

Crisi subprime: i fatti salienti

di Vincenzo D'Apice

Per aver colpito il centro del sistema finanziario internazionale, per gli attori coinvolti e le cifre in gioco, per il suo lento contagio all'economia reale, la crisi finanziaria nata lo scorso agosto dal segmento subprime dei mutui immobiliari statunitensi è la più importante dal dopoguerra ad oggi. Sarà per questo utile ripercorrere brevemente i suoi momenti più importanti.

L'impostazione eccessivamente espansiva della politica monetaria, scelta dalla Fed per attutire l'impatto recessivo dello scoppio della bolla dot-com, è il giusto punto di partenza per descrivere brevemente l'origine e l'evoluzione dell'attuale crisi finanziaria. Tra gennaio 2001 e giugno 2003, i tassi di policy sono passati dal 6 all'1% e, il conseguente aggiustamento della struttura per scadenze dei tassi d'interesse, ha incoraggiato le famiglie statunitensi ad aumentare il loro grado di indebitamento per l'acquisto di abitazioni. Di riflesso, le quotazioni sul mercato immobiliare hanno iniziato una corsa verso l'alto che ha messo in moto due processi circolari, i cui risultati sono stati quelli di amplificare gli effetti espansivi della politica monetaria e alimentare la bolla speculativa scoppiata ad agosto del 2007. Il primo processo si è verificato sul mercato immobiliare: l'incremento del valore degli immobili ha consentito di ottenere più credito (grazie all'aumento del valore delle garanzie collaterali) e, a sua volta, la maggior offerta di credito ha contribuito ad alimentare la crescita dei prezzi degli immobili. Il secondo processo circolare si è verificato sul mercato finanziario, ed è strettamente collegato alla diffusione dei processi di cartolarizzazione: il rialzo dei prezzi degli immobili ha spinto verso l'alto il valore dei titoli frutto del processo di cartolarizzazione che, a sua volta, ha consentito agli intermediari di raccogliere altri fondi (grazie all'aumento del valore delle garanzie collaterali) da investire nell'acquisto di ulteriori titoli, il cui valore è continuato in questo modo a salire garantendo un afflusso abbondante di liquidità per l'erogazione di mutui sul mercato primario. In presenza di una regolamentazione finanziaria che non ha riconosciuto per tempo gli effetti negativi di un eccessivo livello di indebitamento, la crescita del valore degli immobili e l'incremento del rapporto tra mutui cartolarizzati e mutui erogati hanno consentito una sensibile riduzione degli standard creditizi, il cui risultato è stato quello di finanziare anche soggetti dalle capacità di rimborso molto basse, ossia gli ormai famosi clienti subprime. La solvibilità di questa tipologia di mutuatari, il cui peso sulle nuove emissioni è cresciuto notevolmente negli ultimi anni, era quasi esclusivamente legata alla possibilità di ottenere nuovi prestiti per onorare quelli già esistenti. Dal 2006, l'incremento dei tassi di policy ha frenato la domanda di case e i relativi prezzi hanno iniziato a flettere. La diminuzione del valore delle garanzie collaterali ha ridotto la disponibilità di credito provocando un rapido incremento del tasso di default sui mutui subprime a tasso variabile, in particolare sulle emissioni più recenti. Ciò ha accelerato la riduzione già in atto dei prezzi immobiliari. Le difficoltà del mercato immobiliare si sono presto trasferite al mercato finanziario. La riduzione del valore delle garanzie collaterali ha imposto una brusca e disordinata correzione del prezzo dei titoli collegati ai mutui subprime (Abs) che ha provocato ingenti perdite a carico degli intermediari a loro maggiormente esposti. I due processi circolari precedentemente illustrati hanno iniziato a funzionare al contrario, provocando una severa crisi finanziaria che ha registrato tre momenti di estrema tensione, ben visibili dall'andamento del Ted-spread (calcolato come differenza tra il Libor a 3 mesi e il rendimento dei titoli governativi Usa di uguale scadenza). Il primo risale all'inizio della crisi, quando Fed e Bce hanno dovuto effettuare ingenti iniezioni di liquidità per soddisfare le esigenze degli intermediari alle prese con una marcata riduzione della funding liquidity, che stava provocando un brusco e marcato processo di repricing di alcune

tipologie di rischio a lungo sottovalutate dagli operatori. Da allora, il rinnovo dei prestiti a breve scadenza garantiti da mutui subprime è diventato sempre più difficile (rollover risk) e in molti comparti del mercato finanziario le contrattazioni hanno subito una marcata riduzione (vedi Asset-backed commercial paper). L'incertezza sulle modalità di pricing in fase di stress dei titoli strutturati, provocata principalmente dalla perdita di fiducia da parte del mercato sulle capacità dei rating di stimare correttamente la probabilità di default dei titoli frutto del processo di cartolarizzazione, ha inoltre spinto i primary broker ad ampliare il valore dei margini sulle operazioni di finanziamento (margin risk). L'elevato grado di instabilità finanziaria ha quindi innescato un processo di ritiro dei depositi che, in alcuni casi, ha riportato d'attualità scene da molti dimenticate (redemption risk). Nonostante l'intervento massiccio e tempestivo delle maggiori Banche centrali, la riduzione della funding liquidity ha reso inevitabile l'avvio di un processo di riduzione dell'indebitamento (deleveraging) che ha coinvolto molti intermediari. Quando gli operatori sono stati costretti a vendere nello stesso momento la stessa tipologia di titoli, ossia quelli collegati al mercato subprime, è venuta meno anche la market liquidity con una conseguente riduzione dei prezzi delle attività che, riducendo ulteriormente la funding liquidity, ha dato vita ad una spirale negativa che attanaglia i mercati da circa un anno.

Durante le prime settimane di dicembre si è registrato il secondo momento di forte tensione sui mercati finanziari che ha indotto la Fed a varare nuovi strumenti di politica monetaria, e ampliare quelli già esistenti, per fornire liquidità non solo agli intermediari tradizionali ma anche a quelli che operano nello shadow banking system. Nelle prime settimane di marzo, per la terza volta dall'inizio della crisi, la situazione è peggiorata nuovamente. I mercati vengono scossi dalle difficoltà del fondo Carlyle Capital che, sprovvisto della liquidità necessaria a reintegrare i margini sui finanziamenti, si vede costretto a vendere una quota molto rilevante del suo attivo sotto forma di agency debt statunitensi. L'operazione, condotta in una fase di scarsa market liquidity, ha ridotto notevolmente il prezzo di questi titoli mettendo in difficoltà molti intermediari. La più colpita è stata Bear Stearns che, a causa del deterioramento del suo attivo, non è riuscita ad effettuare il rollover del debito a breve scadenza. La banca d'affari statunitense era al centro di operazioni in strumenti derivati per un valore nominale di circa 13.000 miliardi di dollari (l'intero Pil Usa nel 2007); un suo fallimento avrebbe potuto generare un pericoloso effetto domino. La Fed è quindi intervenuta concedendo un prestito di 29 miliardi di dollari a JP Morgan Chase finalizzato all'acquisto di Bear Stearns. A luglio, il Ted-spread è tornato a salire, senza tuttavia raggiungere i picchi massimi osservati dall'inizio della crisi, in seguito alle difficoltà delle due maggiori Government-Sponsored Enterprises statunitensi⁹ e del fallimento di quattro banche statunitensi nel giro di tre settimane. Il livello tuttora elevato del Ted-spread sta ad indicare condizioni sui mercati finanziari ancora lontane dalla normalità che potrebbero durare per altri 10-12 mesi.