

Dodici tappe verso la crisi più grave di NOURIEL ROUBINI

SUL FATTO che gli Stati Uniti siano ormai entrati in recessione non sussistono più dubbi; resta da vedere soltanto se la recessione sarà breve e leggera (due trimestri fino alla metà dell'anno) o più lunga, più profonda e più dolorosa. Ma i rischi ora appaiono quelli di una recessione profonda e di una crisi finanziaria sistemica grave. Anzi, per comprendere le recenti mosse della Banca Centrale degli Stati Uniti - una riduzione molto aggressiva del tasso di rifinanziamento - occorre rendersi conto della possibilità sempre maggiore che si vada verso una evoluzione catastrofica della finanza e dell'economia - un circolo vizioso dove una profonda recessione aggrava le perdite finanziarie e dove, a loro volta, le perdite finanziarie ingenti e in aumento e il tracollo del settore finanziario rendono la recessione ancora più grave.

Una tale crisi sistemica finanziaria potrebbe svolgersi secondo uno scenario che prevede dodici fasi:

1. A questo punto è chiaro che questa è la peggiore recessione del settore immobiliare dalla grande depressione e che i prezzi delle case negli Stati Uniti crolleranno tra il 20 e il 30 per cento rispetto al picco della bolla. Ciò implicherà anche che un altissimo numero di famiglie, tra i 10 e i 20 milioni, si ritroverà proprietario di case il cui valore sarà inferiore a quello del mutuo ipotecario e che si troverà quindi costretto a cederle, incrementando massicciamente le perdite delle banche che hanno concesso il credito. Inoltre, ben presto potrebbero essere costrette a dichiarare bancarotta anche alcune delle grandi società immobiliari del settore residenziale.
2. Le perdite procurate al sistema finanziario dal crollo catastrofico del settore dei mutui ad alto rischio, una cifra che, si stima, potrebbe sfiorare i 300 miliardi di dollari, stanno intaccando ora anche i mutui a basso e a bassissimo rischio, in quanto le avventate pratiche utilizzate per concedere i mutui subprime sono le stesse impiegate nell'intero spettro del settore dei mutui. Si tratta quindi di una crisi e di un crollo generalizzati del settore dei mutui, e non soltanto di quello ad alto rischio. Le perdite riguardanti questi vari tipi di mutui saliranno drammaticamente con la caduta dei prezzi delle case e con la discesa a spirale dell'economia verso una grave recessione. A queste perdite occorre aggiungere quelle catastrofiche ammontanti a centinaia di miliardi di dollari non iscritti a bilancio causate dagli strumenti di investimento strutturati come i Siv e i Conduits, che le banche sono state costrette a iscrivere a bilancio a seguito dell'inventario degli Abcp, i titoli di debito a breve termine con asset a garanzia. A causa della cartolarizzazione, questa spazzatura è trascinata dalle banche ai mercati del capitale e ai loro investitori, negli Stati Uniti e nel resto del mondo, incrementando, piuttosto che riducendo, il rischio sistemico e rendendo globale la crisi del credito.
3. La recessione porterà - come sta già facendo - a un notevole aumento del numero di prestiti al consumatore di altre tipologie non onorati: carte di credito, prestiti per l'acquisto di auto e per lo studio. Negli Stati Uniti i prestiti ad alto rischio concessi tramite carte di credito e quelli per l'acquisto di automobili ammontano a centinaia di miliardi di dollari. Ne consegue che anche queste perdite dovranno essere aggiunte alle perdite finanziarie delle banche e delle altre istituzioni finanziarie, il che, a sua volta, aggraverà ancor di più la stretta creditizia.
4. Il mercato dei prestiti per l'acquisto di immobili commerciali potrebbe ritrovarsi presto in una situazione catastrofica analoga a quella dei mutui subprime, giacché le pratiche per la cessione di prestiti nel settore immobiliare commerciale sono state altrettanto avventate di quelle del settore immobiliare residenziale. La crisi immobiliare residenziale non può che condurre, con un lieve ritardo, allo scoppio della bolla del settore della costruzione di immobili non residenziali, in quanto nessuno vorrà più costruire uffici, negozi o centri commerciali in città fantasma.

5. Se da una parte resta incerta l'entità delle perdite che le società di assicurazioni mono-ramo specializzate subiranno a causa delle assicurazioni concesse ai titoli con sottostanti i mutui residenziali, alle obbligazioni garantite da junk bond (i Cdo) e ad altri prodotti finanziari garantiti da asset tossici; dall'altra, ora è chiaro che queste perdite sono molto più ingenti del pacchetto di salvataggio di 10 o 15 miliardi di dollari che le autorità stanno tentando di raffazzonare. L'abbassamento del rating di queste assicurazioni mono-ramo è necessario e sarà inevitabile - anche se le agenzie di rating stanno seguendo strategie dilatorie - e si tradurrà in altri circa 140 miliardi di dollari di perdite derivanti dai portafogli di titoli con asset a garanzia che delle istituzioni finanziarie, che hanno già subito massicce perdite, dovranno iscrivere a bilancio. Questo porterà a ulteriori perdite nel portafoglio delle obbligazioni emesse dalle municipalità..

6. Non è da escludere che alcune importanti banche regionali o addirittura nazionali molto esposte ai mutui ipotecari, sia residenziali sia commerciali, siano costrette a dichiarare bancarotta. Se ciò accadesse, alle 200 o più e istituzioni creditizie che hanno concesso prestiti ad alto rischio, andrebbero ad aggiungersi alcune grandi banche, contribuendo ad aggravare la seria stretta creditizia.

7. Le banche vedranno lievitare le proprie perdite, perché i prestiti concessi sulla base di leve finanziarie per centinaia di miliardi di dollari, saranno iscritti nei bilanci con valori molto inferiori al valore nominale (attualmente circa 80 centesimi su un dollaro, ma presto molto meno). Sono stati questi prestiti a leva finanziaria a finanziare, a loro volta, gli acquisti di aziende con leva finanziaria (gli Lbo), molti dei quali ora stanno saltando.

8. Una volta che questa grave recessione sarà in corso, si verificherà una massiccia ondata di fallimenti di società. Tipicamente, in un anno, il tasso di fallimenti di compagnie è del 3,8 per cento circa; nel 2006 e nel 2007, questo tasso è sceso a un quasi trascurabile 0,6 per cento. Tipicamente, negli Stati Uniti, in un anno di recessione, questo tasso balza a più del 10 per cento, potendo arrivare a un 15 per cento. I tassi di fallimento molto bassi degli ultimi due anni si spiegano con l'eccesso di liquidità, le agevolate condizioni del credito e gli spread molto bassi. Ma, d'allora, il riprezzamento del rischio è stato massiccio. Occorre inoltre notare che se, in media, in termini di profittabilità e di indebitamento, le aziende statunitensi ed europee si trovano in condizioni migliori rispetto al 2001, molte società a bassa profittabilità hanno accumulato debiti con junk bond che presto dovranno essere rifinanziati con spread molto più larghi. Il tasso di fallimento di aziende potrebbe salire fortemente dunque durante la recessione del 2008. Una volta che i fallimenti e lo spread del credito saranno aumentati, nel settore degli Cds, i credit-default swaps ovvero gli strumenti derivati che hanno fornito protezione contro eventuali dissesti delle società, si verificheranno massicce perdite. Si valuta che le perdite potrebbero aggirarsi tra i 20 miliardi e i 250 miliardi di dollari, ma probabilmente la cifra si avvicinerà di più a quest'ultima stima.

9. Anche il "sistema finanziario ombra" (cioè composto da istituzioni non bancarie) si ritroverà presto nei guai. Questo sistema finanziario ombra è formato da istituzioni che, come le banche, ottengono prestiti a breve termine e in forme liquide, mentre concedono prestiti o investono a lungo termine in asset molto meno liquidi. Questo sistema include i Siv (i veicoli di investimento strutturati), i conduit (veicoli finanziari extra-bilancio), i fondi monetari, le assicurazioni mono-ramo, le banche di investimento, gli hedge fund e altri istituti finanziari non bancari. queste istituzioni sono tutte soggette al rischio di mercato, rischio del credito (dati i loro investimenti rischiosi) e, in particolare, al rischio di mancanza di liquidità legato al rinnovo delle scadenze debitorie, in quanto le loro passività a breve termine possono essere inventariate facilmente, mentre i loro asset sono a lungo termine e illiquidi. Diversamente dalle banche, queste entità non hanno accesso diretto o indiretto al sostegno delle banche centrali, neanche come fonte di finanziamento in extremis, in quanto non sono istituzioni depositarie. Così, di fronte a situazioni di difficoltà

o di mancanza di liquidità, sono soggette al fallimento perché non sono in grado di procrastinare o rifinanziare le loro passività a breve termine. L'approfondirsi di questi problemi nell'economia e nei mercati finanziari, così come una inadeguata gestione del rischio, porteranno diversi di questi istituti a dover gettare la spugna..

10. I mercati azionari negli Stati Uniti e all'estero cominceranno a conteggiare nel prezzo delle azioni una recessione statunitense grave, invece di una lieve, e un deciso rallentamento dell'economia globale. La ripresa delle borse di fine gennaio sembra essere svanita, perché gli investitori hanno iniziato a rendersi conto che la crisi economica è più grave di quanto prospettato, che le assicurazioni mono-ramo non saranno facilmente salvate, che le perdite finanziarie continueranno a lievitare e che, in una recessione, si contrarranno drasticamente i guadagni delle aziende, e non soltanto quelle del settore finanziario. Alcuni hedge fund con quote di investimenti azionari alte falliranno nel 2008. Per quanto riguarda gli investimenti a maggioranza azionaria, la possibile ondata di richieste di integrazioni dei depositi in garanzia porterebbe a una ulteriore massiccia vendita di titoli azionari, dando il via a un effetto a cascata che dai mercati azionari degli Stati Uniti si trasmetterebbe a quelli globali. I mercati azionari statunitensi e del mondo entrerebbero quindi in un periodo persistente di mercato ribassista, dove la caduta dello Standard & Poor 500 potrebbe toccare il 28 per cento, come accade tipicamente negli Stati Uniti nei periodi recessivi.

11. La stretta creditizia che colpisce la maggior parte dei mercati del credito e dei mercati dei derivati del credito porterà a un prosciugarsi della liquidità in diversi mercati finanziari, tra i quali anche gli altrimenti molto liquidi mercati dei derivati. Ciò sfocerà in un'altra ondata di stretta creditizia nei mercati interbancari, innescata dal rischio che pongono le controparti, dalla mancanza di fiducia, dal costo della liquidità e dal rischio del credito e, di conseguenza, cresceranno una serie di tassi interbancari. Anche l'allentamento della stretta di liquidità, ottenuto con decise mosse delle banche centrali di dicembre e gennaio, perderà efficacia perché le preoccupazioni sul credito continueranno a mantenere larghi gli spread interbancari, nonostante ulteriori iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali.

12. Ciò risulterà in un circolo vizioso di perdite, contrazione del capitale, contrazione del credito, liquidazioni forzate e svendite massicce di asset a prezzi inferiori ai fondamentali, portando a un ciclo di perdite e di ulteriore contrazione del credito sempre più lungo. Le perdite in conto capitale daranno luogo a ulteriori richieste di integrazione dei depositi di garanzia e a una iscrizione nei bilanci di asset e passività rimaste fino a quel momento fuori bilancio nel sistema finanziario ombra. L'evento che innescherà la successiva fase di questo fenomeno a cascata sarà l'abbassamento del rating delle assicurazioni mono-ramo e il conseguente veloce crollo dei mercati azionari, che, a loro volta, porteranno a ulteriori richieste di integrazione dei depositi e di iscrizioni a bilancio degli asset e delle passività rimaste fino a quel momento fuori bilancio.

La ricapitalizzazione delle banche da parte dei fondi sovrani d'investimento, che assomma finora a circa 80 miliardi di dollari, non sarà in grado di contrastare queste iscrizioni a bilancio di asset e passività rimasti fuori dai bilanci. Quest'inclusione nei bilanci delle voci rimaste fino a quel momento fuori, vale a dire, la trascrizione di queste voci dal sistema bancario ombra a quello ufficiale, causerà una nuova contrazione del credito, perché le perdite in aumento peseranno rispetto alla ricapitalizzazione delle banche da parte dei fondi sovrani con un margine molto più largo. Questa spirale contagiosa e a cascata della iscrizione a bilancio di voci precedentemente tenute fuori, della contrazione del credito, della brusca caduta del prezzo degli asset e dell'allargamento degli spread creditizi si trasmetterà poi a quasi tutti i settori del sistema finanziario. La massiccia stretta creditizia renderà dunque la contrazione dell'economia ancora più grave cagionando ulteriori perdite finanziarie. Le perdite totali nel sistema finanziario potrebbero superare i

1.000 miliardi, acuendo, prolungando e aggravando la recessione economica. Con il diffondersi delle perdite e della stretta creditizia al resto del mondo, si arriverà a una recessione economica quasi globale. Gli Stati Uniti e i mercati finanziari globali vivranno la loro più gravi crisi degli ultimi 25 anni.

(traduzione di Guiomar Parada) (28 febbraio 2008)