UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

La crisi finanziaria del 2008: il contesto economico e le cause scatenanti

The 2008 financial crisis: economic context and triggers

Relatore:
Prof. Roberto Esposti

Rapporto Finale di:
Francesco Maria Alessandrini

Anno Accademico 2018/2019

INDICE:

Introduzione 2

Cap. 1: Scenario pre-crisi: il contesto economico dal 1929 al 2008 5

1.1: La Grande Depressione 5

1.2: Criticità del sistema bancario 7

1.2.1: Il Glass-Steagall Act 9

1.2.2: Il Gramm-Leach-Bliley Act 12

Cap. 2: I primi anni 2000 e il boom del mercato immobiliare 16

2.1: I mutui subprime 17

2.2: La cartolarizzazione 20

Cap. 3 – Le agenzie di rating 26

3.1: L'effetto "cliff" 30

3.2: Il timing dei processi di revisione e rilevanza attribuita 31

3.3: Il conflitto d'interesse 32

Conclusione 33

Bibliografia 35

Sitografia 36

INTRODUZIONE

La crisi finanziaria del 2008, conosciuta anche come grande recessione, è considerata la più grave crisi finanziaria dopo quella del ’29.
In questo elaborato si illustreranno quali furono le principali cause che la provocarono e si descriverà lo scenario economico in cui si formò, espandendosi da un contesto prettamente finanziario fino ad inficiare tutto il sistema.

Nel primo capitolo, si illustrerà lo scenario economico americano dei primi anni 2000. Dopo un breve cenno sulla crisi del 1929 verrà preso in esame il processo di regolamentazione del sistema bancario avviato al fine di evitare ciò che successe durante la grande depressione. L’intento era infatti quello di avere totale indipendenza e separazione tra banche commerciali e banche d’investimento; creare basi solide nel sistema bancario, per evitare che una crisi originatasi in settori puramente finanziari contagiasse in maniera diretta l’economia reale.
Vedremo però come un crescente sviluppo dei mercati finanziari e una maggiore attrattività verso di essi abbia richiesto una modernizzazione della normativa vigente in quel periodo (Il Glass-Steagall Act) per dare spazio ad un disegno di legge più innovativo che avrebbe permesso ai due intermediari di operare congiuntamente (Il Gramm-Leach-Bliley Act).

Iniziò così una fase di deregolamentazione che determinò la crescente integrazione e la formazione di uno stretto legame tra banche commerciali e società finanziarie, creando quella situazione che gli U.S.A. avevano fortemente voluto evitare già dai periodi successivi al 1929.

Nel secondo capitolo invece cercheremo di spiegare perché i mutui subprime vengano ritenuti una delle principali cause dello scoppio di questa crisi.
Il mercato immobiliare, nei primi anni 2000, era in continua ascesa, la liquidità nei mercati dei capitali era abbondante e il settore finanziario offriva rendimenti notevoli con premi al rischio elevati. Il numero dei finanziamenti concessi dalle banche cresceva per far fronte all'ingente domanda di beni immobili ma gli intermediari non erano preoccupati da ciò poiché, come garanzia al finanziamento, veniva rilasciata l'ipoteca sul bene stesso che aumentava di giorno in giorno il suo valore.
Per poter erogare più mutui e dunque aumentare i profitti, le banche misero in piedi massicci processi di cartolarizzazione rientrando così in tempi rapidi della disponibilità del denaro prestato che poteva essere usato per erogare nuovi mutui. Dunque espansero le attività in relazione al capitale proprio (*leverage*) attraverso la vendita di titoli strutturati trasferendo così il rischio di insolvenza a soggetti terzi.

Nel terzo capitolo verrà esaminato il *business* delle agenzie di *rating*.

Queste società hanno il compito di dare un giudizio sul grado di stabilità economico-finanziaria e affidabilità circa l'oggetto di analisi, riducendo dunque problematiche derivanti da asimmetria informativa. Gli investitori infatti, considerano attentamente i giudizi di merito (*rates*) attribuiti da queste società, prima di aprire posizioni nei mercati e di effettuare operazioni che si addicano al loro livello di propensione al rischio.

Nel 2008 si verificarono però situazioni ambigue: fallirono infatti diverse società i cui titoli erano giudicati come privi di rischio. Questa situazione paradossale mette in luce diversi limiti che hanno le agenzie di rating. Verranno dunque esaminate tali manchevolezze che hanno inoltre contribuito a velocizzare lo scoppio della crisi e ad aumentarne gli effetti.

CAPITOLO 1 - SCENARIO PRE-CRISI: IL CONTESTO ECONOMICO DAL 1929 AL 2008

Prima di parlare di deregolamentazione finanziaria, che, come preannunciato nell'introduzione, sarà il focus di questo capitolo, è di rilevante importanza cercare di capire quella che era la normativa in ambito finanziario (soprattutto nel settore bancario) negli Stati Uniti prima dell'avvio di questo processo di financial deregulation.

1.1 LA GRANDE DEPRESSIONE

Siamo nel 1929 e l'America si avviava ad affrontare una situazione che si rivelerà disastrosa per l'economia mondiale; un evento così grande e così devastante che venne definito Grande Depressione.

Nei periodi postumi alla prima guerra mondiale, gli Stati Uniti conobbero una fase di prosperità e crescita economica causata da importanti innovazioni in ambito industriale e tecnologico. Le aspettative per il futuro erano pressoché positive e l'attrazione verso operazioni speculative in mercati in forte rialzo era sempre maggiore.

Questo clima di "euforia", positività e convinzione che ci si stava avviando verso periodi di crescita e sviluppo senza fine, fu tra le cause che portò alla formazione di una bolla finanziaria la quale andava di giorno in giorno ingigantendosi sempre più.

I prezzi delle azioni aumentavano e i profitti generati dalla compravendita di valori mobiliari era un elemento di attrazione verso questo tipo di attività.

Le quotazioni dei titoli crescevano quasi esclusivamente per azione della grande richiesta di questi (bolla finanziaria), ed infatti la tendenza di ogni investitore era quella di sostenere la domanda al fine di aumentare il valore del proprio portafoglio titoli.

Le bolle finanziarie sono però elementi tipici di mercati in forte crescita basati quasi esclusivamente su aspettative (positive) e su speculazioni; un eventuale "scoppio" di queste comporta, nella totalità dei casi, conseguenze negative per i mercati finanziari e per l'economia reale: se infatti il valore di un'azione smette di crescere, si tenderà a vendere il titolo per non avere una perdita dovuta ad una minusvalenza da realizzo.

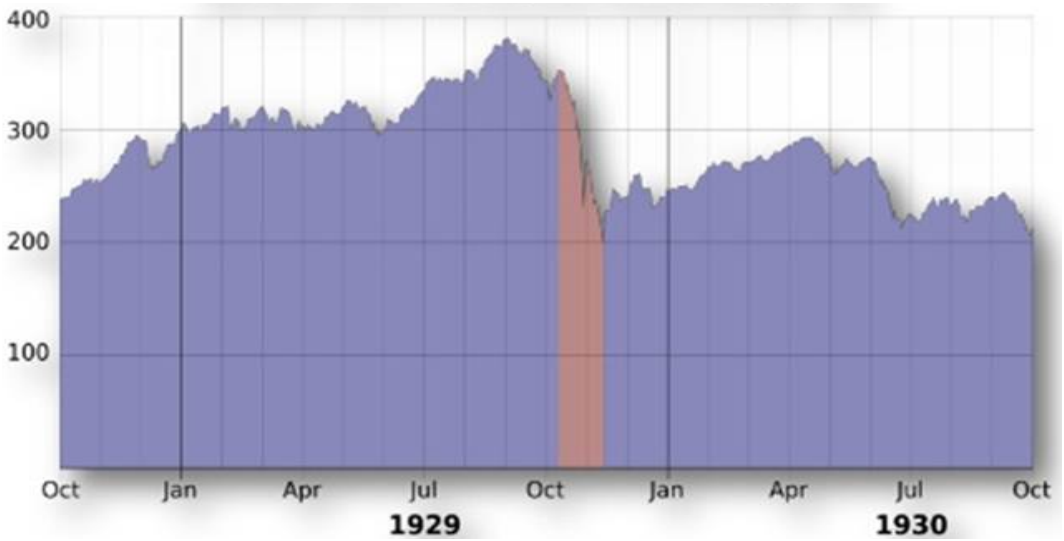
Si inizia perciò a preferire detenere ricchezza in forma liquida (nonostante non sia remunerativa) piuttosto che correre il rischio di una svalutazione del proprio portafoglio[1].

Questo è proprio quello che si verificò successivamente: dopo infatti un continuo rialzo dei prezzi di asset mobiliari, il 29 ottobre 1929 (conosciuto anche come martedì nero) fu il giorno in cui la borsa valori del New York Stock Exchange

[1] Questo è un tipico esempio del concetto che in economia viene definito come "*Cash is king*"

registrò un rapido e repentino crollo (Fig. 1.1) e, alla chiusura del mercato, le azioni scambiate in quella data ammontavano ad un totale di 16,4 milioni.

Fig. 1.1: Andamento dell'indice Dow Jones tra il 1929 e il 1930



Fonte: CONSOB

Il panico si diffuse dagli operatori di borsa ai semplici risparmiatori i quali pur non possedendo azioni cercarono di mettere al riparo i propri risparmi prelevandoli in massa dalle banche (corsa agli sportelli) e dando inizio ad una crisi di liquidità.

1.2 CRITICITÀ DEL SISTEMA BANCARIO

Questo breve sunto è servito a comprendere che il mercato finanziario e il settore bancario necessitavano di norme e disposizioni che avrebbero costituito una solida

base per lo svolgimento di attività finanziarie affinché non si verificasse più, neanche lontanamente, la situazione precedentemente illustrata.

Arriviamo così al 1931 in cui il Senato degli Stati Uniti istituì una commissione: lo scopo di questa era quello di indagare circa il malfunzionamento del settore bancario e cercare di capire quali furono le principali cause che portarono alla situazione precedentemente descritta.

Sulla scia del crollo del mercato azionario del 1929 e della successiva Grande Depressione, il Congresso era infatti preoccupato che l'attività tipica di banche commerciali[2] sarebbe potuta andare in default, quindi vi era il desiderio di dare vita ad un disegno di legge che limitasse l'uso del credito bancario per fini speculativi e indirizzasse tale credito verso quello che Glass e Steagall (i maggiori promotori di questa riforma) ritenevano fosse un uso più produttivo e a beneficio dell'intera economia.

Nel giro di due anni, la Pecora Commission che prendeva il nome da uno dei capi di questa commissione, ossia Ferdinando Pecora, portò alla luce risultati importanti

[2] Nel settore bancario è di rilevante importanza la classificazione che viene fatta tra istituti bancari a carattere commerciale e banche d'investimento.
L'attività tipica delle prime è quella di raccolta del risparmio ed esercizio del credito; operano sostanzialmente nel breve periodo in attività con profili di rischio più bassi. Le banche d'investimento o banche d'affari si occupano di operazioni tipiche del mondo finanziario quali consulenze per imprenditori, gestione di acquisizioni e fusioni aziendali e amministrazione di fondi d'investimento, quindi la loro attività si occupa di intermediare i fondi tra soggetti in surplus e soggetti in deficit convogliando il risparmio privato verso forme d'investimento di lungo periodo.

sulla base dei quali il Congresso degli Stati Uniti emanò il 16 giugno 1933, appunto, il Glass-Steagall Act. (Ruggeri, 2009)

I punti critici che vennero fuori dall'indagine possono essere riassunti nel seguente modo:

- le banche commerciali e le banche d'investimento non erano organi separati ma operavano congiuntamente, infatti i depositi dei clienti erano utilizzati per la compravendita di titoli a fini puramente speculativi;
- le banche davano consigli d'investimento non conformi a quello che è il target di rendimento/rischio di ogni cliente;

Da tali criticità è facilmente deducibile che, data questa situazione, le banche sono fortemente esposte ad un conflitto d'interesse che va a totale svantaggio dei depositanti; in altre parole se una banca che cura il collocamento nel mercato dei titoli di un'impresa è la stessa che le ha concesso un prestito ed è la stessa che si occupa di attività di raccolta di risparmio, essa sarà fortemente interessata a recuperare il capitale ceduto all'impresa, dunque consiglierà ai sui clienti di acquistare i titoli da lei detenuti (che sono appunto i titoli della società che ha finanziato) indipendentemente dalla qualità del titolo stesso o dall'andamento dell'azienda.

1.2.1: Il Glass-Steagall Act

Per il senatore Carter Glass e il deputato Henry B. Steagall questa fatto andava

sistemato immediatamente e occorreva fare in modo che le due tipologie di intermediari precedentemente citati operassero indipendentemente gli uni dagli altri. Se vogliamo infatti riassumere le innovazioni portate in ambito finanziario dal Glass-Steagall Act[3], i punti principali che emergono da questo disegno di legge sono:

a. una netta separazione tra banche commerciali e banche d'investimento
b. l'istituzione del Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

Erano perciò vietati tutti i tipi di rapporto tra banche commerciali e società impegnate principalmente nell'emissione, nella sottoscrizione e nella vendita di titoli mobiliari; si proibiva alle banche d'investimento l'attività di raccolta del risparmio e di esercizio del credito; ed era anche imposto il divieto per tutti i dirigenti di banche commerciali di essere collegati in maniera diretta nel management di società impegnate principalmente nell'acquisto, nella vendita o nella negoziazione di titoli.

La ratio di questo provvedimento era quella di evitare una situazione in cui il fallimento di società d'investimento avesse comportato una crisi nelle banche tradizionali.

In altre parole, si voleva evitare che l'economia reale fosse esposta in maniera diretta al pericolo di eventi negativi di natura prettamente finanziaria

[3] Per l'intero atto si rimanda al *Banking Act of 1933* emanato il 16 giugno 1933

Inoltre, come citato nel punto b), si istituiva il FDIC cioè un organo indipendente dal Governo americano e dalla Federal Reserve il quale aveva il compito di fornire un'assicurazione sui depositi delle banche sottostanti il Federal Reserve System per un importo fino a $250.000, e vigilare sulla solvibilità delle banche statali non appartenenti a questo sistema, al fine di evitare corse agli sportelli come quella del 1929. A questo disegno di legge vennero però riconosciuti dei limiti: se guardiamo la sezione 20 del Glass-Steagall Act notiamo come l'uso di un avverbio abbia permesso un "raggiro" di questa norma. (Mahon, 2013)

Si legge infatti:

«*After one year from the date of the enactment of this Act, no member bank shall be affiliated in any manner described in section 2 (b) hereof with any corporation, association, business trust, or other similar organization engaged principally in the issue, flotation, underwriting, public sale, or distribution at wholesale or retail or through syndicate participation of stocks, bonds, debentures, notes, or other securities*»[4]

Quindi le società che non potevano operare congiuntamente alle banche commerciali erano quelle la cui attività "principale" fosse stata quella di emissione, quotazione, sottoscrizione, vendita al pubblico ecc.

È facile dunque immaginarci come si siano potute formare collaborazioni tra

[4] Riferimento: Section 20, *Banking Act of 1933*

banche commerciali e società d'investimento facendo si che quest'ultime siano risultate come imprese con un'attività tipica diversa da quelle sopra citate ma che in parte si occupavano di attività puramente finanziarie.

1.2.2: Il Gramm-Leach-Bliley Act

La situazione che si aveva negli anni successivi al 1933 fu dunque quella di un tentativo di raggiro della normativa da parte degli intermediari finanziari.

Il mercato finanziario era in espansione; la FED allentò le restrizioni imposte dal Glass-Steagall Act sulle banche commerciali permettendo loro la compravendita di titoli con il limite che l'utile derivante da queste attività non superasse il 25% dell'utile complessivo.

Il trend che si stava seguendo dopo una fase di regolamentazione avviata come conseguenza alla crisi del 1929, era completamente opposto. Ricominciarono perciò le interazioni tra le due tipologie di banche e si aggiunsero anche accordi con società assicurative. La situazione era quella di un mercato finanziario che tendeva a concentrarsi in pochi intermediari ma di dimensioni sempre maggiori.

Evento culminante di questo processo fu la fusione che si ebbe l'8 ottobre 1998 tra la banca commerciale Citicorp e la conglomerata finanziaria Travelers Group: queste due società, dalla loro unione, diedero vita ad una compagnia di servizi finanziari denominata Citigroup dal valore di 140 milioni di dollari. (Martin, 1998)

Nonostante questa operazione violasse la vigente norma, per il gruppo non fu previsto alcun tipo di sanzione.

Lo scenario che si stava consolidando era dunque quello in cui il settore bancario vedeva ridursi i profitti derivanti dalla loro attività tipica (raccolta del risparmio e di esercizio del credito) e, a causa del processo di deregolamentazione che stava prendendo atto, l'attività d'investimento acquisiva maggiore rilevanza rispetto all'operato tradizionale delle banche commerciali.

La normativa in vigore era diventata obsoleta e gli intermediari finanziari erano sempre meno ma con attività più concentrata; era inevitabile e strettamente necessario introdurre una legislazione che fosse "al passo con i tempi", che fosse dunque adeguata alla modernizzazione del sistema finanziario e al processo di diversificazione attuato dagli intermediari.

Si arrivò dunque alla formazione della nuova normativa: nel 1999, il presidente in carica Bill Clinton firmò per l'abrogazione del Glass-Steagall Act e venne emanata la Gramm-Leach-Bliley Act.

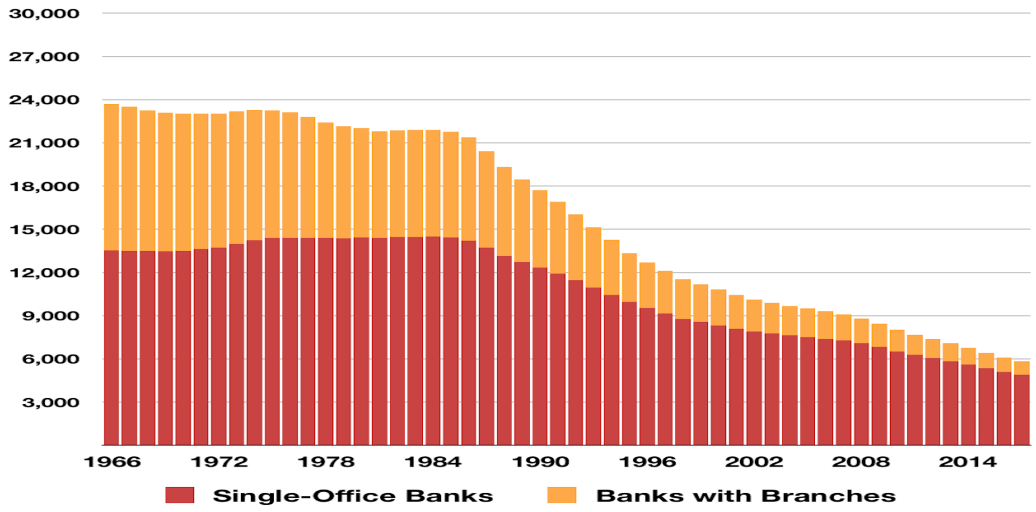
L'intento era quello di creare un sistema bancari basato sul concetto di banca universale capace di conciliare attività di prestito a lungo termine, di offrire servizi di finanziamento e di investimento, di occuparsi di IPO[5] e di garantire la semplice attività di sportello.

[5] IPO è l'acronimo di "initial public offering". Sta ad identificare tutta quella serie di attività offerte verso un'impresa che intenda quotarsi per la prima volta sul mercato.

Dall'emanazione di questa nuova normativa possiamo identificare un ulteriore step: gli intermediari si ridussero ulteriormente (Fig. 1.2), aumentarono la loro dimensione e diversificarono le loro attività offrendo servizi che, precedentemente a questa normativa, non potevano essere offerti dallo stesso operatore.

Osservando l'immagine seguente si riesce ad avere un'idea di quando si sia ridotto il numero delle banche seguendo un trend negativo che si verificava già dagli anni 60 del XX secolo.

Fig. 1.2: Numero delle banche commerciali negli Stati Uniti dal 1966 al 2017



Fonte: Federal Deposit Insurance Corporation

Iniziò inoltre a diffondersi l'ideologia del "*too big to fail*": gli intermediari stavano acquisendo un peso talmente rilevante all'interno dell'intero settore finanziario che

un possibile loro fallimento avrebbe comportato conseguenze negative a causa dell'interconnessione che si era creata tra questi grandi players e a causa del grande volume d'affari che girava intorno a questi, quindi la loro azione teneva in considerazione un ipotetico e possibile "aiuto" derivante dai fondi pubblici in caso di fallimento[6]. Si capisce che, in queste condizioni, l'operato di un soggetto qualunque (in questo caso parliamo dei vari intermediari) può modificarsi di molto: con la sicurezza di interventi da parte dello stato, in caso di un eventuale default, la propensione al rischio aumenta fortemente e si portano a conclusione operazioni che in condizioni normali non si sarebbero effettuate.

Capiamo perciò come, con un passaggio da una fase di regolamentazione ad una di deregolamentazione, si siano potute creare le basi per lo sviluppo di una grande crisi com'è stata quella del 2008.

L'unione di banche commerciali e banche d'investimento ha dunque fatto si che una crisi originatasi in un settore finanziario (come la crisi dei subprime) abbia potuto avere effetti conseguenti in un settore che il Glass-Steagall Act aveva cercato di proteggere: quello dell'economia reale.

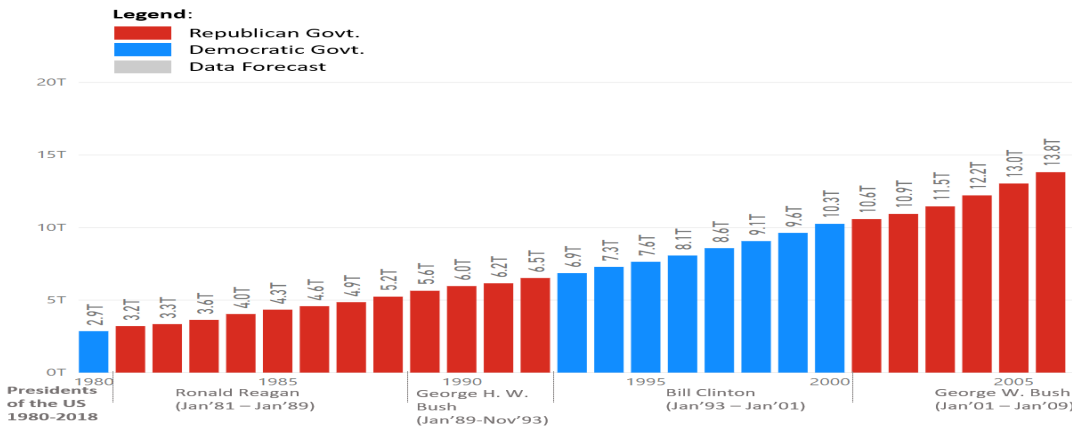
[6] Alan Greenspan, economista americano, criticò questo aspetto affermando, con un gioco di parole, "*If they're too big to fail, they're too big*".

CAPITOLO 2 - I PRIMI ANNI 2000
E IL BOOM DEL MERCATO IMMOBILIARE

Dopo la crisi del 1929, parallelamente al processo di deregolamentazione che abbiamo precedentemente richiamato, l'America ha assistito ad una fase di grande crescita economica: dopo il rivoluzionario programma di riforme economiche messe in atto dall'allora presidente degli Stati Uniti F.D. Roosevelt che ha permesso all'America di riprendersi da un periodo di crisi, l'economia americana è cresciuta quasi ininterrottamente.

Un'impennata del tasso di crescita del P.I.L. si è avuta soprattutto a partire dagli anni 2000 (Fig. 2.1) in concomitanza al trend positivo che si osservava in un mercato immobiliare "dalle grandi aspettative".

Fig. 2.1: PIL americano in triliardi di dollari dal 1980 al 2006



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Sostenere la crescita del settore immobiliare è stato infatti un po' l'obiettivo di tutti i presidenti in carica, e nello specifico, Bill Clinton si espose fortemente a riguardo. Il suo intento era quello di stimolare la domanda di beni immobili cercando di rendere più accessibile questo mercato.

2.1: I MUTUI SUBPRIME

È proprio in questo contesto che si inseriscono i mutui subprime.

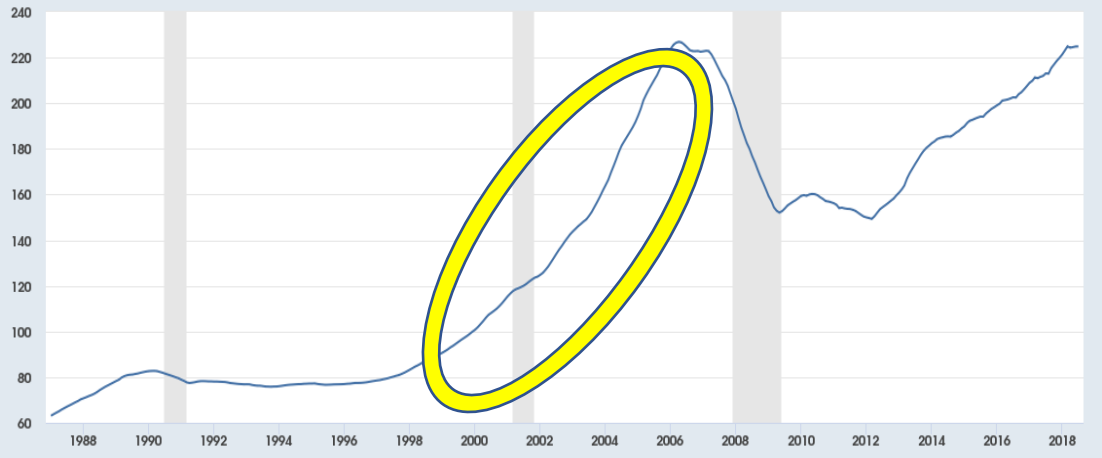
Etimologicamente subprime significa "sotto il livello primario", infatti questo termine viene associato a tutti quei prestiti concessi a chi normalmente, secondo i classici parametri definiti anche dalla legge del buon padre di famiglia o del buon banchiere, non sarebbe in condizioni di avere un finanziamento, a causa di insolvenze precedenti o in mancanza di garanzie collaterali (Martigli, 2009).

In sostanza dunque erano mutui che avevano un grande rischio di controparte e che in condizioni "normali" nessuna banca avrebbe mai concesso[7].

Se però si considera il contesto di riferimento, cioè quello che vedeva nei primi anni 2000 il settore immobiliare in forte crescita (Fig. 2.2) e l'attuazione di politiche monetari accomodanti da parte della FED che permettevano di mantenere bassi i tassi d'interesse, allora il ragionamento cambia completamente.

[7] Questi finanziamenti ricevettero diversi nominativi assegnati dalla stampa americana.
Spesso infatti si parlava di *Ninja loan* riferendosi al fatto che i mutuatari fossero soggetti "*no income, no job, no asset*" cioè senza reddito, senza lavoro e senza beni (in garanzia); altre volte si utilizzava il termine "*second chance*"

Fig. 2.2: Indice S&P/Case-Shiller Home Price



Fonte: Standard & Poor's

Le banche infatti erano disposte ad erogare questi finanziamenti poiché, come garanzia alla somma di denaro prestata, vi era il bene immobile stesso. Spieghiamo meglio questo concetto: i cittadini americani nei primi anni 2000 erano sempre più attratti verso l'acquisto di un bene immobile, sia per motivi personali, sia perchè vedevano aumentare di giorno in giorno il loro valore[8].

Infatti una successiva e conseguente cessione del bene, avrebbe fatto guadagnare proprio sulla differenza tra il prezzo d'acquisto e il prezzo di vendita.

Poiché però l'acquisto di un'abitazione non è un elemento accessibile a chiunque,

[8] *House flipping* è proprio il termine che descrive il processo di acquisto di un immobile e la successiva rivendita a scopo di lucro.

la cosa più logica era quella di recarsi in banca per chiedere denaro per poter acquistare il bene immobile.

In condizioni "normali" la banca, prima di concedere un finanziamento, si assicura che il soggetto prenditore del fondo sia in grado di poterlo restituire. Ma se il mercato immobiliare segue un trend fortemente positivo, le banche sono molto più flessibili circa il controllo del merito creditizio poiché se prestano denaro per l'acquisto di un immobile, in caso di insolvenza del mutuatario, hanno in garanzia l'ipoteca sull'immobile stesso, che potranno poi rivendere per recuperare il capitale prestato.

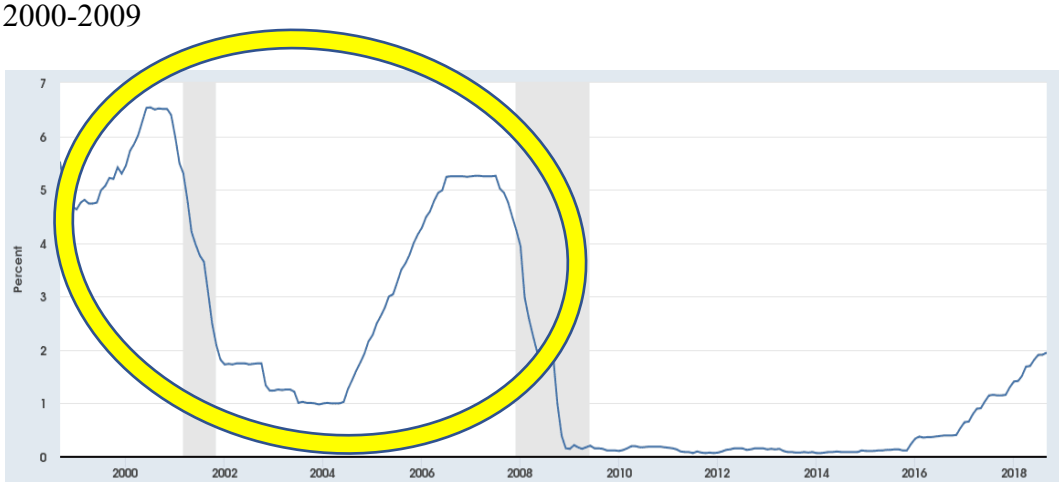
Aggiungiamo però un altro elemento: i subprime per definizione erano mutui concessi a soggetti più rischiosi. Quindi la condizione necessaria è che a tali finanziamenti venga applicato un tasso maggiore poiché, come si sa, in economia ad un maggiore rischio corrisponde un maggiore interesse[9]. Inoltre i mutui subprime avevano un tasso variabile, erano infatti indicizzati ai tassi d'interesse applicati dalla FED, quindi se questo tasso aumentava, di conseguenza cresceva l'importo delle varie rate da pagare.

Fino a che, perciò, la banca centrale americana manteneva il tasso d'interesse basso, il pagamento del mutuo risultava sostenibile; quando però la FED iniziò ad

[9]L'aggettivo subprime sta proprio ad indicare la qualità inferiore del tasso d'interesse applicato a questi finanziamenti, in contrapposizione al prime rate che, invece, è un tasso minimo d'interesse privilegiato, che le banche praticano su prestiti e fidi ai clienti migliori.

aumentare i tassi (Fig. 2.3), l'importo delle rate aumentò a causa dell'indicizzazione e ciò portò all'insolvenza di moltissimi mutuatari.

Fig. 2.3: Tasso d'interesse applicato dalla FED con particolare attenzione al periodo 2000-2009



Fonte: Federal Reserve

Sostanzialmente però, un'insolvenza da parte del mutuatario comporta una perdita solo nei bilanci delle banche che hanno concesso il finanziamento.
Invece questo evento è considerato la miccia di un esplosivo che ha fatto scoppiare la gravissima crisi del 2008. Come possiamo spiegare tutto ciò?

2.2: LA CARTOLARIZZAZIONE

Lo scenario economico che trovavamo negli U.S.A. agli inizi del nuovo millennio era dunque quello in cui il costo del denaro era basso (dati i bassi tassi d'interesse),

i mutuatari ottenevano fondi che coprivano l'intero valore del bene immobile e la crescente domanda di tali beni aveva creato una bolla finanziaria in questo mercato. Inoltre gli intermediari alleggerirono di molto la fase di controllo circa il merito creditizio verso i prenditori di fondo poiché il mutuo serviva ad acquistare un bene immobile, e il loro valore cresceva costantemente, quindi le banche non avevano grandi problemi in caso di insolvenza.

A tutto ciò si aggiunge il fatto che le banche, vedendo questa situazione, cercarono di massimizzare i loro profitti: poiché all'accensione di ogni mutuo corrispondono imposte e commissioni fissate dalla banca, più finanziamenti si concedevano, più aumentavano i guadagni dell'intermediario.

Il ritorno dei fondi prestati, però, avveniva dopo diversi anni, quindi per le banche era fondamentale riuscire ad avere un ritorno più immediato dei fondi prestati.

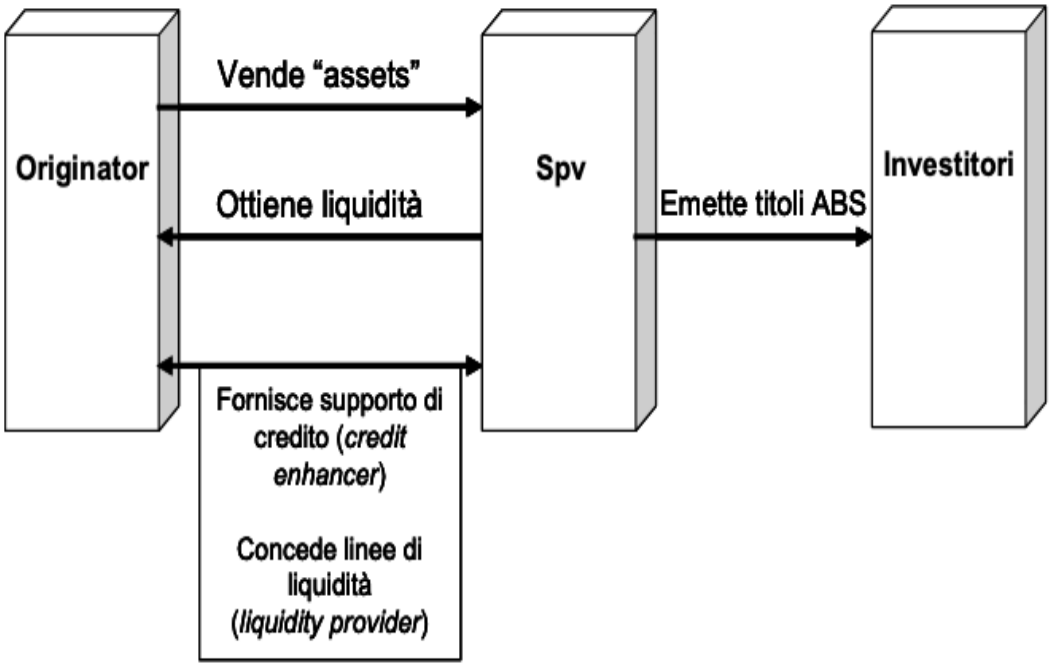
In questo periodo si ebbe infatti il passaggio del business bancario fondato su un approccio *originate and hold* in quello basato sul concetto di *originate and distribute*[10], cioè, proprio grazie ad un processo di cartolarizzazione, le banche riuscivano a "vendere" il mutuo dopo averlo "trasformato", trasferendo dunque il rischio stesso agli investitori e ottenendo liquidità nell'immediato.

[10] Nel primo approccio la banca eroga un mutuo e solamente alla scadenza di questo recupererà l'intero capitale prestato comprensivo di interessi, dunque il rischio di insolvenza è totalmente nel bilancio dell'intermediario; nel secondo approccio invece

Le operazioni di cartolarizzazione consentono infatti la conversione di attività a liquidità differita (in questo caso i mutui) in titoli garantiti da tali attività.

La conversione avviene tramite la cessione delle attività da parte della banca titolare dei crediti (detta *originator*) ad un soggetto specializzato chiamato *Spv* (*Special purpose vehicle*) cioè una "società veicolo" che procede ad emettere titoli garantiti dalle attività cedute chiamati *asset backed securities*, o più semplicemente ABS (Fig. 2.4).

Fig. 2.4: Schema del processo di cartolarizzazione tradizionale



Fonte: CONSOB

Tramite l'emissione degli ABS e l'acquisto da parte di investitori, la banca ottiene dunque la liquidità che in normali condizioni avrebbe ottenuto in tempi molto più lunghi, e può pertanto concedere nuovi finanziamenti grazie all'effetto leva originatosi[11]. (Consob, 2008)

Tali titoli vengono poi suddivisi in delle *tranches* omogenee di rischio che sono *tranche equity* (più rischiosa), *mezzanine* e *senior* (meno rischiosa).

Le agenzie di rating svolgono un ruolo rilevante in questo processo poiché, attribuendo "un punteggio" circa il grado di rischio di ogni ABS emessa, definiscono la loro collocazione fra le diverse *tranches*.

Questo processo però non terminava con il collocamento degli ABS presso gli investitori.

Le Spv generalmente combinavano diversi ABS in un nuovo asset denominato CDO. I *Collateralised debt obligation* sono titoli di debito obbligazionari che hanno come collaterale vari ABS, i quali generano un *cash flow* derivante dal pagamento degli interessi sulle attività sottostanti (all'origine dalla catena ci sono infatti i subprime) e hanno un *market value* relazionato alle negoziazioni delle attività sottostanti.

In sostanza dunque, i vari CDO avevano al loro interno numerosi ABS che a loro

[11] La leva finanziaria o *leverage* è un indicatore utilizzato per verificare qual è il livello di indebitamento di una società. Esso viene calcolato come la somma del capitale proprio e del capitale di terzi, rapportata al totale delle passività.

volta erano la combinazione di varie sezioni di tutti crediti generati dai finanziamenti concessi dall'*originator*.

E se si pensa che il tutto terminava con i CDO si sta commettendo un grave errore. Le Spv combinavano i CDO per creare i cosiddetti CDO *squared* cioè obbligazioni garantite da CDO e i CDO *squared* erano combinati nuovamente generando i CDO *cubed*[12].

Il risultato finale era quello di emissione di titoli i quali era impossibile capire cosa contenessero al loro interno. Oltretutto presentavano spesso giudizi di rating positivi perciò erano considerati come *asset* sicuri sul quale qualsiasi risparmiatore avrebbe potuto aprire delle posizioni, quando in realtà, alla base di questa piramide c'erano ABS che avevano come garanzia mutui ad altissimo rischio di insolvenza.

Tutto il sistema economico-finanziario che si era generato, poggiava su fragilissime fondamenta: in caso di insolvenza dei mutuatari, chi ne avrebbe rimesso sarebbero stati i detentori dei CDO in quanto le banche non avrebbero avuto liquidità da trasferire alle Spv (che avrebbero poi usato per remunerare le cedole dei detentori di questi titoli). E l'insolvenza dei mutuatari si sarebbe verificata in seguito ad un aumento del tasso d'interesse poiché i subprime, come dicevamo, erano indicizzati e avevano dunque un tasso variabile.

[12] Per la loro complessa composizione e origine i CDO sono stati poi soprannominati dalla stampa statunitense titoli "salsiccia".

Lo scenario del 2008 è perciò sintetizzabile, metaforicamente, come un altissimo castello di carte: bastava una piccola variazione delle condizioni di equilibrio, e tutto sarebbe crollato irreversibilmente.

CAPITOLO 3 - LE AGENZIE DI RATING

Gli ABS e i vari titoli strutturati, come precedentemente richiamato, erano tra gli asset di maggiore attrazione nel contesto finanziario dei primi anni 2000.

Per loro natura essi sono strumenti finanziari il cui valore poggia sull'andamento di un sottostante (Lops, 2014). Poiché i sottostanti di questi strumenti erano mutui erogati per l'acquisto di beni immobili, e poiché il mercato immobiliare era in continua crescita, gli ABS (e i CDO) venivano considerati titoli sicuri su cui aprire posizioni investendo una buona percentuale delle proprie disponibilità. Erano infatti acquistati da fondi pensione, fondi comuni d'investimento, banche, compagnie assicurative, ma anche da semplici risparmiatori che trovavano alquanto interessanti le cedole pagate su tali asset ed erano incoraggiati dalla grande liquidità insita in questo mercato. Inoltre venivano scambiati nelle borse valori di tutto il mondo grazie ad una globalizzazione che si stava verificando in ambito finanziario. In sostanza dunque, buona parte del portafoglio titoli di investitori istituzionali e retail[13] era occupato da questi titoli.

[13] Un investitore istituzionale è una società privata o un ente (banche, società di gestione del risparmio, fondi d'investimento, fondi pensione, ecc.) che effettua considerevoli investimenti disponendo di grandi possibilità finanziarie.
Gli investitori retail sono risparmiatori, società, enti che si rivolgono agli intermediari per effettuare i propri investimenti.

Ad incoraggiarne la compravendita, oltre alla grande liquidità e all'interessante componente cedolare, ci fu la sicurezza di avere a che fare con titoli sicuri "che non avrebbero creato nessun tipo di problema".

Se si pensa ad un investitore professionale, è facile intuire che egli, prima di investire una certa somma, effettuerà una serie di operazioni che serviranno per capire se l'azione che si sta ponendo in essere sia opportuna o meno. Essendo infatti l'attività d'investimento il suo *core business*, egli tenderà a valutare tutti i fattori di rischio che un investimento può avere, cercherà di stimare quale sarà il ritorno di questa operazione in termini quantitativi e qualitativi, effettuerà attente analisi costi-benefici, studierà gli asset che andrà ad acquistare, ecc. Insomma, esaminerà il soggetto a cui andrà a prestare un fondo per capire se l'investimento sia sicuro e conveniente in termini economici.

Se però ad essere in surplus fosse un soggetto retail, e se volesse investire la sua liquidità, egli non avrà a disposizione tutte le informazioni che un investitore istituzionale possiede quindi sarà più difficile cercare di capire se un determinato investimento sia opportuno o meno. Ci sono però diversi aspetti su cui un risparmiatore può basarsi. Uno di questi è il "giudizio" attribuito ad un determinato titolo da un'agenzia di rating (a cui spesso si affidano anche investitori istituzionali).

Le agenzie di rating sono appunto delle società private specializzate nell'analisi dello stato di solidità e solvibilità di società, enti e Stati sovrani, e nell'analisi delle

azioni ed obbligazioni emesse da questi; nascono con l'obiettivo di ridurre fallimenti di mercato derivanti da asimmetrie informative, fluidificando un processo di rivelazione delle informazioni al mercato ed aumentando perciò la trasparenza e la qualità del mercato stesso. (Trotta, 2009)

Le principali società in questo settore sono: Moody's, Standard & Poor's e Fitch[14] che occupano circa il 95% del mercato e che quindi classificano la quasi totalità di azioni ed obbligazioni giudicando se l'emittente sia in grado di adempiere ai suoi impegni. (Martigli, 2009)

Come output della loro attività vi è un giudizio, espresso in lettere (Fig. 3.1), che sintetizza l'analisi svolta e che va dunque ad indicare qual è il livello di sicurezza di un determinato titolo o il grado di stabilità economico-finanziaria di un certo emittente. Più il *rate* tende ad essere uno di quelli nelle righe finali della seguente tabella, più il rischio aumenta. L'investitore dunque verificherà l'adeguatezza degli investimenti che vorrà porre in essere in base (ma non solo) al giudizio espresso da queste agenzie.[15]

C'è però da evidenziare che le agenzie di rating vengono considerate come una tra le possibili cause dello scoppio della crisi del 2008. La loro attività ha mostrato alcuni limiti che probabilmente hanno teso ad innescare, o per lo meno ad

[14] Nel gergo giornalistico vengono anche definite "le 3 sorelle"

[15] In linea di massima si può dire che un risparmiatore preferirà aprire posizioni in titoli con rating elevato (cioè in titoli meno rischiosi) e minore rendimento. Mentre uno speculatore avrà posizioni in titoli con rating minore poiché essendo più rischiosi garantiranno una maggiore remunerazione derivante o da *capital gain* o dalla componente cedolare.

accelerare, il periodo di declino finanziario. È tuttavia difficile puntare il dito verso queste società: la loro attività si basa proprio sui *rate* attribuiti quindi commettere un errore assegnando un giudizio errato ne andrebbe a gravare sulla loro credibilità e di conseguenza sul loro business.

Proviamo però a mettere in evidenza alcuni aspetti "negativi" che nel 2008 hanno pesato in via non del tutto trascurabile.

Fig. 3.1.: I vari metodi di classificazione delle principali agenzie di rating

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Descrizione
Lungo termine	Breve termine	Lungo Termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	*"Prime"*. Massima sicurezza del capitale.
Aa1		AA+		AA+		Rating alto. Qualità più che buona
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+	A-1	A+	F1	Rating medio-alto. Qualità media
A2		A		A		
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	
Baa1		BBB+		BBB+		Rating medio-basso. Qualità medio-bassa
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Area di non-investimento. Speculativo
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Altamente speculativo
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC+	C	CCC	C	Rischio considerevole
Ca		CCC				Estremamente speculativo
C		CCC-				Rischio di perdere il capitale
/		D	/	DDD	/	In perdita
/				DD		
/				D		

Fonte: il Sole 24 Ore

3.1: L'EFFETTO "CLIFF"

Diversi studi dimostrano come i *rating* si caratterizzino per un effetto "*cliff*": ad una maggiore stabilità mostrata rispetto ai *rating* delle obbligazioni societarie osservata in periodi di normalità del quadro macroeconomico e finanziario generale, si contrappone un più elevato rischio di revisione al ribasso quando il contesto di riferimento diviene più instabile e difficile. Infatti, fino a quando non vi è stata un'inversione nello scenario economico (causata dallo scoppio della bolla nel mercato immobiliare), le agenzie di rating hanno avuto la tendenza ad attribuire *rate* troppo elevati. (Trotta, 2009)

Si pensi al caso della Lehman Brothers: essa era una società attiva nei servizi finanziari (soprattutto nell'*investment banking*) che nel 15 settembre del 2008 ha dichiarato fallimento come conseguenze di importanti perdite dovute al mantenimento di posizioni in titoli a basso rating. Poiché però tali titoli erano derivanti da cartolarizzazioni di mutui subprime, probabilmente le agenzie di rating non li hanno considerati come un grande fattore di rischio. Infatti la società Lehman Brothers fino al 18 luglio 2008 era valutata come una società di notevole affidabilità in quanto Moody's le aveva attributo *rating* "A2" e sia Standard & Poor's sia Fitch la valutavano con una "A".

3.2: IL TIMING DEI PROCESSI DI REVISIONE E RILEVANZA ATTRIBUITA

Per quanto riguarda il *timing* e la frequenza dei processi di revisione dei giudizi assegnati, queste agenzie tendono ad utilizzare un approccio "*learning by doing*".

Se si considerano i primi mesi del 2007, le azioni di revisione ai vari giudizi sono state oltre 9000 a fronte delle poche centinaia riferite agli anni precedenti (2005 e 2006). Sono poi aumentate ulteriormente nel 2008 dopo il fallimento della Lehman Brothers mostrando un'accentuazione nella frequenza e nell'ampiezza delle azioni. (Trotta, 2009)

È importante poi considerare che gli investitori attribuiscono maggiore rilevanza al giudizio quanto più aumenta la complessità della strutturazione dei prodotti.

E anche questo concetto ha un riscontro empirico: ritornando al 2008 abbiamo detto che uno tra i principali asset erano i CDO *cubed* cioè titoli che avevano come collaterale CDO *squared*, i quali erano cartolarizzazioni di CDO che a loro volta erano garantiti da ABS formati da vari mutui subprime. E se ciò è difficile da immaginare, figuriamoci da analizzare. La complessità di strutturazione di questi titoli era elevatissima dunque al giudizio delle agenzie si attribuiva un valore molto rilevante.

3.3: IL CONFLITTO D'INTERESSE

Ci rimane da evidenziare l'aspetto che è considerato il più grande limite nell'operato delle agenzie di rating.

Come abbiamo già detto, le 3 sorelle si occupano di analizzare titoli e società; ma se a commissionarle sono le aziende stesse, e queste sono anche coloro che pagano il servizio, capiamo che tale situazione è fortemente tendente a generare conflitto d'interesse.

Inoltre bisogna puntualizzare che le agenzie di rating sono società quotate in borsa, e che gli azionisti di maggioranza sono banche d'investimento, fondi e società finanziarie, quindi il conflitto che viene a generarsi potrebbe essere considerato doppio.

Ovviamente non esistono evidenze empiriche di ciò. Queste società "giudicano" la quasi totalità dei players e degli asset presenti nel mercato, quindi pensare che agiscano a favore di qualcuna/o di queste è abbastanza incoerente.

CONCLUSIONE

In questo elaborato si sono esplicati i motivi che hanno portato alla crisi del 2008 e si è descritto qual è stato il contesto bancario di riferimento che ne ha facilitato l'avvento.

Un'intensa deregolamentazione in ambito bancario, attuata per allinearsi ad un mercato finanziario in forte sviluppo e per incrementare dunque gli utili di banche e società finanziarie, si è dimostrata essere lo scenario economico che ha costituito una base favorevole per lo sviluppo di questa crisi.

Negli anni successivi infatti, per quanto riguarda il quadro prudenziale delle banche è occorso rafforzare la base patrimoniale al fine di assicurare la sufficiente capitalizzazione e liquidità in ogni momento. Si è voluto evitare che il *default* di un operatore del mercato finanziario innescasse nuovamente una crisi di fiducia bloccando gli scambi interbancari e generando così un *credit crunch* di cui ne risente l'intera economia.

Inoltre il massiccio processo di cartolarizzazione di mutui *subprime* ha contribuito a trasferire il rischio stesso dalle banche a soggetti terzi, esponendo quest'ultimi ad una perdita diretta in caso di inadempimento dei mutuatari.

Infine le agenzie di rating hanno dimostrato di avere grandi limiti nel loro operato: i loro giudizi sono stati troppo positivi prima dello scoppio della crisi e il timing di revisione dei giudizi è risultato altamente inefficiente e tardivo. È venuto perciò a

mancare quello che sarebbe dovuto essere stato un importante segnale di allerta per tutti gli investitori operanti nei mercati finanziari.

Anche oggi (novembre 2019) ci troviamo in una situazione in cui i mercati americani si trovano a livelli record, in cui vi è abbondante liquidità, e i tassi d'interesse sono molto bassi; speriamo che la durissima lezione passata abbia approntato tutte le necessarie armi di prevenzione e di difesa contro eventuali crisi finanziarie.

Bibliografia

- CAIVANO M., RODANO L., SIVIERO S.: *Questioni di economia e finanza n.64*, Banca d'Italia, 2010
- LINCIANO N.: *Quaderni di finanza. La crisi dei mutui subprime n.62*, CONSOB, 2008
- LOPS V.: *Ecco cosa sono gli Abs con cui la Bce spera di portare l'Eurozona fuori dalla crisi*, "il Sole 24 Ore", 4 settembre 2014
- MAHON J.: *Financial Services Modernization Act of 1999, commonly called Gramm-Leach-Bliley*, Federal Reserve History, 2013
- MARTIGLI C. A.: *La resa dei conti*, Castelvecchi, 2009
- MARTIN M.: *Citicorp and Travelers Plan to Merge in Record $70 billion Deal*, "New York Times", 7 aprile 1998
- RUGGERI A.: *Pecora Hearings a Model for Financial Crisis Investigation*, "U.S. News and World Report", 29 Settembre 2009
- TROTTA A.: *I sistemi finanziari tra innovazione e instabilità*, G. Giappichelli Editore, 2009

Sitografia

- https://www.consob.it
- https://www.fdic.gov
- https://www.federalreserve.gov
- https://www.ilsole24ore.com
- https://www.imf.org
- https://www.nytimes.com
- https://www.standardandpoors.com
- https://www.startingfinance.com