

## Il fattore 'tempo' che aiuta le banche

08 settembre 2008 — pagina 22 sezione: AFFARI FINANZA

In principio vi erano i richiedenti mutui per acquistare case e uffici e banche specializzate o universali che emettevano obbligazioni o cartelle fondiarie per finanziare la concessione di tali mutui garantiti da ipoteche. Poi vennero i tempi moderni. Le banche, invece di tenere in portafoglio questi mutui cominciarono a venderli ad altre istituzioni che emettevano titoli garantiti dai mutui stessi. Questi titoli vennero suddivisi in fette (tranches), diciamo cinque fette. La prima, pari al 20%, riceveva un flusso di pagamenti per il rimborso progressivo del capitale e per gli interessi sull' intera massa dei mutui. Ogni mese, se dopo aver soddisfatto i detentori della prima fetta vi era ancora danaro disponibile, venivano pagati i detentori della seconda fetta e via dicendo, fino ai detentori dell' ultimo 20% su cui si scaricavano le eventuali insolvenze. Ma se le insolvenze erano maggiori del 20% veniva intaccata anche la penultima fetta, oltre al fatto che l' ultima non valeva più nulla, e così via. Cioè al crescere delle insolvenze sui mutui, anche le fette che precedevano l' ultima potevano azzerarsi. La cosa sembra già abbastanza complessa perché questi titoli garantiti dai mutui trovavano investitori che, a fronte di gradi diversi di rischio, ottenevano rendimenti crescenti, nel contesto di un mercato molto diversificato e sofisticato. Ma questa complessità aumentava nettamente quando su questa struttura ne veniva costruita un' altra (derivata) rappresentata dalle collateralized debt obligations (CDOs) che venivano vendute ad altri investitori contro garanzia, non dei mutui, ma dei titoli garantiti dai mutui. Anche le CDOs erano suddivise in tranches dalle più elevate (con meno rischio) chiamate supersenior, alle più basse, recanti un rischio maggiore, ma con rendimenti anche del 20%30% (quelli che interessavano certe categorie di fondi speculativi, tipo hedge fund). Per non parlare di altri prodotti derivati costruiti sui CDOs, come i CDOs sintetici, o i CDOsquared che sono dei CDOs che posseggono altre tranches di CDOs. Le agenzie di rating valutavano le supersenior tranches come massimamente affidabili (AAA rispetto, ad esempio, ad A+ dei titoli del governo italiano) perché esse erano protette dal fatto che le fette inferiori assorbivano tutte le perdite relative al loro livello. Questa costruzione si basava su un mercato immobiliare in continua ascesa (real estate going up forever) e su una buona affidabilità media della massa dei mutuatari (diciamo circa 80 milioni di americani). Ma, quando i prezzi di molte case sono scesi al di sotto del valore del debito residuo del mutuo, le famiglie americane che si trovavano in queste condizioni hanno applicato la clausola che consente negli Stati Uniti di sbarazzarsi del debito cedendo l' immobile alle banche (con relativo invio delle chiavi). A quel punto, a fronte dei titoli di debito emessi non vi era più, per importi rilevanti, un flusso di rimborsi di capitale e pagamento di interessi, ma un bene immobile sfitto e spesso invendibile. Una crescente massa di obbligazioni garantite da mutui e da CDOs (quella delle fette più basse) si era azzerata come valore. Nel timore che anche le fette migliori subissero grandi minusvalenze, il mercato di questi titoli si è bloccato. Nessuna istituzione che voleva vendere ha trovato un compratore e il valore di questi enormi portafogli titoli è passato da una valutazione marktmarket, cioè stabilita sulla base di prezzi fatti, ad una stima incerta fissata spesso in modo cervellotico (marktmodel). Le autorità di vigilanza e le società di certificazione, a questo punto, hanno preteso che almeno una parte delle minusvalenze venisse prudenzialmente registrata e gli attivi delle banche, dei fondi, delle assicurazioni e di tutte le istituzioni che disponevano di rilevanti portafogli di titoli del tipo menzionato hanno "cominciato" trimestre dopo trimestre a registrare minusvalenze. Se, infatti, invece di spalmare tali minusvalenze nel tempo si fossero decisi a registrarle in un colpo solo, il valore dell' attivo sarebbe precipitato al di sotto dei debiti azzerando, o anzi rendendo negativo il capitale proprio e, comunque, portandolo al di sotto per le banche di quanto previsto dagli accordi di Basilea 1 e 2. Spalmare nel tempo è diventata la parola d' ordine che, da un lato, consente alle banche di sopravvivere, dall' altro, rende certi, direi "ipoteca", cattivi risultati anche in futuro. – *FRANCESCO ARCUCCI*