

CRISI SUBPRIME I FATTI SALIENTI: DAL FALLIMENTO DI LEHMAN AL SALVATAGGIO DI CITIGROUP

di Vincenzo D'Apice
09 gennaio 2009

Da Settembre 2008 la crisi finanziaria, iniziata nel segmento dei subprime, accelera marcatamente e, dopo Bear Stearns, travolge in rapida successione: Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG, Merrill Lynch, Washington Mutual, Wachovia e Citigroup. In pochi giorni scompaiono le stelle del capitalismo statunitense che avevano dominato Wall Street negli ultimi 30 anni. Volendo ripercorrere brevemente le cause della crisi, non si può non partire dal mercato immobiliare che, dal suo punto di massimo e senza dare cenno alcuno di rallentamento, perde oltre il 20% (cfr. grafico 1.1.1).

Di riflesso, i default sui mutui subprime sfiorano il 20% (cfr. grafico 2) e trascinano al ribasso il valore dei titoli strutturati ad essi collegati. Una misura sintetica dell'impatto finanziario si può avere dall'indice ABX.HE.BBB.07.01 (1) che, dopo aver toccato un massimo di \$98.35, quota attualmente \$3 (cfr. grafico 3). Se alle perdite su questi strumenti aggiungiamo quelle sulle obbligazioni Collateralized-debt obligations (Cdo), che per loro natura amplificano l'effetto dei default, e quelle sui Credit default swaps (Cds), che hanno un elevato effetto leva, abbiamo un quadro complessivo delle origini dei dissesti bancari. A causa dell'elevata opacità che avvolge questi strumenti è difficile avere una stima precisa delle perdite, ma gli ultimi dati del FMI parlano di oltre \$600 miliardi e la cifra sembra destinata a crescere. L'entità delle svalutazioni ha messo in discussione la solvibilità di molti intermediari e, in alcuni casi, si è reso necessario l'intervento del governo o la fusione con altri istituti meno coinvolti nel turmoil finanziario. La cronaca degli eventi clou inizia il primo week-end di settembre quando il ministro del Tesoro H. Paulson annuncia la nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac che versano in gravi difficoltà. Le due società para-statali garantiscono più del 50% dei mutui in circolazione (per un controvalore di circa \$5 trilioni) e la loro sopravvivenza è essenziale a limitare la caduta del prezzo degli immobili. Il week-end successivo, le istituzioni statunitensi lasciano fallire Lehman Brothers(2) che, dopo oltre 150 anni di attività, dichiara la bancarotta più grande della storia americana con oltre \$600 miliardi di debiti. Lo stesso giorno, Merrill Lynch viene acquistata da Bank of America per circa \$50 miliardi, ma è il fallimento di Lehman a scatenare il panico sui mercati: l'indice Dow Jones perde 504 punti, segnando la caduta più grave dagli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 (cfr. grafico 4); il Ted spread (3) (calcolato come differenza tra il Libor a 3 mesi e il rendimento dei titoli governativi Usa di uguale scadenza) esplose e supera i 450 punti base segnalando un elevato rischio di controparte sul mercato interbancario (cfr. grafico 5). Gli intermediari più esposti nei confronti di Lehman sono i fondi monetari Usa le cui difficoltà bloccano definitivamente il mercato della carta commerciale. Pochi giorni dopo, AIG, una delle più grandi compagnie assicurative del mondo, rischia il fallimento per scommesse azzardate in contratti derivati legati all'andamento del mercato immobiliare. Solo l'intervento della Fed scongiura la bancarotta con un prestito di \$85 miliardi in cambio del 79,9% del capitale azionario. L'indice Vix, che misura l'incertezza attesa sui mercati, inizia una pericolosa corsa verso l'alto (cfr. grafico 7) mentre gli investitori intensificano le operazioni di flight to quality: il rendimento sui T-bills a breve scadenza cade in picchiata verso lo "zero" (cfr. grafico 6), l'oro supera i 900\$ per oncia, il Dow Jones perde altri 449 punti e gli hedge funds vengono travolti da un'ondata di riscatti che in pochi mesi supera i \$150 miliardi. I crolli dei mercati azionari e il blocco del credito a breve termine diffondono seri dubbi sulla tenuta del sistema finanziario internazionale. Gli operatori non hanno più fiducia gli uni degli altri e quello che più preoccupa è il blocco delle funzioni di breve periodo essenziali per supportare l'economia reale come, ad esempio, eseguire transazioni e fornire credito alle imprese. Il vortice negativo viene interrotto, temporaneamente, il 18 settembre quando H. Paulson annuncia un piano di salvataggio di oltre \$700 miliardi per arginare la crisi finanziaria. Nella prima versione, di sole 3 pagine, l'intento è acquistare i titoli finanziari, definiti "tossici", dalle banche in difficoltà. L'iniziativa, accolta positivamente dai mercati azionari, solleva però un acceso dibattito tra politici e accademici. Il cuore del problema è riuscire ad attribuire un valore ai titoli strutturati, ormai privi di un mercato di riferimento, che non sia né troppo basso, e quindi penalizzante per le banche, né troppo alto, e quindi penalizzante per i contribuenti. Mentre il dibattito sul piano Paulson continua, il 21 settembre finisce l'era delle investment banks statunitensi: le ultime due "pure" rimaste, Goldman Sachs e Morgan Stanley, diventano banche commerciali sotto la supervisione della Fed. Il successivo salvataggio di Washington Mutual (la più grande savings & loans statunitense) da parte del governo, che poi venderà le attività bancarie a JPMorgan Chase, dimostra che la crisi non risparmia altre tipologie di intermediari e i mercati azionari registrano nuovi crolli anche a seguito della mancata

approvazione del piano Paulson (cfr. grafico 4). Tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre, l'onda lunga del fallimento di Lehman, travolge anche il vecchio continente. Il 28 settembre i governi del Benelux acquistano il 49% del capitale di Fortis, l'Inghilterra nazionalizza Bradford & Bingley e la Germania organizza un piano di salvataggio per Hypo Real Estate. Il giorno dopo, la situazione peggiora ulteriormente e l'Islanda nazionalizza la banca Glitnir, l'Irlanda si impegna a garantire tutte la passività del sistema bancario fino al 2010 e Dexia riceve un prestito di €6 miliardi da Belgio e Francia. L'incertezza sulla qualità dei bilanci bancari si diffonde tra gli operatori (cfr. grafico 7) e il mercato interbancario si paralizza. L'euribor a 3 mesi supera il 5% e, anche se con intensità diverse, si riducono ulteriormente i tassi sui titoli governativi europei e statunitensi (cfr. grafico 8). Arrivano quindi le prime risposte concrete da parte dei policymakers. Il 3 ottobre viene definitivamente approvato il piano Paulson, mentre l'8 ottobre le principali banche centrali (tra cui BCE, Bank of England e Bank of Canada), con un'azione coordinata senza precedenti nella storia della politica monetaria internazionale, su impulso della Fed tagliano di 50 punti base i rispettivi tassi di riferimento. Lo stesso giorno il governo inglese annuncia un piano per nazionalizzare un'ampia fetta del suo sistema bancario con un intervento per oltre 460 miliardi di euro. Pochi giorni dopo, l'Ecofin, su invito di Nicolas Sarkozy, si riunisce d'urgenza a Parigi per concordare garanzie aggiuntive su depositi e obbligazioni bancarie. Queste iniziative calmano parzialmente le acque, ma i problemi si spostano rapidamente alle economie dell'Est. Il 24 ottobre i mercati valutari riportano pesanti svalutazioni e il Fondo Monetario Internazionale deve intervenire a sostegno di Ungheria, Ucraina e Islanda con un prestito pari a circa il 10% del loro Pil. Mentre in Europa le tensioni diminuiscono, alla fine di novembre, l'attenzione si sposta nuovamente degli States e in particolare sul colosso finanziario Citigroup che, in pochi giorni, perde l'80% del suo valore azionario a causa della forte esposizione su obbligazioni CDO. Il fallimento della banca più grande al mondo viene scongiurato da un intervento coordinato da parte di Fed, FDIC e Tesoro che sottoscrivono un aumento di capitale e forniscono ulteriori garanzie su titoli "tossici" in possesso della banca statunitense. Gli interventi straordinari attuati da banche centrali e governi di tutto il mondo hanno consentito un parziale rientro nelle tensioni sui mercati internazionali anche se il grado di incertezza rimane ancora molto alto.

(1) Gli indici ABX.HE riportano il prezzo delle obbligazioni Mortgage-backed securities (Mbs) garantite da mutui subprime sulla base della data di emissione e del rating ricevuto. Per esempio, l'indice ABX.HE.BBB 07-01 traccia il valore medio di 20 obbligazioni Mbs subprime emesse nel primo semestre del 2007 e che hanno ricevuto un rating BBB. (2) Ben Bernanke, in seguito, dirà che la Fed non è intervenuta a sostegno di Lehman per l'impossibilità di stimare il costo complessivo del salvataggio a causa dell'elevata complessità degli strumenti finanziari presenti nel bilancio della banca d'affari.

(3) Questo indicatore, che negli anni precedenti la crisi ha registrato valori compresi tra 10 e 50 punti base, viene spesso utilizzato per misurare il grado di disponibilità delle banche a prestarsi fondi sul mercato interbancario e, anche se il grado di liquidità delle due componenti dello spread è leggermente diverso, il rischio di credito specifico del settore bancario.