

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



LEZIONE SULLA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

I MUTUI SUPRIME

C'è una data cruciale nella crisi dei mutui *subprime* ed è quella di lunedì 15 settembre 2008, giorno in cui la grande banca statunitense Lehman Brothers chiede l'avvio della procedura fallimentare conosciuta come *chapter 11*. Le televisioni di tutto il mondo diffondono le immagini dei dipendenti della banca che abbandonano i loro uffici con le scatole di cartone contenenti i loro effetti personali. Fino all'inizio del giorno prima, domenica 14 settembre, sembrava che essa potesse essere salvata.

Per comprendere come si sia giunti allo "schianto" — per usare l'espressione con cui è stato tradotto in italiano il titolo (*Crashed*) del libro dello storico americano Adam Tooze — è necessario partire dall'analisi del mercato immobiliare. È in questo mercato, infatti, che ha origine la crisi che ha contagiato il pianeta: la più grave dopo quella mitica del 1929.

E poiché il "carburante" che per anni fece correre questo settore dell'economia furono i mutui ipotecari tracciamo il profilo semplificato di un contratto di mutuo ipotecario, utilizzando anche un semplice esempio numerico corredato da una rappresentazione grafica (vedi figura n. 1).

Supponiamo che la banca X (mutuante: in basso al centro della figura) eroghi un mutuo quinquennale pari a 500 alla famiglia Smith (mutuatario: in alto al centro nella figura) che intende utilizzare tale somma per realizzare il suo sogno di acquistare la casa di proprietà (in alto a sinistra).

Ipotizziamo che il contratto preveda che la famiglia si impegni a pagare alla banca al 30-6 di ogni anno, per 5 anni — dal 2001 al 2005 — le seguenti somme (vedi quanto compare all'interno della freccia posta al centro della figura) :

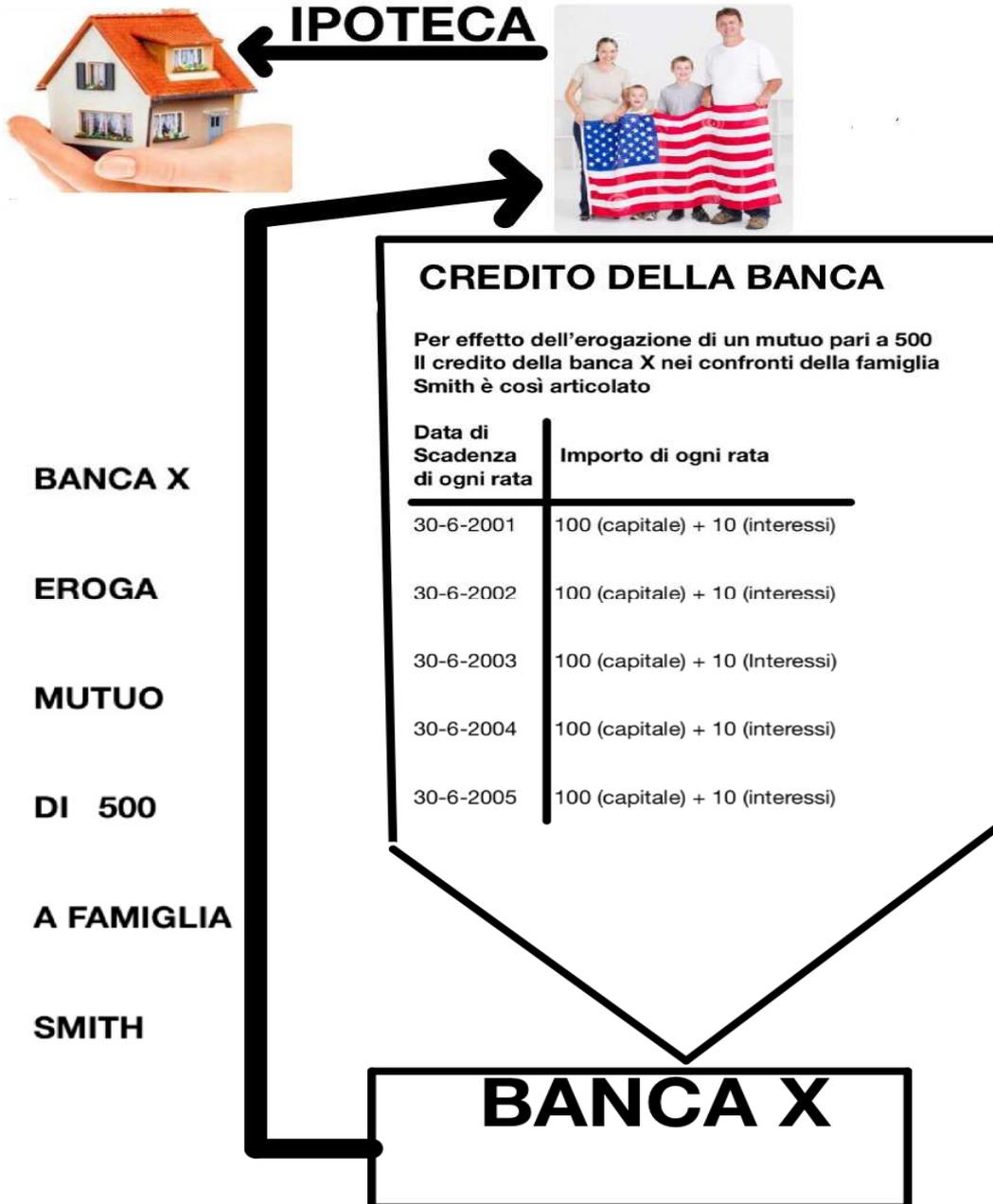
- 1) una somma pari 100 (detta quota capitale) che costituisce la restituzione di parte della somma complessiva di 500 ricevuta in prestito;
- 2) una somma pari a 10 a titolo di interessi (che costituiscono il guadagno che la banca consegue con quest'operazione di finanziamento).

Supponiamo, inoltre, che la famiglia Smith (mutuatario) acconsenta di offrire in garanzia alla banca la casa acquistata in modo che, qualora la stessa famiglia cessasse di restituire il capitale più gli interessi, la banca possa vendere l'abitazione in un'asta pubblica al miglior offerente e recuperare così le somme che le spettano. In termini più tecnici: la famiglia Smith concede un'ipoteca sulla casa (acquistata grazie al finanziamento) a favore della banca. Di qui la definizione del mutuo come mutuo ipotecario.

Visti i termini del contratto, si può riassuntivamente concludere che, una volta che la banca X ha erogato il finanziamento di 500 alle condizioni prima descritte, essa diventa creditrice nei confronti della famiglia Smith e il suo credito consiste nel diritto a ricevere ogni anno per 5 anni le somme sopra indicate (riportate, nella figura, all'interno della freccia).

FIGURA 1

MUTUO QUINQUIENNALE A FAMIGLIA SMITH GARANTITO DA IPOTECA



PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



DAL MODELLO DI GESTIONE BANCARIA “ORIGINATE TO HOLD” A QUELLO “ORIGINATE TO DISTRIBUTE”

La modalità di gestione degli istituti bancari che possiamo definire tradizionale prevede che esse raccolgano informazioni sulla situazione economica dei soggetti che chiedono un finanziamento, selezionino con cura chi è meritevole di ottenerlo e, una volta erogato il prestito, tengano monitorato il debitore in attesa di ricevere la restituzione del capitale più gli interessi.

Tale modello di *business* è denominato “*originate to hold*”, in quanto si dà origine (*originate*) ad un contratto di finanziamento per conservarlo (*to hold*) fino alla sua compiuta esecuzione (pagamento delle rate dovute) da parte del soggetto finanziato.

Molti dei mutui concessi dalle banche a nuclei familiari americani negli anni precedenti allo scoppio della crisi erano definiti *subprime*, di scarsa qualità, perché erogati a famiglie che si trovavano in una difficile situazione economica o addirittura in povertà. Esse erano definite famiglie *ninja*, perché composte da membri privi di redditi (*no income*), privi di lavoro (*no job*), privi di beni di un certo valore (*no assets*). E i finanziamenti ad esse erogati erano definiti *§ninja loans*. Può sembrare irrazionale una simile modalità di erogazione di finanziamenti da parte di un istituto di credito. Infatti, concedere denaro a prestito a soggetti in situazione economica precaria può comportare il concreto rischio di non recuperare il capitale erogato e di non ottenere il pagamento degli interessi.

Possiamo fin d'ora anticipare uno dei motivi che spiegano questo *modus operandi* delle banche: esse erano rassicurate dall'esistenza dell'ipoteca sulla casa. Qualora la famiglia mutuataria, infatti, fosse divenuta insolvente e avesse cessato di pagare le somme dovute, l'istituto di credito poteva comunque vendere l'abitazione ipotecata al miglior offerente e trattenere per sé quanto le spettava.

E a rendere ancor più tranquilli i sonni degli istituti bancari era l'andamento del mercato immobiliare.

Negli anni precedenti al 2006 infatti, il prezzo delle case continuò ad aumentare ed era diffusa la convinzione che questo *trend* positivo dovesse continuare anche in futuro. Si può sin d'ora immaginare quale sconvolgimento provocò, dopo quell'anno, l'inaspettata riduzione del valore di mercato delle abitazioni.

Come si spiegherà meglio più avanti, si moltiplicarono i casi di inadempimenti (mancato pagamento delle rate del mutuo) da parte di famiglie mutuatrici a cui facevano seguito aste di vendita delle case ipotecate in cui non si presentavano acquirenti oppure che si concludevano con la vendita delle abitazioni a prezzi fortemente scontati. Tali rovinose vendite ovviamente provocavano forti perdite nel patrimonio delle banche che erano titolari dei crediti ipotecari. Per comprendere appieno come si sia giunti alla crisi esplosa nel 2008 è necessario illustrare anche l'innovativo modello di *business*, adottato dalle banche a partire dagli anni 90 del secolo scorso, denominato “*originate to distribute*” e lo strumento delle cartolarizzazioni (*securitisation*).

Per capire però questi evoluti meccanismi finanziari è necessario procedere per gradi e descrivere, in primo luogo, il congegno della cessione dei crediti che ne sta alla base.

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



Un credito, infatti, di regola (e salvo eccezioni) può essere ceduto dal creditore ad un altro soggetto.

Riprendendo il nostro esempio, la banca X (che ha erogato il mutuo) potrebbe cedere il suo credito nei confronti della famiglia Smith ad un'altra banca (che chiamiamo Y). Quest'ultima, diventando la nuova titolare del credito, acquisirebbe il diritto di incassare le rate annuali del mutuo (quote di capitale più gli interessi).

L'acquirente potrebbe naturalmente essere anche un'altra impresa finanziaria, per esempio un'impresa di assicurazione, un fondo pensioni, ecc.

Cerchiamo di comprendere, con un semplice esempio numerico, quale sia la logica economica sottostante ad un'operazione di questo genere. Supponiamo quindi che la banca X successivamente all'erogazione del mutuo di 500 lo ceda, dopo qualche mese, alla banca Y al prezzo di 505.

I benefici che può conseguire l'istituto mutuante X cedendo il credito che vanta nei confronti della famiglia Smith sono quelli di:

- 1) lucrare un guadagno pari a 5;
- 2) poter eventualmente utilizzare la somma (505) incamerata con la cessione per concedere altri mutui;
- 3) liberarsi dal rischio che la famiglia mutuataria diventi insolvente e interrompa il pagamento delle somme dovute (quote capitale più interessi).

Su quest'ultimo aspetto ritorneremo più avanti perché ad esso va dato assoluto rilievo per comprendere le cause che portarono alla crisi. Infatti la prospettiva di cedere rapidamente ad altri i crediti derivanti dai mutui erogati spinse le banche a valutare con sempre minor rigore l'affidabilità dei soggetti finanziati ed a procedere con grande disinvoltura alla concessione di mutui anche a persone in precarie condizioni economiche. Infatti il rischio che le famiglie mutuatrici si trovassero nell'impossibilità di restituire il capitale preso a prestito e di pagare gli interessi veniva trasferito, con il trasferimento del credito, in capo a coloro che avevano acquistato il credito stesso.

LE CARTOLARIZZAZIONI DEI CREDITI BANCARI

Compriamo un ulteriore passo avanti nel nostro cammino che ci deve portare a comprendere il meccanismo delle cartolarizzazioni precisando che la cessione dei crediti non necessariamente deve avvenire cedendo un credito alla volta. È infatti possibile cedere più crediti contemporaneamente. È cioè possibile per una banca "impacchettare" più crediti (derivanti dall'erogazione di diversi mutui a diverse famiglie), per poi procedere alla cessione dell'intero pacchetto.

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



L'operazione di cartolarizzazione di più crediti può essere, in prima approssimazione, definita come una particolare modalità di "impacchettamento" di diversi crediti, per poter poi procedere alla loro simultanea cessione. E la creazione del pacchetto consiste, sostanzialmente, nel trasferimento e nella collocazione dei crediti in questione in un documento che tutti li rappresenta e li contiene. La successiva cessione del documento comporterà la cessione di tutti i crediti in esso incorporati.

Mostriamo ora un semplice esempio concreto di securitisation, avvertendo che nella realtà concreta tale operazione può modellarsi secondo diverse tipologie ed essere realizzata con varie modalità tecniche.

Nella figura 2 viene rappresentata la cartolarizzazione dei crediti che la banca X vanta nei confronti di 5 famiglie americane. Si tratta di crediti sorti per effetto della erogazione di mutui agli stessi nuclei famigliari e consistono nel diritto di ottenere la restituzione del capitale e il pagamento degli interessi.

Nelle 5 tabelle che compaiono nella parte sinistra della figura sono indicate, per ciascuna famiglia: la somma totale ricevuta in prestito e le varie somme (capitale e interessi) che essa deve restituire alla banca finanziatrice alle diverse scadenze.

Per esempio, la famiglia Smith ha ottenuto un finanziamento pari a 500 e si è impegnata a restituire, in 5 anni, tale somma più gli interessi pagando il 30 giugno di ogni anno — a partire dal 2001 fino 2005 — una rata pari a 110 (capitale: 100; interessi: 10).

Nella parte destra della figura il rettangolo rappresenta il documento creato dalla banca X per realizzare l'operazione di cartolarizzazione. In questo documento infatti (che si chiama obbligazione) la banca ha collocato alcuni dei crediti che essa vanta nei confronti delle cinque famiglie.

Così, come si può vedere dalla figura, in questa obbligazione è stato incorporato il credito per interessi pari a 10 (che scade il 30-6-2001) che la banca ha nei confronti della Famiglia Smith. Ancora, nella stessa obbligazione è stato trasferito il credito pari a 150 (scadenza 30 -7- 2003) che la banca vanta nei confronti della famiglia John per la restituzione di una rata del mutuo erogato. E così via.

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



CARTOLARIZZAZIONE DA PARTE DELLA BANCA X DI ALCUNI CREDITI DERIVANTI DALLA EROGAZIONE DI MUTUI A 5 FAMIGLIE AMERICANE

FAMIGLIA SMITH: ammontare del mutuo concesso 500

Scadenza di ogni rata	Importo di ogni rata
30-6-2001	100 (capitale) + 10 (interessi)
30-6-2002	100 (capitale) + 10 (interessi)
30-6-2003	100 (capitale) + 10 (Interessi)
30-6-2004	100 (capitale) + 10 (interessi)
30-6-2005	100 (capitale) + 10 (interessi)

FAMIGLIA JOHN: ammontare del mutuo concesso 750

Scadenza di ogni rata	Importo di ogni rata
30-7-2001	150 (capitale) + 20 (interessi)
30-7-2002	150 (capitale) + 20 (interessi)
30-7-2003	150 (capitale) + 20 (Interessi)
30-7-2004	150 (capitale) + 20 (interessi)
30-7-2005	150 (capitale) + 20 (interessi)

FAMIGLIA BROWN: ammontare del mutuo concesso 1000

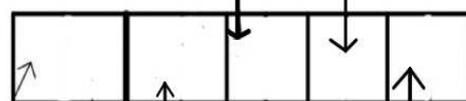
Scadenza di ogni rata	Importo di ogni rata
30-8-2001	200 (capitale) + 15 (interessi)
30-8-2002	200 (capitale) + 15 (interessi)
30-8-2003	200 (capitale) + 15 (Interessi)
30-8-2004	200 (capitale) + 15 (interessi)
30-8-2005	200 (capitale) + 15 (interessi)

FAMIGLIA MORALES: ammontare del mutuo concesso 1000

Scadenza di ogni rata	Importo di ogni rata
31-1-2001	200 (capitale) + 15 (interessi)
31-1-2002	200 (capitale) + 15 (interessi)
31-1-2003	200 (capitale) + 15 (Interessi)
31-1-2004	200 (capitale) + 15 (interessi)
31-1-2005	200 (capitale) + 15 (interessi)

FAMIGLIA GARCIA: ammontare del mutuo concesso 1000

Scadenza di ogni rata	Importo di ogni rata
30-4-2001	200 (capitale) + 15 (interessi)
30-4-2002	200 (capitale) + 15 (interessi)
30-4-2003	200 (capitale) + 15 (Interessi)
30-4-2004	200 (capitale) + 15 (interessi)
30-4-2005	200 (capitale) + 15 (interessi)



OBBLIGAZIONE IPOTECARIA

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



Dopo aver “cartolarizzato” i 5 crediti evidenziati nella figura 2 la nostra banca può procedere alla cessione del titolo obbligazionario.

Chi acquista questa obbligazione — oltre al diritto di ricevere dalle famiglie Smith e John le somme sopra indicate alle scadenze previste — acquisisce anche il diritto a ricevere dalla famiglia Morales (il 31-1-2001) una somma pari 15 a titolo di interessi, dalla famiglia Garcia (il 30-4-2001) una somma di 200 a titolo di rimborso del capitale. E così via.

Se i crediti che vengono incorporati nel titolo obbligazionario sono garantiti da ipoteche (iscritte sulle abitazioni acquistate dalle famiglie mutuatrici) anche il titolo gode delle stesse garanzie ed assume la denominazione di obbligazione ipotecaria.

Naturalmente l'acquirente di questo titolo può, a sua volta, cederlo ad altri, oppure utilizzarlo per realizzare altre fantasiose operazioni finanziarie, come per esempio impacchettarlo con altri titoli e cedere ad altri l'intero nuovo pacchetto, dando vita a nuove obbligazioni con variegati profili di rischio e di rendimento.

Si è già avvertito che l'operazione di securitisation è stata illustrata in modo semplificato. Tra le semplificazioni introdotte si segnala, in particolare, l'omissione del ruolo rivestito, nella stessa operazione, dalle cosiddette società veicolo (*special purpose vehicle*) delle quali le banche si avvalgono per realizzarla.

Dagli anni 90 del secolo scorso il mercato delle cartolarizzazioni si sviluppò a ritmo crescente, assumendo forme tecniche sempre più complesse.

I nomi che i titoli obbligazionari coinvolti nell'operazione hanno assunto nel linguaggio della finanza sono diversi: ABS (*Asset Backed Security*), CDO (*Collateralized Debt Obligation*), ecc.

Se si considera che nelle obbligazioni ipotecarie effettivamente create erano presenti numerosissimi crediti verso i più svariati debitori, con gradi di affidabilità differenti, si può immaginare come potesse essere molto difficile attribuire loro un valore. Si trattava insomma di strumenti finanziari molto poco trasparenti e chi li acquistava non sapeva spesso bene cosa acquistasse. Ed è evidente che se i crediti oggetto di cartolarizzazione erano di scarsa qualità (perché derivavano da *mutui subprime*) anche i titoli obbligazionari creati con le cartolarizzazioni erano di scarsa qualità. Ma la consapevolezza della loro natura di titoli “tossici” (*toxic assets*) tuttavia, non era agevolmente acquisibile, data appunto la loro opacità e complessità tecnica.

LE AGENZIE DI RATING

La difficoltà di apprezzare il valore delle obbligazioni ipotecarie spingeva i loro acquirenti a fidarsi della valutazione che era stata espressa, sulla qualità degli stessi titoli, dalle agenzie di rating. Queste ultime sono imprese private la cui attività consiste nel valutare

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



l'affidabilità di questo o quel debitore (società o Stato) oppure la qualità di determinati prodotti finanziari come le obbligazioni e le azioni. Le più importanti agenzie sono le americane Moody's, Standard& Poor, Fitch.

Al termine del processo estimativo le agenzie attribuiscono una sorta di voto — chiamato appunto rating — espresso non con numeri ma con lettere dell'alfabeto (A,B,C,D) eventualmente seguite da un segno + oppure da un segno —.

Così, per esempio, se l'agenzia di *rating* Moody's, giudica massima la probabilità che i crediti in incorporati in una obbligazione siano pagati (ma mano che vengono a scadenza) dai rispettivi debitori, allora il voto attribuito allo stesso titolo è una tripla A (AAA), che rappresenta il voto massimo. Qualora, invece, Moody's ritenesse un po' meno probabile che tutti i debiti siano regolarmente onorati, allora il voto attribuito sarebbe più basso, per esempio una tripla B (BBB). Un'obbligazione ipotecaria valutata dalla stessa agenzia di qualità ancora inferiore potrebbe ricevere, per esempio, una sola B seguita dal segno — . E così via.

Lo scoppio della crisi, dovuta alle numerose insolvenze dei mutuatari, ha reso evidente che i modelli di valutazione utilizzati dalle agenzie non erano sufficientemente sofisticati.

Inoltre, ad inficiare l'attendibilità dei voti da esse espressi vi è anche la circostanza che, per la loro attività di stima della qualità di un prodotto finanziario (per esempio un'azione o un'obbligazione), ricevono un compenso proprio da chi quel prodotto finanziario ha creato. Nell'esempio appena proposto chi ricompenserebbe Moody's per la sua attività valutativa sarebbe proprio la banca che ha creato l'obbligazione ipotecaria.

È evidente quindi la situazione di costante conflitto di interessi in cui operano le agenzie di *rating* che sono tentate di attribuire un voto generoso (per esempio una bella tripla A) a questo o quel prodotto finanziario in modo da ottenere un generoso compenso dalla società che quel prodotto ha creato.

Molte delle obbligazioni ipotecarie che si rivelarono composte da crediti inesigibili avevano ricevuto una tripla A (punteggio massimo) da qualcuna delle *big three* del *rating* (*Moody's, Standard& Poor, Fitch*).

La crisi esplosa nel 2008 negli USA ci ha insegnato, insomma, che qualcosa non va nel meccanismo di funzionamento delle agenzie. La loro attività, astrattamente considerata, può senz'altro risultare utile per gli investitori, purché consista in una valutazione indipendente e tecnicamente adeguata dei debiti che sono incorporati nei prodotti finanziari e dei relativi debitori.

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



LA POLITICA MONETARIA

È venuto il momento di ricordare un ulteriore elemento che incentivò la concessione di mutui *subprime* da parte degli istituti di credito. Si tratta della politica monetaria adottata dalla banca centrale statunitense, la Federal Reserve (FED).

La FED Svolge diverse funzioni, come quelle di sorveglianza sulle banche e di erogazione ad esse di finanziamenti. Ai fini del nostro discorso è importante ricordare l'ulteriore funzione consistente nell'esercizio della politica monetaria. Tra le decisioni con cui si concreta quest'ultima politica vi è quella della fissazione di tassi di interesse che costituiscono il punto di riferimento di quelli poi applicati dagli istituti di credito nei finanziamenti alla clientela.

Nella prima metà degli anni 2000 la politica monetaria della Banca centrale USA (in prosecuzione di una tendenza iniziata negli anni '90) fu piuttosto accomodante, ossia finalizzata a tenere i tassi di interesse ad un livello piuttosto basso. Tassi di interesse bassi significa basso costo dei finanziamenti erogati dagli istituti creditizi. Ciò incentivò, come si è anticipato, la richiesta di mutui da parte di coloro che volevano acquistare la prima casa.

L'aumento della domanda di case (indotto dalla politica monetaria espansiva: bassi tassi di interesse) provocò, a sua volta, l'aumento dei prezzi sul mercato dei beni immobili e contribuì a generare quella che viene definita "bolla immobiliare".

II FILM DELLA CRISI

Possedendo ora tutte le nozioni necessarie a comprendere il "film della crisi", è venuto il momento di ricostruirne sinteticamente in ordine cronologico le sue diverse sequenze. Il racconto deve iniziare dai primi anni 2000. E' in quegli anni che inizia a diffondersi la pratica di concedere mutui ad alto rischio a clienti in precarie condizioni economiche (famiglie NINJA).

Come si è spiegato sopra, le banche erano incentivate ad utilizzare questa pratica, in primo luogo, dal fatto che i crediti da esse erogati erano garantiti dall'esistenza delle abitazioni (si trattava di crediti ipotecari) il cui prezzo di mercato continuava ad aumentare. In secondo luogo, la disinvoltura degli istituti di credito nella concessione di mutui era giustificata dalla possibilità di liberarsi dal rischio di insolvenza dei debitori cedendo i crediti stessi ad altri dopo averli cartolarizzati, ossia impacchettati e incorporati in titoli obbligazionari. Il processo di cartolarizzazione e la successiva cessione delle obbligazioni ipotecarie, era del resto favorito dal *modus operandi* delle agenzie di rating, le quali — chiamate a valutare la qualità delle obbligazioni e dei crediti in esse incorporati — tendevano a esprimere valutazioni piuttosto generose ed ottimistiche.

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



In terzo luogo, ad aggiungere carburante a questa accentuata dinamica di offerta di prestiti a buon mercato, vi era anche la politica monetaria espansiva (bassi tassi di interesse) adottata dalla Banca Centrale americana.

L'aumento del prezzo delle case, iniziato nel 2000, continuò fino al 2006. Poi il mercato immobiliare incominciò a rallentare la sua corsa: l'offerta di abitazioni iniziò a prevalere rispetto alla domanda e il loro prezzo di mercato iniziò a diminuire.

A causare la riduzione della domanda di immobili contribuì la politica monetaria della Banca centrale americana che iniziò a diventare, a partire dal 2004, restrittiva e si orientò verso l'aumento dei tassi di interesse. L'aumento del costo dei finanziamenti che ne derivò, da un lato, mise in difficoltà i mutuatari in essere, molti dei quali si trovarono in difficoltà a pagare rate del proprio mutuo divenute più care e, dall'altro lato, indusse molte famiglie a rinunciare ad accendere un prestito e ad abbandonare l'idea di acquistare un'abitazione.

La riduzione del valore delle case provocò pesanti perdite alle banche. Le abitazioni, infatti, costituivano la garanzia dei mutui ipotecari. Di conseguenza il calo del loro prezzo di mercato impedì agli istituti finanziari che erano titolari dei crediti sorti da quei mutui (in quanto possessori delle obbligazioni ipotecarie) di recuperare (tramite la vendita all'asta delle stesse abitazioni) le somme loro spettanti (quote di capitale più interessi).

A partire dalla seconda metà del 2007, quindi, le obbligazioni ipotecarie, ampiamente diffuse sul mercato, iniziarono a perdere valore: diventarono cioè "titoli tossici". Si diffusero riduzioni nei voti (*downgrading*) ad esse attribuiti da parte delle agenzie di *rating*.

Gli istituti finanziari che le possedevano subirono importanti perdite patrimoniali e ridussero la disponibilità ad erogare nuovi crediti a famiglie, imprese ed altre banche, innescando un processo che creò difficoltà a tutti soggetti del sistema economico.

Alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi evitarono il fallimento solo grazie ad operazioni di salvataggio congregate dal Governo e dalla FED.

Ma la banca d'affari Lehman Brothers, una delle più grandi banche statunitensi, non ricevette aiuti né da parte dello Stato né da parte di soggetti privati e diede avvio alle procedure fallimentari il famigerato 15 settembre 2008

Il fallimento di una grande banca come la Lehman Brothers (e l'inerzia dimostrata dalle autorità pubbliche) diffuse un clima di profonda sfiducia fra gli operatori economici e di grande incertezza sulla solidità di tutte le istituzioni finanziarie. La crisi divenne quindi sistemica.

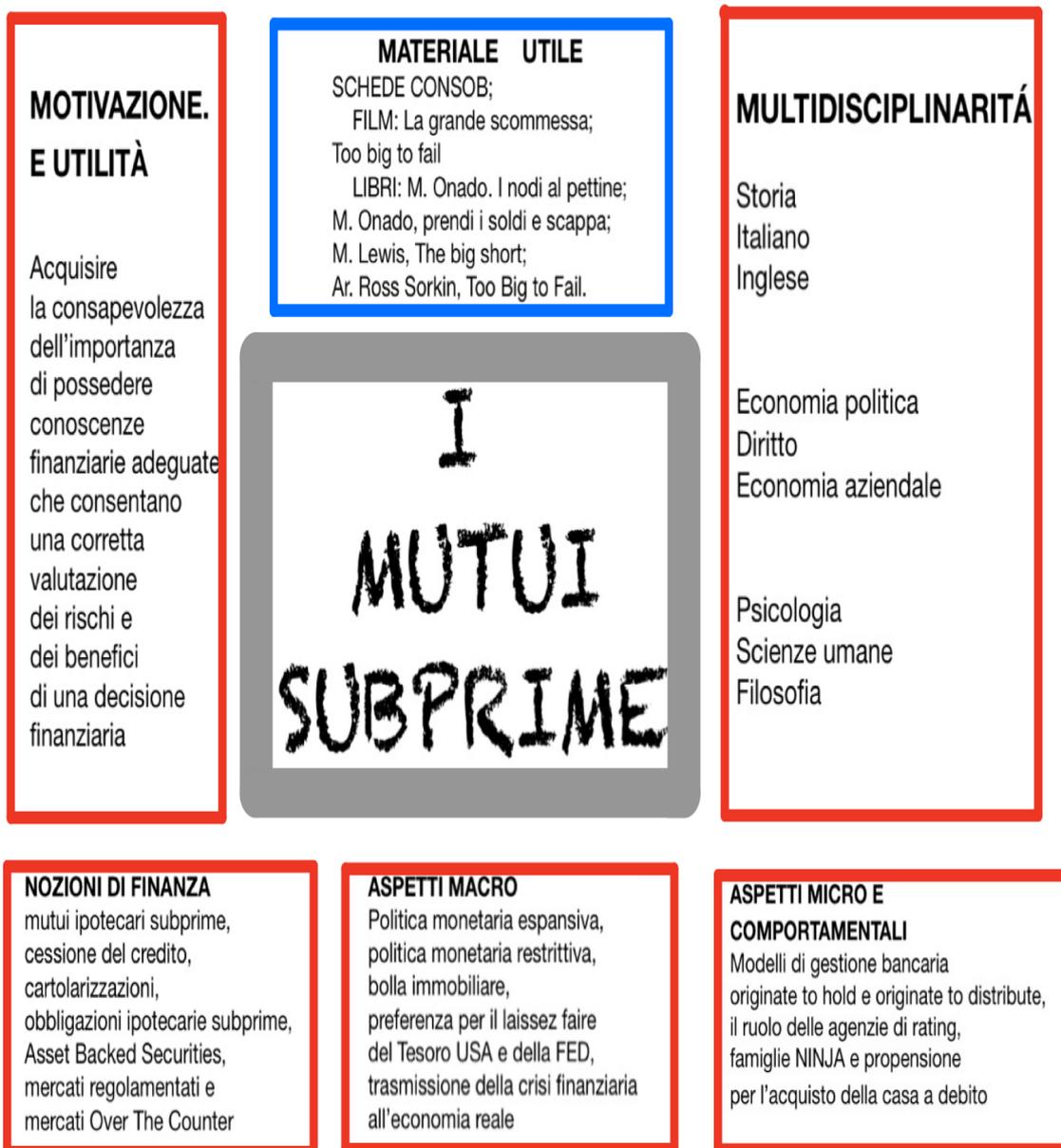
Il castello di carte (anzi, di cartolarizzazioni) costruito sopra ai mutui immobiliari *subprime* stava crollando e questo crollo trasmetteva i suoi effetti deleteri anche alla cosiddetta economia reale, provocando una caduta del reddito e dell'occupazione.

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



La crisi non rimase confinata negli USA ma si diffuse nel pianeta e in particolare in Europa, a causa della presenza nel patrimonio di importanti banche europee di "titoli tossici" che avevano acquistato.

Mappa concettuale sui mutui subprime



PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



CONSIDERAZIONI DI CARATTERE DIDATTICO-METODOLOGICO

Il progetto MIUR-CONSOB sull'educazione finanziaria si pone un obiettivo davvero ambizioso, quello di introdurre l'insegnamento di elementi di finanza in tutte le scuole superiori, anche in quelle in cui non sono presenti materie economico-giuridiche. L'educazione finanziaria è intesa come un'attività che deve coinvolgere più discipline, fra le quali quella della storia in primo piano è Storia. In effetti l'insegnamento di questa materia richiede comunque la trattazione di fatti storici di rilievo economico.

Preso atto quindi della difficoltà dell'impresa, uno sforzo particolare deve essere dedicato alla attenta preparazione di lezioni e di materiale didattico che siano caratterizzati da un alto tasso di comprensibilità e che possano essere alla portata di coloro che frequentano una scuola superiore, convinti peraltro che la eventuale tentazione di aggirare l'ostacolo ed evitare l'analisi dei passaggi più tecnici (ci si riferisce, naturalmente, a quelli fondamentali per la comprensione di un fenomeno) comporterebbe di fatto la preventiva rinuncia a formare persone che riescano a orientarsi nel mondo della finanza.

Ciò premesso, il criterio generale che è opportuno seguire per spiegare il funzionamento di un meccanismo finanziario è quello di smontarlo, mettere in fila (secondo un ordine logico) i pezzi che lo compongono e procedere poi alla illustrazione del funzionamento di ciascuno di questi pezzi.

Ciò significa, nel caso del tema dei mutui *subprime* e delle cartolarizzazioni, che non si può certo pensare di cavarsela dicendo che le banche statunitensi, dopo aver erogato mutui a famiglie in precarie condizioni economiche, procedevano poi ad impacchettare i crediti (di scarsa qualità) derivanti da quei mutui ipotecari, trasformandoli infine in un titolo obbligazionario che poi cedevano a terzi. Chi non conosce già il funzionamento di una cartolarizzazione non può certo comprenderlo da questa sintetica descrizione.

Nella lezione sui mutui *subprime* abbiamo, quindi, iniziato il discorso offrendo un'illustrazione semplificata di come funziona un contratto di mutuo e in, particolare, di come sia articolato il credito cui questo contratto dà origine a favore della banca finanziatrice, consapevoli del fatto che, per chi possiede un'idea rudimentale di credito — e lo intende come diritto di ricevere in futuro una somma di denaro — non risulta così immediato riconoscere come credito il diritto di ricevere, da parte della banca, la articolata sequenza di rate (composte da capitale e interessi) alle date stabilite dal contratto. Così si è deciso anche di proporre un esempio numerico concreto, corredato da una rappresentazione grafica.

PROGETTO-PILOTA SCUOLE "Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin" – ottobre 2018
NOME SCUOLA: Liceo F. De André - Brescia
NOME REFERENTE: Prof. Giacomo Bailetti
OGGETTO DEL DOCUMENTO: lezione crisi finanziaria mutui sub-prime



Qui giunti abbiamo ritenuto fosse arrivato il momento opportuno per introdurre l'illustrazione della modalità di gestione delle banche definita "*originate to hold*".

Si è, invece, giudicata ancora prematura la trattazione — al fine di illustrare questo innovativo modello di gestione — del meccanismo della cessione in blocco dei mutui trasformati in un titolo. Prima si è reputato necessario, infatti, compiere un più corto passo, spiegando che un credito (di regola e salvo eccezioni) può essere ceduto.

Anche la cessione del credito, comunque, è stata accuratamente illustrata perchè si tratta di un'operazione non immediatamente comprensibile e che risulta un po' astratta per lo studente abituato, di regola, ad avere a che fare con più concrete cessioni di beni materiali caratterizzati da un loro valore d'uso. Oltre alle conseguenze giuridiche della cessione, nel nostro materiale didattico ci siamo anche fatti carico di spiegare, con un semplice esempio numerico, quali siano le motivazioni economiche che spingono cedente e cessionario a realizzarla.

A questo punto abbiamo ritenuto che si potesse procedere a descrivere la cessione di più crediti contemporaneamente e che fosse finalmente spianata la strada per giungere alla comprensione (in termini generali e con alcune semplificazioni) del modello di gestione bancaria *originate to distribute* ed il meccanismo della *securitisation*.

Al fine di far capire l'opacità delle obbligazioni ipotecarie, la conseguente difficoltà ad apprezzarne il valore e quindi il ruolo decisivo giocato dalle valutazioni espresse dalle agenzie di *rating*, si è proposta una rappresentazione grafica abbastanza articolata dei titoli stessi, avvertendo peraltro che si tratta comunque di una rappresentazione molto semplificata rispetto alla realtà, poiché nei *toxic assets* effettivamente realizzati erano presenti numerosissimi crediti verso svariati debitori.

Qui giunti abbiamo ritenuto che i maggiori ostacoli tecnici fossero stati superati. Così — dopo aver accennato alle funzioni svolte dalle agenzie di rating e al ruolo della politica monetaria — abbiamo scelto di chiudere la nostra lezione con una parte finale (che abbiamo chiamato "il film della crisi") in cui abbiamo ripercorso al gran galoppo tutte le tappe fondamentali della crisi dei mutui *subprime*.

Giacomo Bailetti