

COME CROLLA UN SISTEMA

I mutui, la crisi globale e l'effetto Michael Jackson

TOMMASO MONACELLI

ROMA

Dietro il sistema dei *subprime* non c'è né una bolla né un eccesso di avidità, ma un meccanismo razionale sostenuto da aspettative euforiche sull'andamento futuro dei prezzi immobiliari. Ed è questo forse l'unico elemento effettivamente non razionale. Quando i prezzi sono crollati contemporaneamente in tutti gli Stati Uniti, si è verificata la realizzazione di un rischio aggregato, come tale non diversificabile. Travolgendo le compagnie assicurative che garantivano il funzionamento di tutto il meccanismo. E che per lo stesso motivo sono poi state salvate.

Supponete di essere un cantante proprietario dei diritti su un famoso brano musicale di qualche anno fa. Supponete di essere un po' in declino, di fama ed economico, e di avere bisogno di liquidità: sareste un individuo ideale per attivare un processo di *asset-backed securitization* (Abs). In altre parole: vi indebitate e garantite di ripagare il debito con il flusso futuro di entrate derivanti dalle *royalties*. Niente di più utile quindi: il cosiddetto processo di Abs permette di trasformare un asset "illiquido" (i vostri diritti sono difficili da vendere direttamente) in una disponibilità ampia e immediata di liquidità. Se voi foste un creditore, prestereste soldi al cantante, magari se questo cantante è Michael Jackson? Credo di sì: le *royalties* sui suoi successi sono una garanzia.

Banche, assicurazioni e famiglie Sostituite ora il cantante con la banca A, che ha bisogno di fondi o che semplicemente vuole fare profitti. E sostituite le *royalties* con il flusso futuro atteso delle rate di un mutuo immobiliare. La banca A estende un mutuo contemporaneamente a cento famiglie, di diversa rischiosità. Quindi bussa alla porta della banca B per chiedere un prestito, e garantisce il pre-

stito con il flusso futuro atteso delle rate dei mutui. Si attiva una particolare forma di Abs chiamata Mbs, *mortgage-backed security*. Anche in questo caso asset illiquidi (i mutui) sono sintetizzati in modo da trasformarsi in liquidità immediata per la banca, che a sua volta serve per finanziare investimenti delle imprese, o per estendere nuovi crediti ad altre famiglie. In alternativa, la banca A può semplicemente vendere questo titolo alla banca B.

Il tutto sembra una buona idea, sia per la banca A, che per le famiglie che riescono a comprarsi una casa. Ma a due condizioni. Primo, che il gruppo di famiglie sia sufficientemente diversificato nel rischio: nel gruppo non ci devono essere caratteristiche troppo simili che potrebbero portare tutte le famiglie a fallire contemporaneamente. Esempio estremo: tutte le famiglie vivono nella stessa città colpita dalla chiusura di una azienda. Secondo, che esista una certa fiducia nel fatto che il valore di questi asset - i mutui e quindi le case sottostanti - continui a crescere nel tempo. Quando c'è fiducia nel fatto che i prezzi delle case continuino a crescere nel tempo, se anche un certo numero di famiglie dovesse fallire, sarà sempre possibile rivalearsi in futuro su immobili il cui valore è cresciuto nel tempo. Nella maggior parte dei casi, con un mercato immobiliare in pieno boom, un buon affare, nonostante il fallimento del debitore (la famiglia).

In tutto questo, come è tutelata la banca B? Se le due condizioni sono verificate, la banca B non dovrebbe avere problemi a prestare soldi alla banca A, oppure ad acquistare il titolo. Di solito, però, nel passaggio dalla banca A alla banca B interviene un altro operatore: tipicamente una agenzia assicurativa. Il ruolo della agenzia assicurativa (pubblica o privata) è cruciale, perché garantisce la bontà del credito sottostante al titolo e quindi permette che possa avere un mercato.

Senza questa assicurazione tutto il processo si bloccherebbe: non solo la banca B sareb-

be più riluttante a comprare il titolo dalla banca A, ma la stessa banca A non attiverebbe il processo di Abs fin dall'inizio.

Questa è l'anatomia del sistema di *asset-backed securitization* che è cresciuto a dismisura negli Stati Uniti negli anni Novanta e Duemila. Il sistema funziona così. Lo sviluppo dell'innovazione finanziaria di tipo Abs permette prospettive di ripartizione del rischio per gli operatori finanziari mai viste prima. Questo induce gli operatori stessi a una concorrenza sempre più ampia nell'estendere credito, soprattutto immobiliare, spingendo al rialzo la domanda di investimento immobiliare, e quindi i prezzi. A sua volta, prezzi immobiliari più alti e, soprattutto, la fiducia in continui rialzi futuri, innescano un meccanismo di accelerazione, perché inducono a rafforzare il processo di Abs, che a sua volta

genera una ulteriore spinta delle domanda di mutui e dei prezzi delle case, e così via. Aggiungete, a partire dal 2001, tassi di interesse estremamente bassi e il quadro appare chiaro. Non una "bolla" quindi, ammesso che qualcu-

no ne abbia chiaro il significato, né un eccesso di avidità o di mancanza di etica, ma un meccanismo razionale sostenuto da un ingrediente centrale, forse l'unico effettivamente non razionale: le aspettative euforiche sull'andamento futuro dei prezzi immobiliari.

Quando arriva la crisi Supponete infatti che a un certo punto i prezzi immobiliari comincino a crollare. Ma soprattutto, che lo facciano in tutto il paese contemporaneamente, dalla periferia di Phoenix alle spiagge di Miami. La seconda condizione perché il processo di Abs stia in piedi viene quindi a mancare. Ma improvvisamente, proprio perché il crollo è generalizzato, viene anche a mancare la prima, che la rischiosità delle famiglie sia sufficientemente diversificata. Tecnicamente, il crollo generalizzato dei prezzi immobiliari corrisponde alla realizzazione di un rischio aggregato, che, come tale, non è diversificabile: se fallisce la famiglia della periferia di Pho-

La grande trappola

Prestereste soldi a un cantante? Se è molto famoso sì. È ciò che è avvenuto con le banche