

ANATOMIA DELLA CRISI II: DAI TOXIC ASSETS ALLA CRISI DI SISTEMA

di Emilio Barucci
09 ottobre 2008

Per i motivi ricordati in Anatomia della crisi I, fra tutti una politica monetaria espansiva ed una regolamentazione non efficace, la crisi dei mutui subprime ha portato con sé pesanti svalutazioni per le banche esposte sul fronte delle cartolarizzazioni minando la solidità dei loro attivi. Alcune banche sono state salvate da altri istituti o sono fallite, altre hanno messo in atto operazioni di ricapitalizzazione per ripianare le perdite spesso ricorrendo ad iniezioni di capitali da parte dei fondi sovrani.

Nei primi mesi dallo scoppio della crisi l'infezione sembrava acuta ma localizzata in alcune banche, quelle che avevano in pancia i toxic assets: in questa prima fase il problema veniva soprattutto dal rischio di credito legato alle cartolarizzazioni e quindi dal rischio di insolvenza dei mutuatari che costituivano la base dei titoli e che correvano il rischio di non pagare la rata del mutuo. Il problema era di alcune banche. Le cose sono cambiate nel corso dei mesi e la crisi ha cambiato volto. La presenza di toxic assets nei bilanci non è stata svelata prontamente al mercato un po' perché i banchieri cercavano di minimizzare il fenomeno temendo la reazione dei mercati un po' perché era difficile individuarli e soprattutto valutarli. L'invito alla trasparenza da parte dei governi e dei banchieri centrali non è bastato. Altri tipi di rischio sono comparsi sulla scena rendendo la crisi ben diversa dalla prima fase: rischio di liquidità, rischio di insolvenza di istituzioni finanziarie, rischio di controparte. La crisi è scaturita dall'insolvenza dei mutuatari, via assets dubbi nei bilanci delle banche, ma vive adesso di vita propria e segue logiche in gran parte slegate dalla sua origine. Il salvataggio di Northern Rock (inizio 2008) e di Bear Stearns (marzo 2008) segnano il punto di svolta. Northern Rock non era esposta sui mutui subprime, semplicemente aveva una raccolta a breve termine sul mercato interbancario con cui finanziava prestiti a lungo termine (tecnicamente maturity mismatching). Le banche hanno iniziato a diffidare di prestarsi denaro tra loro anche a brevissimo termine temendo che la banca affidata non godesse di buona salute e quindi di non ricevere il denaro indietro. Questo si chiama rischio di controparte (riguarda la solidità dell'intermediario con cui ci si interfaccia nel contratto) che porta con sé un rischio di liquidità: il mercato interbancario si è arenato (volumi dimezzati), le banche non si scambiano denaro tra loro e questo ha comportato difficoltà nella normale attività di intermediazione creditizia. Northern Rock ne ha fatto le spese. Un effetto eclatante del rischio di controparte per le istituzioni finanziarie nel mercato monetario è la divaricazione tra tasso interbancario (euribor a tre mesi ad esempio) ed il tasso swap sull'interbancario (sempre a tre mesi). Il primo tipo di contratto prevede il passaggio di denaro tra due banche e quindi chi lo stipula si assume il rischio di controparte (di non rivedere indietro i soldi prestati), il secondo contratto prevede soltanto il passaggio degli interessi maturati (rischio limitato agli interessi e non al capitale nel caso di fallimento). Orbene fino a luglio 2007 i due tassi quasi coincidevano (lo spread, differenza tra il primo e il secondo, era meno di 10 punti base), da allora lo spread è cresciuto fino a toccare oggi i 180 punti base in Europa e i 325 punti base negli Stati Uniti. Le banche centrali sono intervenute prontamente iniettando liquidità sui mercati in dosi massicce permettendo alle banche di reperire liquidità fuori dal mercato. Il dato sullo spread mostra in modo chiaro che il problema è soprattutto delle banche statunitensi. Il rischio di controparte non è limitato al mercato interbancario ma riguarda anche il mercato dei Credit Default Swaps (CDS) che coinvolge sia un rischio di insolvenza che di controparte. Un CDS è un contratto scambiato tra A e B avente per oggetto il fallimento di C. È un contratto assicurativo in cui A si impegna a pagare un certo spread a B fino al momento in cui C non fallisce, nel caso in cui C fallisca B paga ad A la differenza tra il valore nominale del bond emesso da C e il valore dopo il fallimento. A quindi si assicura presso B sul rischio di fallimento di C. Questi contratti sono stati stipulati per coprirsi dal rischio ma sono oramai per un nozionale (il valore del bond di riferimento) pari ad alcuni multipli dei bond in circolazione (si stima 53 trilioni di dollari). Il rischio in questo caso è doppio: insolvenza di C (C fallisce) e di controparte di B (B, che assicura A, fallisce). Il rischio di insolvenza riguarda in primo luogo chi ha emesso le obbligazioni strutturate legate ai mutui (come nel caso di Lehman Brothers che era leader nel mercato) mentre il rischio di controparte riguarda chi opera in questo mercato derivato per grosse quantità (è il caso di AIG e Bear Stearns). Perché si salva Bear Stearns e AIG e non Lehman? Lehman era un attore importante nelle cartolarizzazioni, era una bond house con un rischio di insolvenza forte ma un limitato rischio controparte nei contratti derivati del credito. Bear Stearns e AIG erano invece molto attive nel mercato dei CDS (AIG per 300 miliardi di dollari verso banche europee), il loro fallimento avrebbe avuto riflessi sistemici maggiori. Questa considerazione trova conferme valutando lo spread dei CDS sui bonds delle principali banche americane, in corrispondenza del fallimento di Lehman si arriva a 280 punti base, nei giorni di salvataggio di AIG si tocca 320. Gli stessi spread hanno risentito in misura assai poco significativa del salvataggio di Freddy Mae e Fannie Mac: il loro fallimento avrebbe riguardato i mutuatari ma non le banche con un limitato effetto sul mercato finanziario. Il salvataggio

di Bear Stearns mostra che siamo di fronte ad una crisi di sistema. E' interessante che non siamo di fronte ad un caso too big to fail (troppo grande per fallire), semplicemente la banca Ã" troppo interconnessa per fallire. La concentrazione nel mercato dei CDS (sia in termini di societÃ su cui sono stipulati i contratti che di attori) rende impossibile fare fallire uno di questi operatori. Una considerazione che era sfuggita a qualunque regolatore. I prezzi dei CDS mostrano due dati interessanti: uno positivo e uno negativo. In primo luogo sia nella prima fase della crisi che nella seconda fase il mercato ha riconosciuto i buoni e i cattivi: gli spread dei CDS delle banche americane solide (JP Morgan, Bank of America ed in parte Citi e Goldman Sachs) hanno continuato a viaggiare su livelli contenuti pari a quelli delle banche europee piÃ¹ solide mentre le banche in difficoltÃ venivano chiaramente identificate dal mercato con spread elevati (Lehman Brothers, AIG, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Wachovia). D'altro canto il rischio sistemico Ã" cresciuto in modo vertiginoso: dopo il salvataggio di Bear Stearns i prezzi dei CDS si muovono molto piÃ¹ all'unisono come se risentissero di fattori di sistema (l'interconnessione delle banche in difficoltÃ): il fenomeno Ã" divenuto eclatante nei giorni del fallimento di Lehman Brothers e del salvataggio di AIG. A conferma della diversa soliditÃ dei sistemi americano ed europeo abbiamo che lo spread dei CDS delle banche e delle assicurazioni italiane nel luglio 2007 era di 10 punti base ed era pari a quello delle banche europee ed inferiore di 5 punti base rispetto a quello delle banche americane; il 10 settembre 2008 lo spread delle banche italiane era 73 punti base mentre lo spread per le istituzioni finanziarie europee era 92 e per le banche commerciali americane era 175. Nella stessa giornata lo spread di Lehman era 542. Questo Ã" il meccanismo che si nasconde dietro la seconda fase della crisi che stiamo vivendo: mercato dei derivati del credito "fuori controllo" con una forte concentrazione degli attori e societÃ assicurate, crisi di fiducia sugli assets e quindi rischio di controparte e di insolvenza. E' bene distinguere le due fasi e le connesse falle del funzionamento del mercato e della regolazione per non compiere passi affrettati: sull'origine della crisi c'Ã" molto da lavorare, su questa seconda fase non c'Ã" altro che ripatrimonializzare le banche, oliare il mercato monetario, iniettare fiducia nel sistema e, ad un livello piÃ¹ strutturale, limitare l'effetto leva dell'ingegneria finanziaria.

ARTICOLI CORRELATI

ANATOMIA DELLA CRISI I: DALLE CARTOLARIZZAZIONI AI TOXIC ASSETS

di Emilio Barucci

Finanza - 9 ottobre 2008