



Milano, 7 Ottobre 2008

Genesi della crisi dei mutui subprime negli USA e possibile evoluzione

“Nessuno è più cieco di chi non vuol vedere” (Il Profeta Geremia)

Concordo con molti economisti e analisti finanziari sul fatto che i bassi tassi di interesse, le aspettative euforiche sui prezzi immobiliari e l'innovazione finanziaria mal regolata abbiano contribuito alla crisi del mercato dei mutui subprime, ma non capisco come sia possibile che le funzioni di risk management di tutti gli istituti finanziari americani coinvolti nella crisi, le agenzie di rating, e gli organi di vigilanza USA non si siano accorti di nulla. Le cartolarizzazioni dei mutui subprime ed il loro successivo placement sul mercato come derivati (CDO, ABS, MBS) hanno ricevuto comunque rating ai massimi livelli AAA (investment grade) dalle agenzie di rating, il che fa pensare a potenziali conflitti d'interesse. Che dire poi delle policy e procedure di tutte le banche emittenti coinvolte, da sempre esperte nel controllo preventivo e proattivo della rischiosità dei portafogli di credito ipotecario (mortgage loans) tramite indicatori di early warning come le vintage analysis, l'aging di portafoglio, il credit scoring (application e behavioural scoring di FICO, NextGen, VantageScore, e di CE Score), le centrali rischi (Equifax, Experian, and TransUnion), delinquency / roll rates / flow rates analyses, metodologie internal ratings-based, classified accounts per le esposizioni corporate, CreditMetrics, VaR, i modelli di Basilea II, ed altri modelli. Impossibile pensare che tutte insieme abbiano perso la bussola e convinto anche le agenzie di rating della bontà dei loro portafogli di mutui trasformati poi in derivati e collocati nei portafogli dei fondi d'investimento di tutto il mondo come titoli a basso rischio. I deterioramenti dei portafogli di credito anche di profili subprime non si manifestano da un giorno all'altro. Tutto risulta un po' strano e difficile da credere, specie per operatori del credito e della finanza esperti e "navigati" come quelli americani.

L'unica spiegazione un po' plausibile è che evidentemente la combinazione di tassi d'interesse più bassi (politica monetaria espansiva), l'alto ricorso delle banche alla leva

finanziaria e a strumenti innovativi e più complessi di financial engineering (securitization e derivati), uniti all'alto tasso d'indebitamento delle famiglie ed una grande euforia sulla crescita del settore immobiliare, abbiano ulteriormente accentuato un certo "short-termism" del management delle banche e degli azionisti nell'orientamento al risultato.

Lo dimostrano le retribuzioni ed i bonus record dei manager americani del settore degli ultimi anni. A fronte di questi immediati benefici per i management ed azionisti forse qualche occhio di troppo è stato chiuso nel presidio del risk management e dei sistemi di auditing e credit review interni degli istituti di credito e delle banche d'affari. Ciò non spiega del tutto però la mancata rilevazione tempestiva e proattiva del problema da parte delle agenzie di rating, degli organi di vigilanza del mercato bancario e finanziario (FED, SEC), soprattutto se si pensa che i giganti del mortgage lending, Fannie Mae e Freddie Mac, che rappresentano oltre il 60% del mercato dei mutui negli U.S.A. sono di fatto agenzie semi-governative.

Forse non c'è stata un'attenta gestione del credito, del risk management e dei derivati e ci sono stati sicuramente scarsi controlli ma di certo almeno nel breve/medio periodo la rapida crescita del settore ha favorito sia i salari/bonus dei manager, i ROI delle banche e la politica espansiva dell' economia U.S.A.

Questi sono i rischi dello short-termism!

Adesso però bisogna pagare il conto, che è peraltro anche un po' salato almeno per i contribuenti, le persone che hanno perso casa e posto di lavoro, per le banche, assicurazioni ed altri istituzioni che sono falliti o che stanno per fallire, per chi ha investito nei titoli tossici e per il rischio non più tanto remoto di una recessione globale.

E dopo la crisi dei mutui subprime che cosa dovremo aspettarci? Probabilmente una ricaduta negativa anche sul mercato delle carte di credito, dei prestiti personali e di altre forme tecniche di "lending". Difficile da prevedere. Resta il fatto che negli U.S.A. e nel mercato U.K. il rapporto rata/reddito medio, e quindi l'esposizione a rischio di insolvenza (default) delle persone che hanno acceso un mutuo o altre forme tecniche di credito/affidamenti, è del 100%-130% contro il 40%-50% dell'Italia. L'effetto devastante di un doppio livello di "leverage" eccessivamente elevato negli U.S.A., costituito dall'alto ricorso all'indebitamento da parte delle famiglie e da una politica di "funding" delle banche

fortemente esposta su strumenti e veicoli (SPV) innovativi di securitization e di financial engineering (derivati) ha una più alta potenziale volatilità rispetto al tradizionale uso del mercato monetario (come ad esempio il mercato interbancario) o alla raccolta tramite depositi dei correntisti delle banche. Il grado d'indebitamento medio delle famiglie americane specie nei segmenti a più alto rischio d'insolvenza (sub-prime) è molto elevato e difficile da sostenere da parte delle stesse famiglie durante un quadro macroeconomico particolarmente avverso. La mancanza inoltre di "reali" severi controlli da parte delle agenzie di rating, degli organi di vigilanza, della corporate governance e delle unità di risk management ed internal audit delle banche sulle procedure, i processi ed i criteri di valutazione del merito creditizio e di gestione dei portafogli di credito, unite all'opera perversa di speculatori (crescente uso dei derivati), e di attività di short selling, hanno contribuito probabilmente al resto del danno. Certamente un cliente ad alto rischio di insolvenza e di fallimento (individuale - previsto negli U.S.A.) che non può rimborsare con facilità un mutuo, e che rischia di perdere la casa dove abita oltre al proprio posto di lavoro, avrà prima o poi difficoltà a rimborsare qualsiasi forma di esposizione creditizia. Inoltre il calo generale dei consumi e dello spending che potrebbe generarsi per effetto del possibile impatto sull'economia reale della crisi finanziaria (recessione globale) potrà incidere come ulteriore fattore negativo sui portafogli del comparto banking ed in particolare del retail banking e del consumer finance/credito al consumo e non solo negli U.S.A. La situazione potrà forse migliorare nel medio-lungo termine con interventi ben orchestrati da parte di governi e banche centrali, ma al momento i rischi sembrano essere ancora molto elevati in quanto le banche non si fidano più l'una dell'altre e non si prestano reciprocamente liquidità con la necessaria tranquillità di sempre per il timore del rischio di default della controparte (potenziali perdite nascoste). A testimonianza di ciò basta verificare gli alti tassi dei credit default swap e dei tassi interbancari (i.e. Libor), che malgrado tutti gli interventi e le garanzie offerte finora dai governi e banche centrali (immissioni di liquidità, riduzione dei tassi d'interesse, salvataggi da fallimenti delle banche, copertura del mercato delle commercial paper, ricapitalizzazioni, pseudo-nazionalizzazioni e garanzie varie) non accennano a scendere.

Il fatto che gli istituti di credito e le società d'investimenti basino la loro ragion d'essere, immagine e reputazione soprattutto sulla fiducia, la trasparenza, e l'affidabilità verso se stesse ed il cliente credo che ci dia un'idea sufficientemente chiara di quanto possa essere

veramente in crisi il sistema bancario e finanziario globale e non solo per gravi ma temporanei problemi di liquidità.

Datato il 7/10/2008 e REPRINT della sintesi in italiano del Working Paper del Prof. Ivo Pezzuto pubblicato presso la SMC di Zurigo

Prof. Ivo PEZZUTO

Docente Senior Area Marketing e Strategia e

Consulente di Direzione Aziendale

FONDAZIONE ISTUD PER LA CULTURA D'IMPRESA E DI GESTIONE

Corso Umberto I, 71 Stresa VB 28838

Tel. 0323 933801

Cell. 340 0907944

email: i.pezzuto@virgilio.it

email: ivo_pezzuto@istud.it

Skype account: i.pezzuto

© 2008 COPYRIGHTS. ALL RIGHTS RESERVED. TUTTI I DIRITTI RISERVATI.