

ALLE ORIGINI DELLA CRISI FINANZIARIA

# I 20 mesi CHE HANNO CAMBIATO il mondo

Un grande economista rilegge la storia del crac: dalle sue cause più evidenti fino a quelle nascoste. E lancia un allarme. Perché i «titoli tossici» sono ancora troppi.

di Marco Fortis \*



AGOSTO 2007:  
SCOPPIA LA «BOLLA»  
IMMOBILIARE:  
IL TIMES CRIDA  
ALLO SCANDALO  
DEL MATTONE

11 GENNAIO 2008  
LA FEDERAL RESERVE  
AVVERTE: IL MERCATO  
BORSISTICO CONTIENE  
«RISCHI ELEVATI»



La crisi finanziaria ed economica mondiale, la più grave dal 1929, parte da lontano. I 20 mesi che hanno cambiato il mondo traggono origine, come è noto, dalla «bolla» immobiliare che nella prima decade di questo secolo ha avuto il suo epicentro negli Stati Uniti coinvolgendo però anche diversi altri Paesi avanzati, tra cui i più colpiti sono oggi la Gran Bretagna, l'Irlanda e la Spagna.

Il disastro economico-finanziario è stato amplificato da un'incontrollata proliferazione a livello globale di nuovi strumenti finanziari, non regolamentati e poco trasparenti, moltiplicatisi a dismisura in stretto collegamento con la crescita della massa dei mutui per l'acquisto della casa. Un fenomeno poi degenerato con la diffusione a livello planetario, attraverso le grandi banche sistemiche e gli hedge fund, di un volume gigantesco di obbligazioni collateralizzate e altri titoli ad alto rischio che, con l'inversione del ciclo immobiliare e la caduta dei prezzi delle case, sono diventati rapidamente illiquidi e perciò senza al-

cun valore. Per questa ragione tali titoli sono stati chiamati «tossici», dato che hanno infettato e reso vulnerabili i bilanci delle banche e i patrimoni di milioni di famiglie in tutto il mondo. Provocando, in definitiva, una drammatica caduta delle Borse, il fallimento o la nazionalizzazione di molte grandi banche in difficoltà e innescando una spirale di sfiducia senza precedenti, che ha portato alla gelata dei consumi e degli investimenti in tutti i continenti, dall'America all'Europa, sino all'Asia.

In Italia un numero crescente di persone sta cominciando a prendere familiarità con le cause di questo crac, che però appare a molti ancora piuttosto incomprensibile in quanto si è originato quasi completamente al di fuori dei nostri confini. Infatti, anche se termini come mutui subprime o derivati sono ormai entrati a far parte del linguaggio corrente, la maggior parte dell'opinione pubblica del nostro Paese ancora non conosce be-

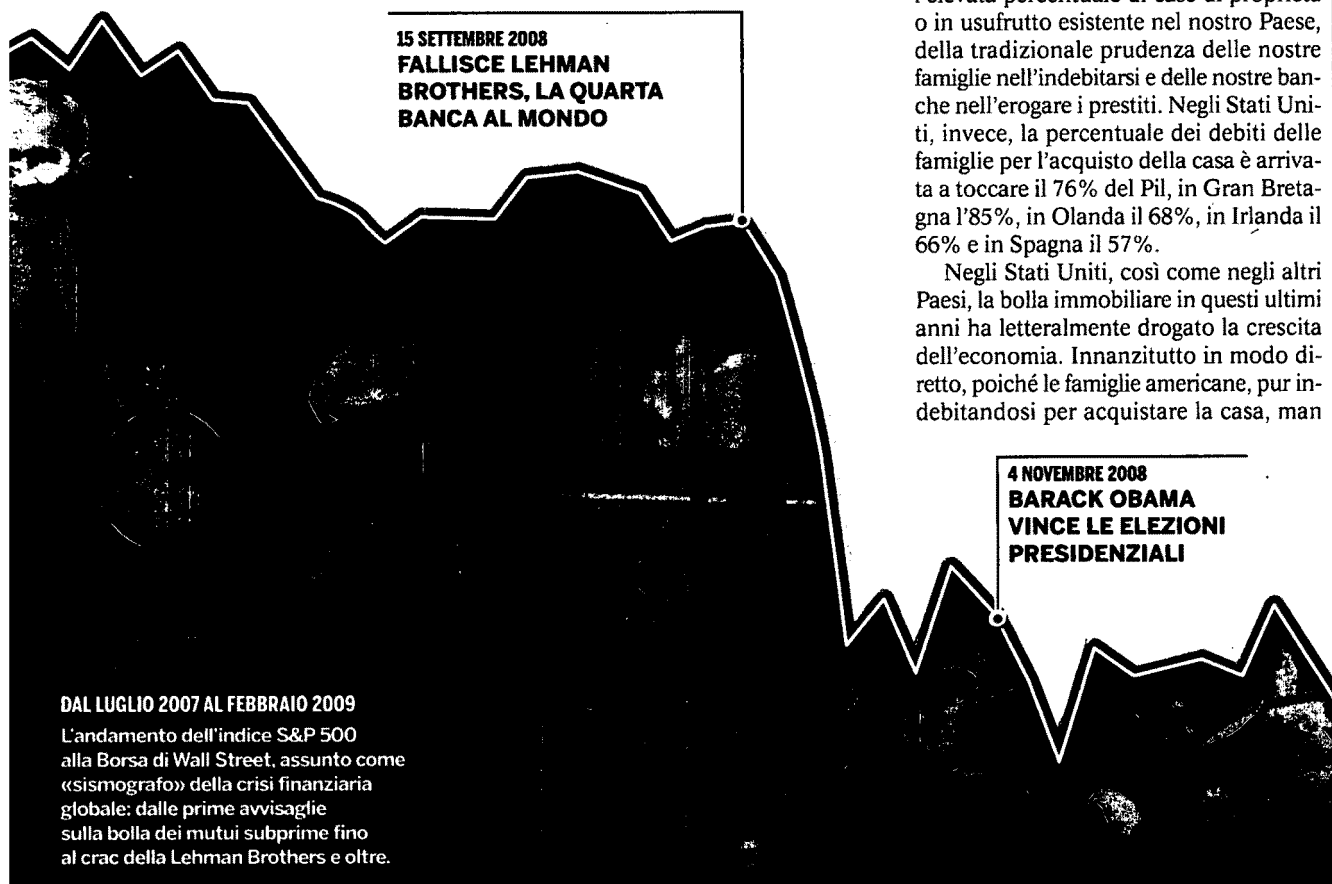
ne né i meccanismi né la reale portata della crisi stessa, benché questa purtroppo sia arrivata a toccare da vicino anche le famiglie e le imprese italiane. Diventa così fondamentale acquisire piena consapevolezza dei problemi dei debiti delle famiglie americane e inglesi, della grave crisi delle loro banche o di quella del disastro

settore delle costruzioni spagnolo, delle bancarotte che hanno colpito i sistemi finanziari dell'Islanda e dell'Irlanda, dei giganteschi squilibri creatisi tra il risparmio dell'Asia e l'indebitamento dell'America: perché questi problemi, che per lungo tempo possono esser-

ci apparsi distanti ed estranei, oggi stanno diventando sempre più anche nostri problemi, in quanto dobbiamo subirne le drammatiche conseguenze.

In Italia lo stock di debiti delle famiglie per l'acquisto della casa rappresenta una frazione marginale del Pil, pari nel 2007, secondo la Banca centrale europea (la Bce), ad appena il 17%. Ciò a causa dell'elevata percentuale di case di proprietà o in usufrutto esistente nel nostro Paese, della tradizionale prudenza delle nostre famiglie nell'indebitarsi e delle nostre banche nell'erogare i prestiti. Negli Stati Uniti, invece, la percentuale dei debiti delle famiglie per l'acquisto della casa è arrivata a toccare il 76% del Pil, in Gran Bretagna l'85%, in Olanda il 68%, in Irlanda il 66% e in Spagna il 57%.

Negli Stati Uniti, così come negli altri Paesi, la bolla immobiliare in questi ultimi anni ha letteralmente drogato la crescita dell'economia. Innanzitutto in modo diretto, poiché le famiglie americane, pur indebitandosi per acquistare la casa, man-



▷ mano che crescevano i valori immobiliari hanno presunto di essere diventate più ricche e perciò hanno consumato, se possibile, ancora di più e si sono indebitate ulteriormente. In secondo luogo perché la bolla immobiliare e quella dei consumi hanno sospinto a cascata tutti i settori dell'economia statunitense. Non soltanto le costruzioni e i comparti dei beni durevoli, ma anche il settore creditizio che ha addirittura creduto di aver trovato nella crescente massa dei mutui residenziali un pozzo senza fondo per moltiplicare ogni sorta di attività finanziarie derivate.

**RAPPORTO SPEZZATO.** Infatti, sul mercato immobiliare americano e di altri Paesi, come la Gran Bretagna, si è imposto in questi anni un nuovo modello di relazioni, che ha separato gli erogatori dei prestiti dai beneficiari dei mutui. Mentre un tempo era la banca o l'intermediario specializzato che in prima persona erogava o finanziava i mutui alle famiglie, sulla base di una conoscenza diretta delle stesse o di precise garanzie, questo rapporto si è spezzato. Negli Stati Uniti il mondo degli operatori immobiliari si è ampliato in modo disordinato e incontrollato. Sono stati concessi mutui con estrema facilità a tutti, anche ai disoccupati o a persone incapaci di offrire minime garanzie.

Un caso emblematico è quello della città di Cleveland dove la maggior parte dei mutui subprime, cioè dei prestiti a più alto rischio, è stata concessa alle famiglie afro-americane più disagiate con la creazione di situazioni sociali assolutamente esplosive, che alla fine sono sfociate in un enorme numero d'insolvenze e pignoramenti.

Nella fase iniziale del boom immobiliare, il grado di solvibilità dei debitori era diventato per il sistema finanziario statunitense un elemento quasi secondario o trascurabile. Ciò che contava era la massa in sé dei mutui raccolti, sulla base della quale ha potuto prosperare una sempre più articolata e frammentata filiera di intermediari. Ma, soprattutto, dalla massa dei mutui in continua espansione si è sviluppato un enorme business imperniato sull'emissione da parte delle banche e degli operatori finanziari di una immensa quantità di obbligazioni e di titoli varia-

### LA VERA SFIDA DEI PROSSIMI MESI NON RIGUARDERA IL SUCCESSO DEI PIANI DI SOSTEGNO, MA IL CONTROLLO DEI TITOLI TOSSICI.

mente strutturati, e legati ai mutui stessi. Le nuove frontiere della tecnofinanza hanno ritenuto di poter moltiplicare i debiti senza pericolo, confidando in avventurosi metodi probabilistici e di diversificazione del rischio. Si sono così erogati prestiti per l'acquisto della casa anche a cittadini senza alcun tipo di garanzia: i cosiddetti prestiti Ninja (cioè No Income No Job or Assets, in pratica destinati a nullatenenti).

Si sono poi «impacchettati» milioni di mutui, di cui buona parte subprime, in obbligazioni «collateralizzate» (le Collateralized Debt Obligations, Cdo), suddividendole in base a presunti rating di solvibilità: offrendo la tripla A alle obbligazioni apparentemente più sicure, garantite da agenzie paragonate come Fannie Mae e Freddie Mac, e attribuendo rating inferiori alle passività più rischiose come per esempio i cosiddetti «Jumbo» (i prestiti eccedenti i limiti di garanzia delle agenzie paragonate), scendendo sempre più in basso nella scala dell'affidabilità fino al livello dei titoli spazzatura.

Naturalmente, tutta questa attività ha

generato anche un grande lavoro per le agenzie di rating, che in questi anni sono prosperate e hanno guadagnato molto mostrando peraltro evidenti limiti in termini di serietà: esattamente come le banche e i fondi che hanno cavalcato l'onda della bolla immobiliare.

Ma non è tutto. Man mano che l'interesse degli investitori verso i titoli cartolarizzati aventi rating poco elevati è venuto meno, anziché arrestarsi il fenomeno dei mutui subprime e della finanza derivata si è rigenerato sotto nuove forme. Alcuni operatori hanno pensato di ritirare dal mercato i titoli meno appetibili e di rimpacchettarli in obbligazioni «collateralizzate al quadrato» (gli «squared Cdo») rese più attraenti con un opportuno mix di titoli spazzatura e di nuove passività con rating più elevati. E via di questo passo, arrivando ad architettare obbligazioni «collateralizzate al cubo» per collocare i titoli residuali più rischiosi con nuove operazioni di maquillage finanziario.

Così, con evidenti responsabilità da parte delle autorità di vigilanza, del tutto latitanti, si è costruito un gigantesco castello di carte: una ricchezza tanto fragile quanto illusoria, che è stata allocata in parte negli attivi patrimoniali delle ban-

## LA CRESCITA DELL'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE AMERICANE...

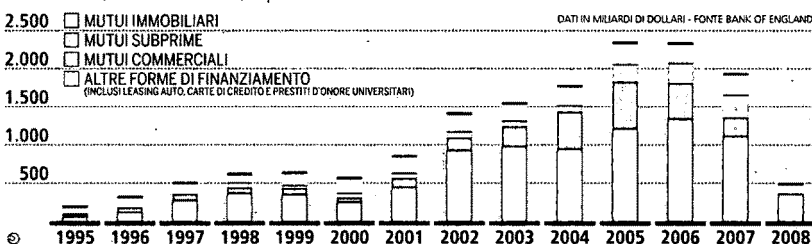
L'indebitamento delle famiglie americane tra 2001 e 2007: dati assoluti in miliardi di dollari correnti e in percentuale sul Prodotto interno lordo. Alla fine del 2007 il debito ha oltrepassato il Pil.

	PIL	DEBITI DELLE FAMIGLIE DI CUI:			DEBITI TOTALI DELLE FAMIGLIE IN % DEL PIL	DI CUI:	
		TOTALE DEBITI	MUTUI IPOTECARI PER LA CASA	CREDITO AL CONSUMO		MUTUI IPOTECARI IN % DEL PIL	CREDITO AL CONSUMO /PIL IN %
2001	10.128	7.683	5.328	1.892	75,9	52,6	18,7
2002	10.470	8.514	6.034	2.000	81,3	57,6	19,1
2003	10.961	9.500	6.886	2.104	86,7	62,8	19,2
2004	11.686	10.573	7.836	2.219	90,5	67,1	19,0
2005	12.422	11.740	8.873	2.314	94,5	71,4	18,6
2006	13.178	12.940	9.866	2.418	98,2	74,9	18,4
2007	13.808	13.815	10.540	2.552	100,1	76,3	18,5

FONTE: ELABORAZIONE DELLA FONDAZIONE EDISON SU DATI FEDERAL RESERVE, BCE E BANK OF ENGLAND.

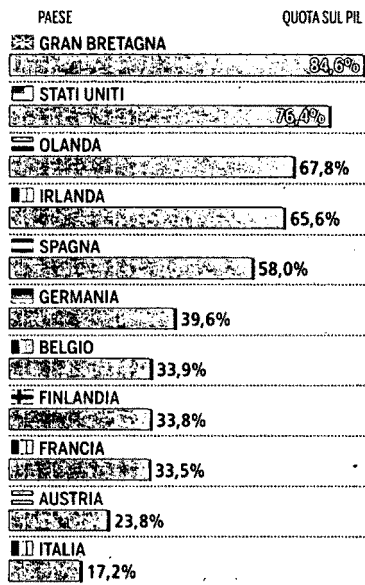
## ... E LA DIFFUSIONE DEI «TITOLI TOSSICI» A LIVELLO GLOBALE

L'emissione, tra 1995 e 2008, di prodotti finanziari basati sui mutui americani.



## LA GARA MONDIALE DEL DEBITO

I prestiti ottenuti dalle famiglie di 11 Paesi industrializzati per il solo acquisto della casa, in % del Pil. Dati alla fine del 2007.



che e in parte è stata diffusa dalle stesse banche su scala planetaria.

I titoli legati ai mutui immobiliari sono stati proposti al pubblico come alternative redditizie per la diversificazione dei portafogli. Ma questo è andato a danno di famiglie e investitori ignari dei pericoli legati a questo tipo di titoli, che pure vantavano immeritamento rating molto elevati. Ed è partita la diffusione mondiale del contagio: anche in Paesi come l'Italia, che pure non hanno vissuto la follia della bolla immobiliare e finanziaria.

Fino a quando i prezzi delle case sono rimasti elevati e i tassi di interesse sono rimasti bassi, il castello di carte è rimasto in piedi, per poi franare in modo disastroso, coinvolgendo le Borse e bruciando miliardi di dollari di capitalizzazione, a Wall Street come a Londra, a Tokyo come a Shanghai. Anche le obbligazioni e i titoli strutturati con i rating più elevati hanno perso qualunque valore di mercato e sono diventati illiquidi. Il governo americano ha dovuto nazionalizzare i due colossi del mercato immobiliare, Fannie Mae e Freddie Mac, accollandosi le loro perdi-

te. Le grandi banche sistemiche hanno dovuto svalutare in modo consistente i loro attivi appesantiti dai titoli tossici, le loro quotazioni di Borsa sono precipitate e le famiglie sono piombate nel pessimismo più cupo davanti al volatilizzarsi di gran parte dei loro risparmi.

Per quanto la crisi dell'economia reale possa aggravarsi in tutto il mondo, facendo aumentare ovunque le richieste di aiuti a favore dei settori in difficoltà, temo che la sfida dei prossimi mesi non sarà rappresentata tanto dal successo dei piani di sostegno che i governi metteranno in campo (e la cui efficacia, per quanto importante, sarà limitata e diluita in tempi lunghi), bensì - come bene ha detto sabato 14 febbraio anche Mario Draghi - dalla capacità di affrontare il nodo dello stock di titoli «tossici» ancora in circolazione e del contenimento degli effetti sistemici negativi della crisi bancaria e finanziaria mondiale che, purtroppo, potrebbe non avere ancora raggiunto il suo apice. ©

*\*vicepresidente di Fondazione Edison e docente di economia industriale all'Università Cattolica di Milano*