

Come sono nate le difficoltà delle Borse sulla scia del credito concesso a debitori poco solidi? Una storia di consumatori sprovveduti o avventurosi, operatori spregiudicati, ingegneria finanziaria esasperata.

Il Sole **24 ORE**

Ubs nel vortice dei subprime

Svalutazioni a quota 9,3 miliardi - Oman e Singapore forniscono liquidità

L'assalto alla finanza occidentale



MF

Citigroup risveglia i timori subprime

la Repubblica

Troppa esposizione: salvataggio in extremis per due istituti

Il terremoto "subprime" scuote le banche tedesche

CORRIERE DELLA SERA

Unicredit alza il velo su derivati e subprime

Le perdite potenziali dei clienti potrebbero essere di un miliardo

la Repubblica

Su Ubs, Citi e Crédit Suisse la scure dei mutui subprime

MF

LUCI E OMBRE NELLE TRIMESTRALI DELLE PICCOLE BANCHE ITALIANE, BENE CARIPARMA-FRIULADRIA

Crédit Agricole cade sui subprime



Il Sole **24 ORE**

Impatto sugli utili trimestrali - Giù del 23% un hedge di Goldman ad agosto

Allarme subprime da Merrill Lynch

Il Sole **24 ORE**

Sotto tiro per i giudizi benevoli su emissioni a rischio
S&P nella bufera-subprime

Il Sole **24 ORE**

Banche d'affari. Quasi un miliardo di dollari di svalutazioni - Utili giù del 17%

Morgan Stanley sconta la crisi dei subprime

Bloomberg
**FINANZA
MERCATI**

SocGen paga il conto subprime

Nel trimestre svalutati 400 milioni: il netto cala dell'11% a 1,123 mld
Per Ing profitti in volata con plusvalenza dalla cessione di quota Abn

E alla fine chi paga è sempre il risparmiatore finale. Occorre fare molta attenzione alla gestione del proprio patrimonio valutando attentamente la controparte, stando molto attenti alle promesse di facili guadagni.

IL MERCATO USA DEI MUTUI

La crisi dei mercati azionari di inizio secolo ha spinto le famiglie statunitensi a considerare con maggiore interesse l'investimento immobiliare.

La percentuale di famiglie proprietarie di case è aumentata fino a toccare nel 2006 il punto massimo del 69%, in aumento del 4% rispetto al 65% registrato a metà degli anni Novanta (in Italia sono l'87% secondo i dati Censis). L'opinione corrente è che la diffusione della proprietà immobiliare negli Usa ha avuto effetti benefici dal punto di vista sociale, con il radicamento di rapporti di vicinato preziosi per il risanamento di molte aree urbane.



Attratte dal basso costo del denaro (per rilanciare l'economia dopo la crisi di inizio secolo, la Fed ha continuato a tagliare i tassi fino a metà del 2004) molte famiglie hanno acceso mutui per acquistare l'alloggio in cui abitare.

Il grafico del costo del denaro negli Usa basta a capire quel che è accaduto. Chi avesse acceso un mutuo a tasso variabile al 2,5% di interessi annui nel 2003 (1% + 1,5% di spread) ha visto la rata di rimborso **aumentare** progressivamente perché il costo del suo mutuo, nel 2006/2007 ha raggiunto il 6,75% di interessi annui da pagare.

Le fasce sociali più deboli hanno cominciato a non pagare o pagare in ritardo i debiti. Ma come è accaduto che soggetti a basso reddito avessero ricevuto prestiti consistenti (pari anche al 100% del valore dell'immobile da acquistare)?

IL CREDIT SCORE

Il sistema creditizio americano utilizza le banche dati disponibili per verificare la solidità finanziaria dei soggetti ai quali prestare denaro.

Ci sono tre istituti nazionali (**Experian, Transunion, Equifax**) che mettono a disposizione anche dei singoli le informazioni sul "punteggio di credito", ma ogni assicurazione, finanziaria, compagnia telefonica o utility ha i suoi sistemi per misurare l'affidabilità del potenziale cliente al quale erogare un servizio.

Il **credit score** individuale è costruito incrociando una serie di informazioni sui redditi, le spese, l'indebitamento, l'utilizzo di carte di credito, eventuali ritardi nei pagamenti ecc.

Il punteggio varia tra 300 e 850 punti: **più alto il punteggio, più facile è l'accesso al credito** e migliori sono le condizioni applicate. Lo stesso prestito per chi ha un punteggio di 620-640 costa circa due punti percentuali in più rispetto a chi si trova tra i 760 e gli 850 punti. Al di sotto di 620 punti il soggetto è considerato decisamente "a rischio". **Mentre i clienti di fascia alta sono "prime", quelli con bassi punteggi sono "subprime"**.

Perdere posizioni nella graduatoria è facile: due o più pagamenti in ritardo di oltre un mese nell'anno precedente la richiesta di prestito, un prestito non rimborsato negli ultimi due anni, o una bancarotta negli ultimi cinque anni. Con un basso punteggio si ha difficoltà a trovare denaro in prestito e, ammesso che lo si trovi, si pagano interessi assai più alti.

Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae

I nomi (traslazione di sigle impronunciabili come FNMA cioè Federal National Mortgage Association, la più antica, detta Fannie Mae) fanno pensare a personaggi di cartoni animati, ma sono le **più importanti agenzie federali americane** istituite per facilitare l'accesso ai mutui immobiliari delle fasce deboli di cittadinanza, agendo come interfaccia specializzata tra chi cerca un prestito e la vasta offerta disponibile.

Quasi il 20% dei mutui immobiliari passava attraverso queste agenzie di sostegno alla proprietà individuale della casa. Tra il 2001 e il 2005 le erogazioni di nuovi mutui delle agenzie sono scese dal 19% al 6% dei volumi totali. E' il segnale della massiccia migrazione verso gli operatori privati che si sono presentati sul mercato nella seconda metà degli anni Novanta offrendo condizioni apparentemente più facili e convenienti anche alla clientela a rischio.

Mutui trentennali a tasso fisso (e allettante) per i primi due anni, a tasso variabile per i lunghi anni a seguire. Sono gli anni del grande sviluppo dei mutui **"subprime" che velocemente arriva a contare per circa il 20% del mercato.**

Dal 2000 al 2005 i prezzi delle case in America salgono del 9% l'anno e c'era la diffusa convinzione di poter vendere rapidamente la casa in caso di difficoltà.

Dal 2006 i prezzi delle case hanno cominciato a decelerare e il mercato immobiliare si è fermato. Secondo gli ultimi dati forniti dall'associazione americana delle banche che operano nel settore immobiliare, i ritardi nel pagamento dei mutui **"subprime"** riguardano un debitore su sette. Il Fondo monetario internazionale ha stimato in 200 miliardi di dollari le perdite registrate dal settore dei mutui **"subprime"** fra il febbraio e il settembre del 2007.



Da metà novembre le quotazioni di borsa di Fannie Mae e Freddie Mac sono crollate sull'ipotesi di occultamento dei rischi dei bilanci.

DALL'IMMOBILIARE ALLA FINANZA

La banca che eroga i mutui può, a determinate condizioni, "cartolarizzarli" ossia trasformarli in strumenti finanziari: "**ABS**", **Asset Backed Securities**. Ossia **titoli il cui valore è garantito dagli Asset sottostanti**: in questo caso il valore delle case ipotecate dal mutuo. Il rendimento dei titoli è inoltre legato agli interessi che il debitore paga e che sono tanto più alti quanto minore è la sua affidabilità, come abbiamo spiegato.

Gli ABS immobiliari insieme con altre cartolarizzazioni di vario tipo finivano poi nei portafogli di altri strumenti finanziari detti **CDO**, ossia Collateralized Debt Obligation, ossia obbligazioni composte da panieri di debiti. Titoli che magari ricevevano alti rating dalle agenzie di valutazione del rischio in quanto al momento dell'emissione non si avvertivano motivi particolari di preoccupazione.

Making
Home
Possible

Freddie Mac makes housing more
accessible and affordable for millions
of families across America. Since
1970 we've financed more than
50 million homes.

Il frutto dell'ingegneria finanziaria più sofisticata finiva poi spesso nei portafogli di fondi comuni o polizze vita senza che l'investitore finale fosse consapevole del rischio insito in questo genere di titoli.

Al punto che, per esempio, già nel 2003, l'**Isvap** con la Circolare 507/D vietò il collegamento delle prestazioni dei contratti index-linked "a indici o altri valori di riferimento che siano costruiti o collegati, in modo diretto o indiretto, a titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione, effettuate anche in maniera sintetica, ovvero a derivati del credito".

L'**Isvap** manifestava preoccupazione per la comparsa sul mercato di polizze Index Linked "che offrono prestazioni direttamente collegate al valore di credit linked notes o di titoli emessi da società veicolo nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di elevata complessità, spesso associate all'utilizzo di derivati del credito, che rendono difficile la valutazione del reale rischio di investimento da parte degli assicurati".

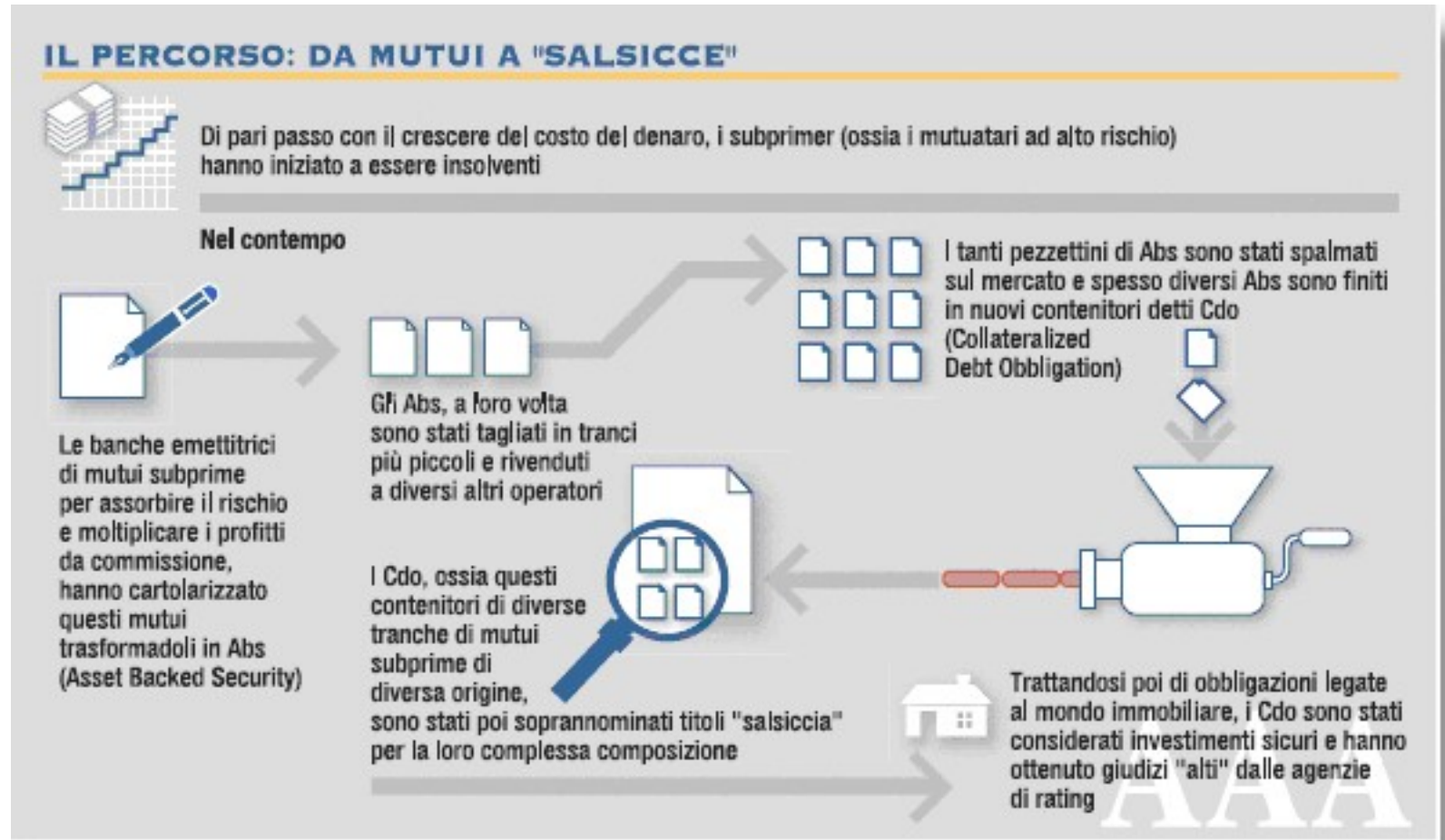
Caratteristica comune di tali prodotti è il trasferimento agli assicurati, secondo articolazioni contrattuali variamente definite, dei rischi di credito degli attivi oggetto di cartolarizzazione ovvero di portafogli o "entità di riferimento". La preoccupazione era generata dalle polizze collocate nel 2001 e 2002, in particolare da **Poste Vita** tramite gli sportelli postali, che risultava uno degli operatori più attivi in questo mercato.



Già nel febbraio 2007 **HSBC** (una delle più grandi banche del mondo) dichiara la necessità di forti accantonamenti per far fronte a perdite accumulate nel settore dei mutui ad alto rischio. Contemporaneamente la californiana **New Century Financial Corporation** - terzo operatore statunitense nel settore dei mutui subprime - dichiara di aspettarsi un quarto trimestre in perdita. A giugno 2007, **Bear Stearns**, altro importante operatore del settore dei mutui subprime, dichiara perdite a doppia cifra per due dei propri hedge fund. La crisi rapidamente si allarga all'Europa: la banca tedesca **IKB** entra in crisi proprio per le esposizioni nel settore del subprime (per evitare il fallimento dell'istituto si rende necessario un intervento esterno concertato dalla Bundesbank) e in settembre **Deutsche Bank** ammette perdite dell'ordine di 1,7 miliardi per l'esposizione ai subprime americani.

La francese **Bnp Paribas** congela improvvisamente tre fondi del valore complessivo di 2,2 miliardi di dollari. In settembre la britannica **Northern Rock**, una delle banche europee con consistenti erogazioni di mutui a rischio, deve chiedere l'intervento della Banca d'Inghilterra per evitare la bancarotta. A metà ottobre **Nomura**, la più grande banca giapponese, annuncia il ritiro dal mercato dei subprime americani dopo perdite di 600 milioni di dollari. Il 24 ottobre, **Merrill Lynch** dichiara, per il terzo trimestre 2007, perdite di oltre 2 miliardi di dollari dovute a una maxi svalutazione di 8,4 miliardi nella divisione del reddito fisso e tra questi innanzi tutto i CDO di cui Merrill Lynch è il principale sottoscrittore a Wall Street.

Le Borse sono ancora nervose per il pericolo di un recessione dell'economia statunitense che potrebbe partire, come è già accaduto in altri casi, proprio dal mercato immobiliare.



L'INTERVENTO DELLE BANCHE CENTRALI

Nella situazione che si va delineando fin dalla primavera del 2007, banche e società finanziarie cominciano a monitorare in modo severo i finanziamenti in corso e a stringere i criteri di prestito del denaro. Oltre a far crescere il tasso di sconto interbancario, la maggiore difficoltà a reperire denaro sul mercato può portare al cosiddetto **credit crunch**, ossia un rallentamento nelle operazioni finanziarie e una riduzione degli investimenti nelle attività economiche.



Per evitare questo rischio che potrebbe innescare una crisi economica di ampie dimensioni, le banche centrali hanno immesso liquidità a basso tasso di interesse nel sistema bancario. A cavallo del 9 agosto 2007 la **Banca Centrale Europea** ha immesso sui mercati liquidità per 94,8 miliardi di euro, la **Fed** per 19 miliardi di dollari, la **Banca Centrale del Giappone** per mille miliardi di yen (circa 6,25 miliardi di euro) e la **Banca Centrale Australiana** ha immesso 4,95 miliardi di dollari australiani (circa 4,19 miliardi di dollari). Questi soldi sono stati restituiti quasi subito, ma hanno permesso di alleggerire la pressione sul credito e sul costo del denaro.

Entro certi limiti si tratta anche di operazioni normali che periodicamente le banche centrali compiono, ma questa volta le dimensioni dei prestiti sono tali da segnalare una crisi di liquidità del sistema. Basti pensare che questi interventi delle banche centrali superano quelli attuati all'indomani dell'11 settembre 2001.