lettori di nicchia, ma rispettivamente il quotidiano a maggior diffusione di tutto il paese e l'agenzia di informazioni finanziarie più prestigiosa degli States.

Per quanto riguarda i tassi di interesse la Fed li abbassa nel settembre 2001 e ricomincia ad alzarli il 30 giugno del 2004 facendoli andare dall'1% di quella data al 5.25% di due anni dopo 29 giugno 2006; dopodiché cominceranno nuovamente a calare. Agganciati a questi dal 2004 cominciano a salire gli indici di riferimento per i mutui ARM: LIBOR, COFI e CMT iniziano la loro salita.

La crisi vera e propria scoppia tra il 2005 ed il 2006, anni nei quali cominciano ad aumentare vistosamente i tassi di insolvenza dei mutui e dei pignoramenti delle case.

Nello stesso biennio inizia il calo del prezzo delle abitazioni, calo che tuttora affligge il paese.

Il settore finanziario cominciò a sentire le conseguenze della crisi nel febbraio 2007 quando la “HSBC”, una banca di Hong-Kong con sede in Inghilterra, rese noto il giorno 8, di dover provvedere a massicci accantonamenti, pari a 10.5 miliardi di dollari, per coprire le perdite nel proprio portafogli di ipoteche subprime USA. Nella stessa giornata la californiana “New Century Financial Corp”, svelò i problemi legati al medesimo settore di attività. Queste furono le prime avvisaglie del terremoto che stava per scatenarsi.

Nel luglio del 2007 “Bear Stearns”, un'altra banca d'investimento, dichiara falliti due dei suoi “hedge funds”¹³. Mentre tuttociò accadeva l'allora numero uno della banca trascorreva il suo tempo tra partite di poker e di golf.

I suoi effetti più pesanti si fanno però registrare nell'agosto 2007 quando si comincia a temere che le insolvenze dei mutuatari portino ad un vero e proprio crollo dell'industria dei mutui subprime, con tutte le conseguenze che questo vortice scatenerebbe. In quei giorni infatti le preoccupazioni per questo possibile fallimento trascinano gli indici di borsa di Wall Street “Nasdaq” e “Dow Jones” pesantemente verso il basso, con serie ripercussioni sui listini di tutto il mondo.

Il governo degli States comincia quindi ad agire abbassando attraverso la Fed i tassi di interesse e facendo operazioni di mercato aperto con le quali concedeva prestiti alle banche in grossa difficoltà.

Si conta che nel solo 2007 quasi cento compagnie di ipoteche si videro costrette ad accantonare cifre per coprire le perdite, sospendere le operazioni e cercare possibili acquirenti.

Ma il meccanismo che ormai si è azionato è troppo grande per essere arrestato da questi tentativi: il crollo avviene tra il settembre e l'ottobre del 2008, quando le perdite delle società in questione diventano assolutamente insostenibili; molte società sono costrette al fallimento.

1 3 Fondi speculativi con l'obiettivo di raggiungere alti profitti con coefficienti di rischio adeguati.

Assistiamo così alla scomparsa delle banche d'affari più note:

- il 15 settembre 2008 fallisce “Lehman Brothers” invocando il “capitolo 11”
- il 22 di settembre “Goldman Sachs” e “Morgan Stanley” diventano banche normali
- già nel marzo del 2008 “Bear Stearns” viene acquisita dalla “J P Morgan Chase” per 1.2 miliardi di dollari
- nel settembre 2008 in “Fannie Mae” e “Freddie Mac” , che detengono MBS e debiti per 5 mila miliardi di dollari, vengono salvate dal governo e assoggettate al Dipartimento del Tesoro
- sempre a settembre “Merrill Lynch” viene acquistata dalla “Bank of America” per 50 milioni di dollari

Nel grafico (figura 15) della figura nella pagina seguente notiamo la differenza tra le perdite divulgate dalle principali organizzazioni finanziarie e le quantità di nuovi capitali raccolti dal primo trimestre del 2007 al secondo trimestre del 2008. Nella figura in nero sono indicate le differenze, gap, tra perdite e raccolte; possiamo notare come il gap sia molto pronunciato nel quarto trimestre del 2007 e nel primo trimestre del 2008; in questi periodi i capitali raccolti sono solo una frazione delle perdite totali. Per esempio nel primo trimestre del 2008 le perdite raggiunsero i 394.7 miliardi di dollari, mentre i capitali raccolti arrivavano a 149.1 miliardi di dollari, lasciando un gap tra i due di 245.6 miliardi di dollari. La situazione migliorò nel secondo quarto del 2008 quando le perdite riportate cominciarono a calare a fronte di una raccolta capitali più veloce.

Anche legalmente questa situazione fu molto pesante; tra il 2007 e il 2008 vennero incrementati del 50% gli agenti FBI assegnati ai crimini connessi alle ipoteche; tra l'1 marzo del 2008 ed il 18 di giugno dello stesso anno, vennero arrestate 406 persone per frode ipotecaria, tra i quali vi erano venditori, compratori e soggetti del circuito incriminato. Il 19 di giugno del 2008 vennero arrestati dall'FBI i due principali manager di “Bear Stearns” e furono i primi arresti a Wall Street per le accuse sui prestiti subprime. Le società “Lehman Brothers”, “Fannie Mae ” e “Freddie Mac” sono tuttora indagate per frode.

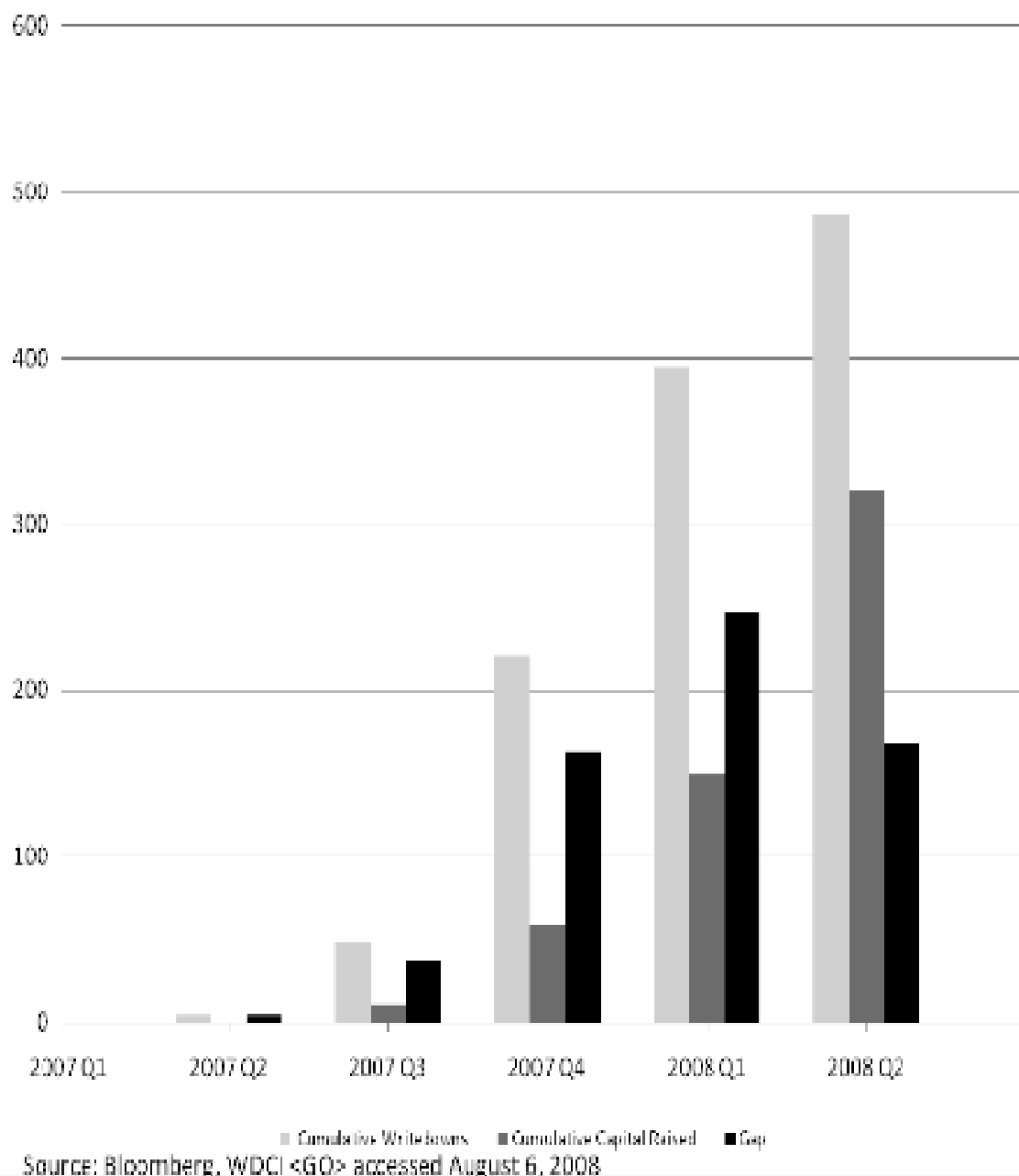


FIGURA 15: Differenza tra perdite comunicate e capitali raccolti

3.2.2 Questione della regolamentazione

Avevamo già affrontato il problema della regolamentazione dei mercati finanziari quando stavamo esaminando le cause della crisi in corso, ed avevamo detto che la regolamentazione è stata sicuramente una delle cause fondamentali nell'evoluzione della situazione. Abbiamo inoltre già accennato come la regolamentazione tuttora in utilizzo non sia insufficiente, ma piuttosto di cattiva qualità ed obsoleta.

In questo paragrafo analizzeremo più approfonditamente la tematica in questione cominciando dalla descrizione della visione tradizionale della regolamentazione dei capitali nei mercati, cercando poi di evidenziare i problemi che essa contiene.

Un primo aspetto della visione classica è quello legato agli incentivi, infatti se si aumenta l'esposizione dei detentori di interessi nella banca, questo può costituire un incentivo a monitorare il management, e ad assicurarsi che la banca non prenda rischi eccessivi o non commetta azioni che vadano ad intaccare il valore degli investimenti. Anche il fatto di incentivare i manager può però non essere una soluzione ottimale: in primo luogo in uno scenario con rapide innovazioni e poca, se non nulla, memoria storica, anche le persone meglio intenzionate potrebbero commettere degli errori; secondo, se abbiamo spiegato prima le valutazioni dal management per performance creano comportamenti opportunistici tra gli stessi.

Un altro importante aspetto della regolamentazione tradizionale è quello relativo ai modelli utilizzati per la previsione del rischio. Infatti la quantità di capitale che una banca deve detenere contro le varie esposizioni ai rischi, è basata in parte sulla probabilità stimata di default; la quale viene calcolata con i modelli utilizzati all'interno della banca. Tali modelli talvolta sono uniti a quelli delle agenzie di rating; ciò può portare ad una distorsione nella visione della regolamentazione dei capitali basata sul rischio: infatti questa tipologia di regolamentazione assegna alle banche una determinata quantità di capitale, la quale però può essere da loro utilizzata come budget di rischio che esse possono spendere liberamente in strumenti finanziari.

Chiaramente un sistema così basato può lavorare bene solo se i modelli usati

dalle banche producono una stima accurata e non facilmente manipolabile, dei rischi potenziali. Maggiori rischi possono comunque nascere quando vengono sperimentati nuovi modelli di stima del rischio, per i quali non sono naturalmente disponibili dati storici sulla loro efficienza.

Una limitazione che la regolamentazione tradizionale impone è quella di forzare le banche in difficoltà a chiedere l'autorizzazione al mercato continuare ad operare liberamente; in altre parole se una banca si trova in una posizione di difficoltà, e non riesce a convincere il mercato dei capitali a contribuire ad un suo finanziamento, questo impellente bisogno di capitali la costringerà a ridurre notevolmente il suo raggio d'azione. Quindi il fabbisogno di capitali può essere visto come l'imposizione di una determinata disciplina di mercato alle banche.

Forse però il problema più grande della visione tradizionale è quello di porre troppa enfasi sull'evitare il default delle banche in difficoltà e di trascurare così le esternalità che l'eventuale fallimento causerebbe. Prendiamo ad esempio un'istituzione finanziaria la quale si trova a fronteggiare grosse perdite; per cercare di rientrare in positivo comincerà a liquidare una parte sostanziale delle sue attività in portafogli. Da una parte questo processo di liquidazione può essere visto come una sorta di rapida azione correttiva dai sostenitori della visione tradizionale della regolamentazione.

Sfortunatamente questo processo di liquidazione degli assetti genera anche una spirale di conseguenze negative per il mercato: non solo causerà una riduzione del credito ai clienti della banca in difficoltà, ma ci sarà anche un effetto di svendita; questo processo di svendita, chiamato “firesale”, a sua volta comporterà un deprezzamento del valore delle medesime attività detenute da altre istituzioni finanziarie, forzando quindi anche loro a comportamenti simili di vendita. Concludendo perciò vediamo come questo sistema basato sulla liquidazione delle attività in portafogli, risparmierà le singole istituzioni dal default, ma creerà esternalità negative per l'intero sistema.

Bisogna quindi cercare di proporre un nuovo sistema di regolamentazione che tenga conto dei problemi attuali del sistema finanziario; l'errore principale che non va commesso nel creare una nuova forma di regolamentazione è quello di concentrarsi solo sui soggetti della crisi odierna: è scontato che la prossima crisi non colpirà i mutui subprime, ma andrà invece a colpire le nuove attività finanziarie che verranno create. Il messaggio fondamentale da trasmettere è quindi quello di non combattere solo l'ultima

guerra, correndo così il rischio di stilare una nuova regolamentazione che, nata per combattere la crisi attuale, finisca magari per gettare le basi di una crisi futura.

Un possibile miglioramento può essere apportato dal forzare le banche ad un fabbisogno di capitale ex-ante più elevato, così che, se una banca parte da un livello di capitale più elevato, troverà più facile ricapitalizzarsi in un momento di shock, attuando così meno liquidazione e più ricapitalizzazione, che è una buona cosa. Questa possibile innovazione non permette tuttavia di eliminare del tutto le esternalità negative della svendita e contrazione del credito.

Ancora migliore è il fabbisogno di capitale variabile, ovvero che cambia a seconda delle situazioni, passando da più elevato a meno elevato a seconda dello stato in cui si trova l'istituzione, ad esempio dal 10% in tempi normali, al 7% in stati di crisi; esso infatti permette di mitigare le svendite e la contrazione del credito in stati di difficoltà perché, se la banca si trova a fronteggiare un minor fabbisogno di capitali in tempi critici, ci sarà meno pressione su di essa affinché riduca le sue attività. Allo stesso tempo però questo approccio comporta per le banche dei costi fissi maggiori; se per esempio consideriamo che una crisi possa avvenire una volta ogni dieci anni, nei restanti nove anni, un approccio di questo tipo sarebbe assolutamente identico ad un regime di forte fabbisogno di capitale, con i conseguenti alti costi fissi che ne derivano.

Per chiudere il discorso sulla regolamentazione, dobbiamo ammettere che è molto difficile, probabilmente impossibile, disegnare un approccio che riduca a zero la probabilità di crisi finanziarie senza imporre forti costi fissi al processo di intermediazione in tempi normali. Un ottimo sistema dovrà quindi cercare di abbinare una probabilità non nulla che accadano crisi, con la riduzione dei costi.

3.2.3 Paragone con la Grande Depressione

In questi tempi si sente molto parlare di confronti tra la crisi attualmente in corso e la crisi per eccellenza, ovvero la Grande Depressione che colpì il mondo intero a partire dal 1929 e si protrasse fino al 1932, anno in cui si videro i primi segni di ripresa.

Da una parte troviamo alcuni economisti e giornalisti che prevedono una nuova apocalisse finanziaria per i mercati mondiali, sicuri del fatto che ricadremo sicuramente

in una nuova Grande Depressione; dall'altro lato troviamo i politici, i manager e tutta la classe dirigenziale impegnata a gettare acqua sul fuoco delle polemiche e a tranquillizzare la gente con dichiarazioni di circostanza che sanno molto di falso.

Tuttavia è giusto precisare come in *media stat virtus*, ovvero la virtù, in questo caso la verità, si trovi in posizione intermedia tra gli allarmi degli economisti e le dichiarazioni dei dirigenti; poiché è vero che la crisi attuale presenta delle rassomiglianze con la Grande Depressione del '29, è vero che ci sono stati dei fallimenti bancari proprio come nel '29, però è vero anche che non ci sono assolutamente le basi per un ripetersi di tale catastrofe.

Fortunatamente l'attuale presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, subentrato ad Alan Greenspan nel febbraio 2006, ha studiato in maniera dettagliata le conseguenze economiche causate dalla crisi del '29, pubblicando anche un saggio a riguardo¹⁴. In accordo con la letteratura accademica possiamo affermare che la Grande Depressione fu causata principalmente da un collasso della produzione e dei consumi, amplificato da una drastica riduzione nei rifornimenti di credito alle banche. Responsabile principale di questa fortissima contrazione del credito fu la banca centrale americana, che fece esattamente la cosa più sbagliata, ovvero fallì nell'assicurare la necessaria liquidità al sistema bancario permettendo così la contrazione delle riserve di denaro e paralizzando quindi l'intera economia.

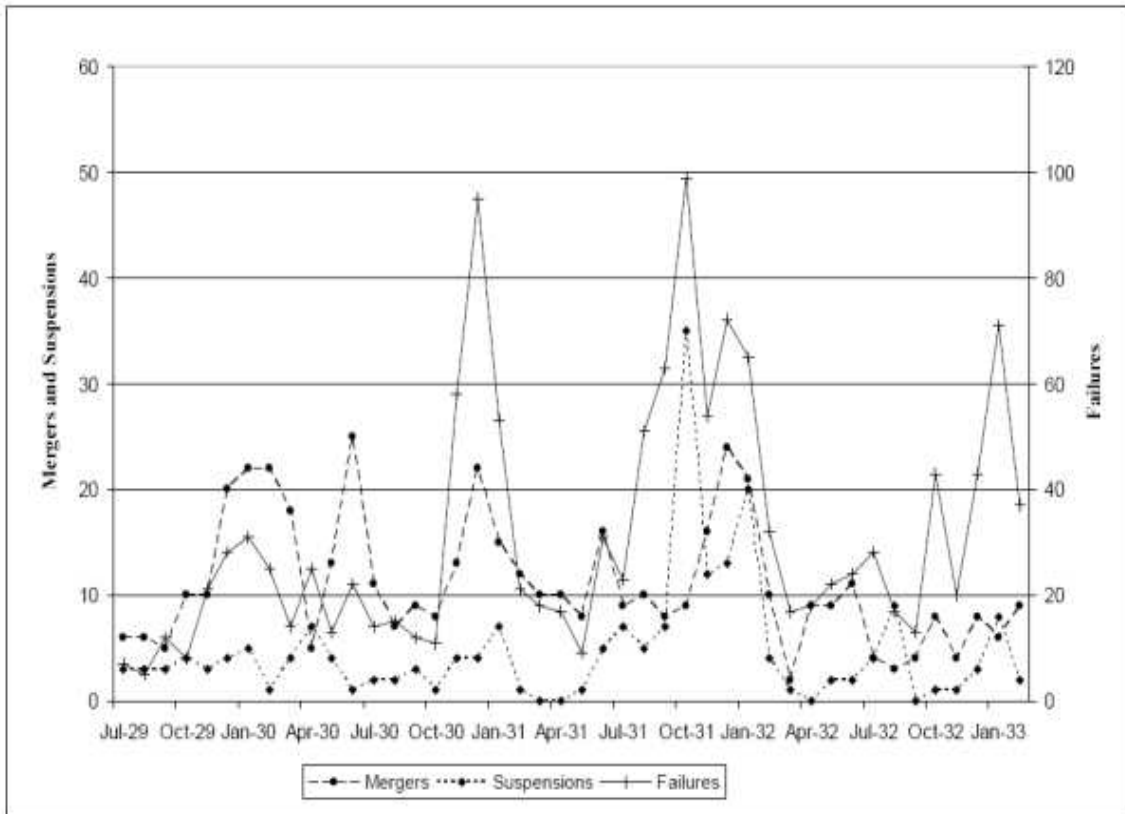
Oggi invece possiamo vedere l'esatto contrario; la causa scatenante di tutto è stata una enorme concessione di liquidità a prezzi bassissimi con l'obiettivo di stimolare la crescita e la produzione del paese.

Un'altra considerazione che va fatta è quella relativa al fallimento delle banche; durante la Grande Depressione il sistema bancario non fallì tutto all'inizio della crisi, ma ci fu un continuo fallimento delle banche diluito nell'arco di tre anni. Questo avvenne perché non furono apportati i correttivi adeguati a fronteggiare quella crisi; la stessa cosa potrebbe però accadere anche nel nostro caso se non vengono introdotte al più presto misure correttive.

Il grafico della figura (figura 16) nella pagina accanto, preso dalle pubblicazioni della “Federal Reserve Board” ci mostra come il fallimento delle banche

1 4 “Nonmonetary effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression” Ben Bernanke 1983

nel corso della crisi del '29, fu un processo che si protrasse per più anni; la figura ci mostra i fallimenti, le sospensioni e le fusioni delle banche dell'epoca tra il '29 ed il '32.



Source: Federal Reserve Board

FIGURA 16: Rappresentazione dei fallimenti, fusioni e sospensioni bancarie

3.2.4 Confronto tra mercato prime e subprime

In questo paragrafo ci occuperemo di identificare le differenze sostanziali che si possono riscontrare tra il mercato dei mutui cosiddetti prime e quelli subprime, includendo le differenze nell'evoluzione degli standard di prestito.

Consideriamo le differenze tra i due mercati attraverso l'utilizzo di svariati indicatori che rendano bene l'idea delle diversità che contraddistinguono i due mercati dei mutui.

Entrambi i mercati sono influenzati dalla variazione, in questo caso verso l'alto, del numero delle richieste di prestito; il mercato subprime vede con l'aumentare delle richieste un declino degli standard di prestito, contrariamente a quello prime che con l'aumentare delle richieste, vede un irrigidimento degli standard. Queste relazioni sono dovute in parte al ruolo giocato dall'informazione riguardante coloro che richiedevano i mutui: nel mercato prime le informazioni che davano un deterioramento della qualità dei richiedenti, fanno sì che gli standard di prestito vengano ristretti; al contrario di quanto succede nel mercato subprime dove questo tipo di informazioni non vengono tenute in considerazione. Tuttavia il calo degli standard può essere notato in entrambi i mercati. Nel mercato subprime inoltre, il declino lo colleghiamo direttamente con l'interazione tra il comportamento speculativo dei prestatori, e l'asimmetria delle informazioni che questi davano alla clientela.

Per quanto concerne i tassi di rifiuto sui mutui notiamo che aumentano solo nel mercato prime: infatti li vediamo calare fino alla fine del 2003, per poi riprendere a salire dal 2004 in avanti. Successivamente dopo i ritocchi verso l'alto della Federal Reserve ai tassi di interesse, possiamo notare che solo i tassi di rifiuto del mercato prime seguono l'andamento dei tassi di interesse, salendo cioè bruscamente nel 2005; non succede invece nel mercato subprime dove il tasso di rifiuto del 2005 resta indicativamente uguale a quello dell'anno precedente. Ciò ci dice come la politica monetaria della Fed, attuata per ridurre l'emissione di prestiti, abbia avuto riscontri immediati solo nel mercato dei mutui prime, e non invece in quello subprime, vero obiettivo della politica restrittiva attuata.

Un altro motivo che spinse a ribasso gli standard di prestito nel mercato dei mutui subprime è stato l'ingresso in questo mercato di nuovi operatori. Infatti appena l'industria dei mutui subprime cominciò ad espandersi notevolmente e a produrre profitti importanti, vennero attirati verso questo mercato nuovi concorrenti, incluse istituzioni finanziarie che prima non si occupavano di questi prodotti. I nuovi concorrenti per cercare di attirare a sé la clientela offrirono mutui a prezzi ridotti, ottenuti tagliando gli standard di prestito; ciò obbligò i prestatori originari e i piccoli prestatori locali a

tagliare a loro volta gli standard per poter restare competitivi agli occhi dei clienti. Ancora una volta i tassi di rifiuto dei mutui ci aiutano a capire l'influenza portata dai nuovi entranti nel segmento; infatti vediamo come i tassi di rifiuto dei prestatori che già si trovavano nel luogo scendano verso il basso, così come quelli dei nuovi entranti.

Ancora, i tassi di rifiuto ci vengono utili per vedere la relazione con la crescita dei prezzi delle case. Notiamo come i tassi di rifiuto sia nel mercato prime, che in quello subprime, siano affetti negativamente dall'aumento del prezzo delle abitazioni; in altre parole il cambiamento dei prezzi delle case colpisce gli standard di prestito di entrambi i mercati, facendo calare i tassi di rifiuto di questi. Questo effetto si nota con maggior frequenza nelle zone più colpite dall'aumento del costo delle abitazioni.

Diamo ulteriori dati sulle differenze tra i mercati prime e subprime; troviamo che le richieste di mutui siano negate con maggior frequenza a persone con redditi medio-bassi nel mercato prime, piuttosto che in quello subprime; le richieste di prestito sono negate più agli uomini nel mercato subprime, mentre sono negate con più frequenza alle donne in quello prime; le richieste dei discendenti di individui afro-americani sono rifiutate, con percentuale maggiore, in entrambi i mercati, rispetto a quelle fatte da discendenti di bianchi o Ispanici; le domande degli individui bianchi sono meno rifiutate nel mercato prime; infine le richieste di prestito per rifinanziarne un altro sono spesso rifiutate.

Concludendo il discorso possiamo dire che, gli effetti che abbiamo identificato per il mercato subprime sono molto più deboli o addirittura assenti nel mercato dei mutui prime, con la conseguenza che gli standard di prestito si sono indeboliti maggiormente nel mercato subprime.

3.2.5 Perché si parla di bolla?

Sentiamo spesso parlare a proposito di questa crisi di bolla, in modo particolare di bolla immobiliare. In questo paragrafo vedremo perché queste voci risultano assolutamente fondate e veritiere.

Innanzitutto definiamo la parola bolla: con questo termine viene indicata una particolare fase di qualsiasi mercato in cui si verifichi un aumento considerevole ed

ingiustificato dei prezzi, dovuto ad una repentina crescita della domanda di quel bene. Quindi abbiamo una bolla immobiliare quando si verifica un rapido aumento dei prezzi degli immobili, che raggiungono livelli insostenibili in rapporto ai redditi medi; riconoscere una bolla immobiliare è abbastanza complicato, se non retrospettivamente, ovvero dopo il suo sgonfiamento; questo perché la bolla immobiliare è un processo molto più lento di una bolla azionaria, ad esempio.

Nella nostra storia possiamo parlare di bolla immobiliare indicando il periodo compreso tra il 2001 e la metà del 2006, dove si è visto un incremento vertiginoso dei prezzi delle case, con picchi che hanno raggiunto il 60%-80% rispetto agli anni precedenti.

Parliamo inoltre di bolla inflazionistica locale poiché il denaro che la Federal Reserve Bank ha prestato tra il 2001 ed il 2004 con un tasso di interesse bassissimo, per le modalità tecniche con cui lo ha concesso e per la particolare disponibilità di nuovi strumenti finanziari, ha finito col confluire interamente nel settore finanziario-immobiliare e lì ci è rimasto. In altre parole in denaro prestato dalla Fed con lo scopo di incentivare la crescita, è finito nelle mani di pochi, il settore incriminato, e questi se lo sono tenuti e l'hanno usato a loro vantaggio. In un certo senso è come se questo denaro avesse circolato all'interno di un sistema chiuso di tubature: dalla Fed alle banche, da queste agli emittenti dei mutui, poi girato agli acquirenti delle case, che lo versavano ai venditori di case, da questi andava agli emittenti di mutui per ripagare il prestito, tornava alla banca che lo dava a sua volta ai nuovi emittenti di mutui. L'alto grado di liquidità dei mutui ipotecari, raccolto grazie a strumenti tipo MBS e simili, aiutava a sostenere tale sistema chiuso, anzi ne aumentava la potenza.

L'effetto di una straordinaria iniezione di moneta in un mercato la cui quantità di beni a disposizione non cresce proporzionalmente, causa l'impennarsi della domanda di quel bene, con conseguente aumento verticale dei prezzi; conseguenza: i prezzi delle case sono esplosi.

Però, perché non vi è stata inflazione generalizzata in tutti i mercati?

La risposta è semplice: tale denaro è stato iniettato “regalandolo” alle banche; queste a loro volta, lo hanno investito quasi solamente in ipoteche; i redditi nominali, così come altri prezzi nominali, nel resto dell'economia non sono aumentati che di poco, e poiché le rate dei mutui si pagano con i redditi nominali delle gente che li ha accesi,

ecco che la bolla inflazionistica è esplosa.

Insomma non vi è stata inflazione aggregata, cioè su tutto il mercato, ma bensì un'inflazione localizzata nel mercato immobiliare; un'inflazione localizzata tra l'altro, non è nient'altro che una bolla.

3.2.6 Confronto con la crisi immobiliare in Spagna

Una situazione assolutamente simile a quella degli Stati Uniti è successa in Spagna ed in questo paragrafo ci occuperemo del confronto tra le crisi occorse nei due Stati.

La Spagna ha infatti conosciuto un gigantesco boom immobiliare, di fatto in proporzione, molto più grande di quello degli Stati Uniti; questo incredibile boom si è protratto del 1997 al 2006, anno in cui il mercato ha cominciato a rallentare, per poi crollare nel biennio 2007-2008. I prezzi cresciuti in maniera esorbitante negli anni precedenti hanno subito negli ultimi due anni fortissimi deprezzamenti; si parla di una crisi senza precedenti: moltissimi costruttori hanno dovuto bloccare i lavori di costruzione per il timore di non riuscire posteriormente a vendere gli immobili; la zona più colpita da questa crisi è la Costa Blanca, dove per la scomparsa degli acquirenti stranieri, il settore immobiliare è assolutamente immobile e si registrano offerte incredibili come due case al prezzo di una.

La società immobiliare più grande di Spagna, la “Martinsa-Fadesa”, ha annunciato nel luglio del 2008, la sospensione volontaria dei pagamenti ai creditori per poter assicurare la continuità aziendale, dopo i tentativi infruttuosi di ottenere un finanziamento da 150 milioni di euro necessario a ripagare parte del debito. La società, che conta debiti per 5.2 miliardi di euro, ha però specificato di poter contare su un patrimonio immobiliare pari a 10.8 miliardi di euro, che le permetterebbero di affrontare a medio termine tutti gli obblighi finanziari. La crisi ha colpito allo stesso modo altre grandi società immobiliari e le principali società di costruzione iberiche, causando per queste grosse perdite.

Dalla parte del settore immobiliare quindi, la situazione spagnola ricalca perfettamente quella degli Stati Uniti; la differenza fondamentale risiede, come vedremo

a breve, nel sistema finanziario costruito, come in America, sopra i mutui ipotecari concessi per l'acquisto delle case.

In Spagna i tassi di insolvenza dei mutui sono triplicati nel giro di un anno e mezzo in seguito all'aumento dei tassi di interesse voluti dalla banca centrale spagnola.

Diversamente però da quanto accaduto in America la maggior parte delle ipoteche in Spagna, sono detenute dalle banche che le hanno emesse; inoltre nella penisola iberica queste ipoteche non sono state né cartolarizzate e successivamente “assicurate” attraverso derivati, né tantomeno sono stati incassati come profitti nominali su questi derivati, sottoforma di dividendi e giganteschi bonus, i soldi che avrebbero dovuto restare all'interno della banca per ripagare eventuali insolvenze dei debitori.

L'esatto contrario è accaduto negli Stati Uniti, dove le ipoteche sono state vendute, cartolarizzate, assicurate e su queste sono stati presi profitti; l'insieme delle azioni descritte sopra ha fatto sì che invece, il sistema finanziario spagnolo non fallisse come quello americano causando il vortice di conseguenze che abbiamo ampiamente enunciato sopra.

3.2.7 Problemi legati al crollo del sistema finanziario

Molte banche, così come molti investitori o mutuatari, hanno fatto scelte sbagliate negli investimenti, valutandoli male o prendendosi rischi molto grossi; ma mentre per i mutuatari o per gli investitori nessuno farà nulla, per il sistema bancario si rende assolutamente necessario in intervento importante.

Cos'ha quindi di speciale il sistema bancario? Il problema delle banche è la possibilità di fallimenti a catena che il default di banche in difficoltà provocherebbe, trascinando anche le banche in buone condizioni in questo vortice di grosse perdite; la conseguenza principale sarebbe quella di lasciare tutti senza la possibilità di prendere a prestito denaro: investitori, acquirenti di case, industrie, e tutti coloro interessati a prendere a prestito del denaro, sarebbero quindi impossibilitati a farlo. Uno scenario surreale potrebbe portare addirittura alla perdita di tutti i depositi bancari effettuati dai clienti.

Per illustrare meglio la situazione ci serviamo di un esempio chiarificatore;

supponiamo che un banca abbia preso a prestito del denaro da un altro intermediario finanziario e lo abbia successivamente prestato ad un cliente; questo cliente ha investito malamente questa somma di denaro e l'ha persa tutta, quindi, dichiarando bancarotta, si dichiara insolvente nei confronti della banca. Supponiamo di ripetere molte volte questo passaggio.

A questo punto la banca si trova in difficoltà al momento di restituire il denaro all'intermediario; una prima possibilità è quella che la banca dichiararsi a sua volta bancarotta e non restituisca il denaro ai creditori. E' così si innesca la spirale della bancarotta dove il fallimento di un'azienda provoca il default di altre aziende.

Tuttavia la banca in difficoltà possiede degli MBS; dietro queste cartolarizzazioni, ci possono essere sia buone ipoteche, che rappresentano soldi prestati a persone che restituiranno il denaro, e sia cattive ipoteche di persone che non renderanno il denaro preso a prestito. La situazione attuale della banca è di mancanza di liquidità, ovvero che possiede titoli sufficienti a ripagare i debiti, ma non può raccogliere immediatamente i fondi per pagare i suoi debiti.

La banca cerca quindi degli acquirenti per i suoi titoli; i potenziali compratori sanno che i suoi titoli possono essere buoni o cattivi, ma, senza tempo, mezzi, e soldi, essi non possono determinare facilmente la bontà di questi titoli. Non potendo quindi determinare la bontà di questi titoli, l'acquirente offre di comprarli, ad un prezzo medio tra i buoni e cattivi, se va bene, o addirittura a quello dei titoli cattivi se va male. Ciò per la banca significa vendere in forte perdita con il rischio, quindi, che i capitali raccolti dalla vendita non siano sufficienti a salvarla dalla bancarotta, e con la conseguenza che tutti i titoli cattivi inondino il mercato.

Tutto ciò non sarebbe necessario se la banca in questione trovasse un prestito di denaro che le permetta di ripagare i debiti senza dover smobilizzare tutti i suoi titoli.

Fondamentale in questo caso è il concetto di liquidità e ancor più quello di “mancanza di fiducia”; senza liquidità le banche non concedono prestiti, e quindi non c'è denaro per investire, senza investimenti le aziende non solo non crescono, ma riducono la produzione, aprendo quindi la via dei licenziamenti; una crisi sociale ed occupazionale genera riduzione dei consumi, imboccando decisamente la strada della recessione.

Per quanto riguarda la “sfiducia”, gli esperti la chiamano “variazione della percezione o valutazione del rischio”, e nella nostra storia appare perché le banche non sanno bene cosa fare, non sanno chi sia solvente e chi non lo sia, non sanno cosa ci sia dietro ad un titolo e cosa non ci sia, e quindi finiscono col non prestare credito a nessuno. Addirittura il mercato finanziario è talmente bloccato che anche tra banche non si prestano fondi, rendendo quindi molto più rischiosa l'attività di credito; la mancanza di trasparenza finirà infatti col bloccare il mercato monetario e finanziario attraverso la sfiducia che regna tra le banche; non appena queste torneranno a scambiarsi i fondi, si riavvierà il mercato.

CONCLUSIONI

Tirando le somme finali del nostro lavoro, possiamo concludere che la crisi legata ai mutui subprime americani, sia stato un processo evolutivo molto complesso e diluito nel corso di più anni.

La politica della Federal Reserve, inizialmente pensata ed attuata per incentivare e sviluppare la crescita economica del paese nel post-11 settembre, ha finito invece col creare una spirale vorticoso di comportamenti fortemente speculativi a vari livelli: dalle concessioni dei mutui ipotecari subprime, alla spezzettatura delle ipoteche, dalla cartolarizzazione dei titoli, alla piramide di contratti derivati costruiti sopra queste.

Inoltre il denaro prestato in grandi quantità dalla FRB a titolo di stimolo per l'economia intera degli Stati Uniti, ha finito col confluire interamente nel settore immobiliare e finanziario, creando così una bolla economica localizzata nel settore dell'immobile di dimensioni mai viste prima.

Ovviamente tutti si aspettano la risposta più autorevole, quella dell'ente in grado di sistemare la situazione, o quantomeno di porre rimedi immediati alla crisi, ovvero quella della Federal Reserve.

E la risposta della Fed alla crisi arrivò; la più immediata è stata quella di tagliare nuovamente i tassi di interesse sui prestiti alle banche, iniettando ancora più denaro a breve termine nel sistema finanziario. Questa risposta si mantiene in linea con la visione "religiosa", secondo cui le banche centrali godono di poteri taumaturgici che si manifestano attraverso appropriati e salvifici interventi nei mercati. Tali interventi consistono quasi sempre in inopinate iniezioni di moneta, o nella concessione di crediti a breve termine a banche in difficoltà.

Si è tornati quindi alla vecchia idea che fare i banchieri centrali voglia dire iniettare moneta un po' qua e un po' là, ogni qual volta che ci siano le avvisaglie di una crisi o che questa sia già in corso, cercando così di calmare i mercati.

In realtà così facendo si corrono dei rischi notevoli; infatti iniettando grandi quantità di denaro a breve termine, non solamente si corre il rischio di tenere in piedi istituzioni finanziarie che invece dovrebbero fallire, confermando che la politica del cosiddetto “too big too fail”, troppo grande per fallire, viene ancora seguita; inoltre si rischia anche, e soprattutto, di creare le condizioni future per un'altra bolla inflazionistica locale, simile a quella esplosa nel settore immobiliare.

Tutto ciò ci fa capire come una politica monetaria molto espansiva non sia sempre la soluzione migliore, anzi, in certe circostanze, può addirittura rivelarsi una politica fortemente rischiosa per l'intero sistema economico.

Gli interventi che dovranno essere fatti, dovranno riguardare in maniera importante anche la regolamentazione dei capitali e dei mercati; infatti se abbiamo assistito a una tale crisi, gran parte del merito è della scarsa qualità della regolamentazione e della quasi totale assenza di controllo degli intermediari finanziari. Basti pensare anche solamente a quelle istituzioni “assicuratrici”, che avrebbero dovuto tenere accantonate le somme necessarie a pagare eventuali realizzazioni di rischi, per i quali erano pagate, ed invece hanno preso, sottoforma di dividendi e bonus, i fondi delle riserve. Con un maggior livello di controllo questo sarebbe stato facilmente evitabile, avrebbe potuto limitare un così ampio raggio assunto dalla crisi.

Fatto sta che questa crisi determina la fine di un certo tipo di economia e soprattutto di un certo tipo di istituzioni finanziarie. Questa crisi segna la fine dell'era delle grandi banche d'affari o d'investimento, che come abbiamo visto sono fallite, hanno sospeso l'attività o sono state acquistate e trasformate in banche commerciali normali.

La speranza è che a livello mondiale vengano attuate delle riforme in grado prima di tutto di salvarci da questa situazione di difficoltà, e in secondo luogo di prevenire eventuali crisi future, che date le dimensioni dei mercati e le nuove innovazioni finanziarie sempre più potenti, potrebbero avere conseguenze devastanti per l'economia mondiale, come quelle in corso o addirittura più catastrofiche.

BIBLIOGRAFIA

-Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan, e Luc Laeven “*Credit boom and lending standards: evidence from the subprime mortgage market*”; Settembre 2008

-John Kiff e Paul Mills “*Money for Nothing and Checks for free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*”; Luglio 2007

-Anil Kashyap, Raghuram Rajan, e Jeremy Stein “*Rethinking Capital Regulation*”; Settembre 2008

-Tito Boeri e Luigi Guiso “*Subprime crisis: Greenspan's Legacy*”; Agosto 2007

-Fausto Panuzzi “*Regole vecchie per nuovi problemi*”; Settembre 2008

-Sue Kirchhoff e Sandra Block “*Subprime loan market grows despite troubles*”; Dicembre 2004

-Al Yoon “*Housing Bubble Bursts in U.S. Mortgage Bond Market*”; Dicembre 2005

-Peter Eavis “*Fed bends rules to help two big banks*”; Agosto 2007

-Sara Bennewitz “*La crisi immobiliare scuote anche la Spagna*”; Luglio 2008

-Michele Boldrin “*Crisis and Bailouts*”; Settembre 2008

-Jenny Anderson e Vikas Bajaj “*Lehman closes subprime unit and lays off 1.200*”; Agosto 2007

SITOGRAFIA

-Bloomberg.com

-USATODAY.com

-Investopedia.com

-Borsaitaliana.it

-Repubblica.it

-Sole24ore.it

-Wikipedia.it

-Tecnoetica.it

-Noisefromamerika.org

-Icebergfinanza.splinder.com

-Money.cnn.com

-Mortgagenewsdaily.org

-Nytimes.com

ULTERIORI FONTI

-Colloquio diretto con Marco Pilleri, Direttore della banca “Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo”, filiale di Limena (PD)

