

Le origini statunitensi della crisi. Prima parte: La Great Moderation e i derivati

di Giacomo Cucignatto

06-11-2015

La crisi dei mutui subprime ha innescato la più profonda flessione a livello produttivo dal Dopoguerra 1 - la "Grande Recessione" 2 - e rappresenta tuttavia solo l'ultimo esempio di una lunga serie di crisi finanziarie, ciascuna diversa in termini di conseguenze su produzione, occupazione e crescita.

La bolla immobiliare raggiunse il suo apice all'inizio del 2006, quando tutti gli indici dei prezzi toccarono un picco storico; l'inesorabile declino successivo provocò l'inizio della crisi. Il settore immobiliare, aveva attirato negli anni precedenti un afflusso di investimenti davvero significativo, confermandosi particolarmente sensibile rispetto all'emergere di bolle speculative.

Tale mercato è stato al centro di un grande processo di mutamento: dagli anni Novanta, la mortgage industry ha visto proliferare nuovi tipi di mutuo che trasformavano un settore tradizionalmente basato sui tassi fissi, permettendo ai proprietari di scommettere sulle variazioni dei tassi e garantendo a soggetti precedentemente non qualificati di richiedere un mutuo. Questi nuovi tipi di mutuo hanno iniziato a conquistare il mercato negli anni Novanta, raggiungendo dopo la recessione dei primi anni del duemila il 50% di quota di mercato³.

Per quanto riguarda i mutui subprime, i prestiti concessi a famiglie che potrebbero avere maggiori difficoltà nell'estinzione del debito, essi hanno garantito un'estensione del credito anche alle famiglie americane più povere (i cd NINJA: no income, no job, no assets), ma si sono gradualmente rivelati un arma a doppio taglio: l'estensione del credito ai meno abbienti è stata possibile grazie all'immensa liquidità che ha investito il mercato americano nei primi anni Duemila, ma la minore qualità del credito ha comportato una catena di default. In altre parole, i mutuatari sub-prime - la cui percentuale nei primi anni 2000 è passata da un livello tradizionale consolidato intorno all'8% a quasi il 20%⁴ - non sono stati in grado di ripianare i propri debiti, soprattutto a partire dal rialzo dei tassi d'interesse che seguì la decisione della FED di interrompere la propria politica monetaria espansiva.

L'innovazione nei mutui e nel settore immobiliare si interseca con il grandioso processo di sofisticazione avvenuto in ambito finanziario e innescato dalla rivoluzione informatica: l'ingegneria finanziaria ha trasformato i prestiti subprime e i corrispondenti titoli ABS in nuovi titoli, attraverso operazioni di pooling di diversi mutui in un unico prodotto. Ciò avrebbe dovuto ridurre il rischio complessivo, poiché le istituzioni finanziarie coinvolte sostenevano che i rischi legati a ciascun prestito fossero incorrelati, visti gli andamenti storicamente indipendenti dei mercati immobiliari dei diversi stati americani. Più semplicemente, l'andamento variegato dei mercati immobiliari sul territorio USA avrebbe dovuto ridurre il rischio d'insolvenza globale.

I mutui pooled erano utilizzati a garanzia delle Collateralized Debt Obligations (CDOs), titoli a loro volta divisi in tranche a seconda dell'esposizione al rischio di default; qui entravano in gioco le agenzie di rating - Standard and Poor's, Moody's, Fitch - che attribuivano (sostenevano di attribuire) una tripla AAA alle tranche qualitativamente migliori delle obbligazioni. Data la complessità dei prodotti in questione, gli investitori sono stati messi in difficoltà nel riconoscimento del rischio sottostante e spostarono enormi capitali verso questo tipo di titoli, che garantivano rendimenti alti in un mondo caratterizzato da tassi d'interesse molto bassi ed erano percepiti come titoli relativamente sicuri⁵.

Great Moderation e deregulation

Per una piena comprensione delle origini della crisi, in ogni caso, si deve considerare complessivamente il periodo della "Great Moderation"⁶. Minore volatilità macroeconomica, bassa inflazione, crescita sostenuta, occupazione stabile e minore incertezza sul mercato: prima della crisi la stragrande maggioranza delle analisi economiche esaltava l'età dell'oro del capitalismo, evidenziando la grande crescita dei commerci mondiali, dell'integrazione finanziaria, della mobilità dei capitali e persino l'uscita dal torpore dei paesi in via di sviluppo.

Questo prodigio economico era ed è tuttora collegato dai monetaristi a fattori quali la deregulation in ambito economico, la sofisticazione dell'industria della finanza, la maggiore apertura internazionale al commercio e ai capitali e la politica monetaria adottata dagli anni Ottanta in poi, con particolare riferimento alle politiche accomodanti dei primi anni del millennio con tassi d'interesse eccezionalmente bassi. Tutto questo avrebbe garantito la fine dell'instabilità del ciclo economico, riducendo radicalmente la frequenza e la severità delle crisi⁷; proprio in questo periodo, paradossalmente, si è verificata l'euforia rialzista tipica delle crisi finanziarie.

La mania che si è verificata nella corsa all'acquisto nel settore immobiliare statunitense deve essere ricondotta anche alla passione degli americani per la casa di proprietà. Visco individua due cause principali alla base di questo fenomeno: "l'ipotesi che l'aumento continuo dei prezzi delle abitazioni potesse consentire di ridurre nel tempo il rapporto tra debito e valore dell'attività sottostante e la possibilità di ottenere mutui in corrispondenza del 100 per cento e più del valore dell'abitazione ipotecata⁸". In altre parole, il clima di ottimismo della Great Moderation ha portato i mutuatari americani a pensare che la corsa dei prezzi immobiliari non si sarebbe mai interrotta e che ciò avrebbe facilitato l'estinzione dei propri debiti.

In questo contesto, le "misguided homeownership policies" avviate già dall'amministrazione Clinton hanno sicuramente giocato un ruolo rilevante⁹. Il circolo vizioso di continuo rialzo dei prezzi è stato favorito inoltre dai meccanismi distorti inerenti la valutazione dei CDO da parte delle agenzie di rating che "vivono avendo rapporti contrattuali rilevanti con il tessuto delle società controllate, sono spesso figlie di banche d'investimento, che possono avere evidenti conflitti di interesse quali collocatori dei titoli e prestatori di danaro alle società che controllano le emissioni"¹⁰.

Un ulteriore risvolto della Great Moderation riguardava il mercato dei derivati: nei primi anni Duemila esso era indicato come lo strumento attraverso il quale si era finalmente riusciti a porre fine all'instabilità, poiché esso sarebbe stato in grado di diversificare la distribuzione del rischio a livello nazionale e globale, riducendo il rischio sistemico. Quando le banche concedevano un mutuo avevano infatti l'immediata possibilità di liberarsi dell'attivo bancario corrispondente e del rischio a esso connesso attraverso operazioni di vendita sul mercato; questo avrebbe dovuto permettere al sistema bancario di liberarsi di una parte dei rischi connessi alla concessione del credito. Aspettative stabilizzate e mercato finanziario più efficiente avrebbero, in conclusione, ridotto i rischi sul mercato, tant'è che all'epoca si diffuse tra gli operatori la convinzione che prestare denaro non fosse più un'attività rischiosa: con tassi d'interesse bassi, le banche alla ricerca di profitti concessero enormi quantità di prestiti; l'offerta di credito e la liquidità sui mercati aumentarono esponenzialmente.

Il ruolo della finanza nella crisi

Il ruolo della finanza esterna e la funzione pro-ciclica del credito sono stati perciò assolutamente cruciali nell'evoluzione della crisi: la sofisticazione nel sistema finanziario statunitense ha consentito di veicolare ingenti quantità di capitali verso il mercato immobiliare e non solo (i titoli derivati si sono moltiplicati anche in corrispondenza di altre attività creditizie come i prestiti auto e i prestiti universitari).

La fragilità dei prodotti derivati che hanno finanziato la bolla si è rivelata, tuttavia, come una pericolosa fonte di rischio sistemico poiché una parte molto rilevante di questi si è accumulata nei bilanci delle stesse banche: se i derivati avrebbero teoricamente dovuto distribuire in modo ottimale i rischi nel sistema attraverso la diversificazione rispetto al solo settore bancario, la realtà ha visto gli istituti finanziari comprare e mettere a bilancio ingenti quantità di questi prodotti, attirati dai bassi requisiti di capitale ad essi associati e stabiliti dagli Accordi di Basilea I e Basilea II.

La scintilla a innescare la crisi è coincisa con il moltiplicarsi dei default dei subprime: il finanziamento a debito delle famiglie americane attraverso l'emissione di titoli finanziari derivati si è interrotto con l'inizio dei pignoramenti, avvenuto in corrispondenza del rialzo dei tassi disposto dalla FED; il valore di questi prodotti strutturati è di conseguenza precipitato svelando la sostanziale fragilità del sistema finanziario statunitense. La domanda sostanzialmente illimitata dei titoli derivati che finanziavano i debiti dei mutuatari statunitensi si è congelata, interrompendo prima e invertendo poi la salita dei prezzi. La relativa sicurezza attribuita a tali prodotti si era ormai incrinata - insieme alla fiducia degli investitori - e la bolla immobiliare era ormai scoppiata.

La crisi sistemica si è poi consolidata con la paralisi dell'industria della cartolarizzazione: un'ondata di incertezza ha investito i mercati e la fiducia che aveva caratterizzato gli anni della Great Moderation si è rapidamente dissolta; i derivati in possesso delle banche non erano più percepiti come titoli solidi e gli stessi istituti finanziari iniziavano a mostrare una certa riluttanza a impegnarsi in nuove transazioni¹¹.

Quando le difficoltà dei vari intermediari e delle società finanziarie delle grandi banche - le Special Purpose Vehicle - si sono riverberate sul sistema bancario, diversi istituti sono andati in difficoltà: quelli più esposti rispetto ai Mortgage Backed Securities avevano finanziato l'acquisto di tali prodotti con enorme somme di debito a breve termine; quando i creditori si rifiutarono di rifinanziare le banche in corrispondenza dell'iniziale diffondersi della sfiducia, alcune banche fallirono, mentre altre furono salvate dall'intervento pubblico¹².

Continua: Le origini statunitensi della crisi. Seconda parte: Lehmann Brothers e le cause profonde

1# Lo confermano i dati del Fondo Monetario Internazionale: "World Economic Outlook - April 2009: Crisis and Recovery", Box 1.1 (page 11-14), IMF, 24 April 2009.

2# A proposito di questo termine è interessante notare come fosse già stato utilizzato in occasione di alcune delle precedenti crisi:
http://economix.blogs.nytimes.com/2009/03/11/great-recession-a-brief-etymology/?_r=0

3# R. Jagannathan, M. Kapoor, E. Schaumburg, Why are we in a recession? The Financial Crisis is the symptom not the disease!, Working paper 15404, NBER working paper series, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2009, pp. 27-30.

4# M. Simkovic, Competition and Crisis in Mortgage Securitization, Indiana Law Journal, Vol. 88:213, 2013, p. 224.

5# The origins of the financial crisis, Crash course, The Economist, 7 settembre 2013, p.1.

6# Il termine è stato coniato da Stock e Watson in: J. H. Stock, M. W. Watson, Has the Business Cycle Changed and Why?, NBER Macroeconomics Annual 2002, Volume 17, MIT Press, p. 162.

7# A tal proposito risulta illuminante l'intervento dell'ex Presidente FED Bernanke alla Eastern Economic Association (Washington, DC, 2004): <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2004/20040220/default.htm>

8# I. Visco, La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti, La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti, Master di II livello in Economia Pubblica, Inaugurazione dell'Anno Accademico 2008-2009, Università degli Studi di Roma "La Sapienza", Roma, 2009.

9# R. J. Caballero, 2010, p. 3.

10# Si parla a proposito di un "Accountability gap" in: M. Fiocca e G. Montedoro, Latte & Tulipani, Crisi finanziarie di oggi e di ieri, Società italiana di economia pubblica, Dipartimento di economia pubblica e territoriale, Università di Pavia, p. 10.

11# R. J. Caballero, 2010, pp. 5-6.

12# R.G. Rajan, Fault Lines: How hidden fractures still threaten the world economy, Princeton University Press, 2010, Introduction, p. 7.

Vuoi aderire alla nuova campagna di abbonamento di Pandora per i numeri 4,5 e 6? Tutte le informazioni qui