

Regole nuove ma con una regia

di Franco Reviglio

La crisi rappresenta un caso di inefficienza dello Stato che trova le sue cause nello sviluppo dell'innovazione finanziaria senza regole. Il volume dei derivati si è accresciuto a dismisura, oltre che per i titoli rappresentativi dei mutui immobiliari, anche attraverso operazioni di trasferimento dei rischi su titoli obbligazionari rappresentativi di prestiti per l'acquisto di auto, di carte di credito, di prestiti per finanziare fusioni e acquisizioni.

I rischi debitori sono stati trasferiti a catena, senza un'effettiva garanzia perché l'attivo delle banche, esposto negli stati patrimoniali, rappresentato da debiti strutturati, ammontava a un multiplo assurdamente elevato del capitale proprio. Sono apparse stime che indicano ben 62 trilioni di dollari di Cds a fronte di "solo" 14 trilioni di mutui edilizi!

Il contenimento delle inevitabili conseguenze negative che la crisi finanziaria produrrà sull'economia reale dei Paesi europei e quindi anche sulla nostra dipendono in ampia misura da una politica congiunta di tutti i Paesi per il rilancio del credito interbancario. Nel loro insieme gli interventi sinora attuati non hanno intaccato quella che è la causa strutturale della crisi: lo sgonfiamento dell'enorme bolla che ha determinato lo sviluppo irragionevole dei titoli che costituiscono gli attivi bancari.

Secondo il Fondo monetario le svalutazioni complessive di questi titoli ammonterebbero a 1.400 miliardi di dollari, di cui sarebbero già avvenute 760 miliardi (580 a carico delle banche). Le svalutazioni che rimangono da completare ammonterebbero a ben 640 miliardi complessivi, per la maggior parte a carico delle banche. Per ricapitalizzare le banche di questo importo, i tempi non saranno brevi. La crisi finirà solo quando la distribuzione dei costi del risanamento sarà completata e le banche saranno adeguatamente ricapitalizzate.

Nel nostro Paese le ripercussioni della crisi finanziaria sul sistema bancario dovrebbero essere lativamente limitate, grazie alla severa sorveglianza sui mutui elargiti e ai soddisfacenti coefficienti patrimoniali di solvibilità. Le famiglie italiane sono meno indebitate di quelle degli altri Paesi europei, tre volte in meno di quelle tedesche. Nello stesso tempo, i mutui edilizi raggiungono il 17 % del Pil, rispetto al 40% tedesco, al 62 % della Spagna e al 108% della Danimarca.

Gli effetti negativi che la crisi finanziaria produrrà sulla nostra economia reale saranno mitigati dal minor peso sul Pil del nostro sistema finanziario rispetto a Paesi quali il Regno Unito e i Paesi Bassi e dal più basso livello del suo indebitamento (quello britannico è 2,7 volte superiore al nostro). Le lamentate arretratezze del nostro sistema economico per la bassa crescita dei servizi finanziari ad elevato valore aggiunto ostacoleranno gli effetti reali della crisi.

Problemi possono nascere se risulteranno consistenti esposizioni verso istituzioni estere in difficoltà non rilevate dalla Centrale dei rischi, o verso le sottoposte delle banche non consolidate nei loro bilanci, e se si effettueranno svalutazioni delle attività per riportarle dai valori storici a quelli di mercato. Se si vuole far tornare piena fiducia nei nostri mercati le incertezze sul valore di queste possibili passività devono essere rimosse.

Il mercato non appare in grado di completare le ricapitalizzazioni, particolarmente difficili

nei casi in cui i rapporti patrimonio netto-totale attivi sono particolarmente bassi; questi casi sono numerosi in alcuni Paesi europei, quali il Regno Unito, la Francia e la Germania, ma per fortuna poco estesi in Italia. In questi casi potrà essere d'aiuto la decisione delle autorità europee di sospendere dal terzo trimestre 2008 l'obbligo di valutare le attività al cosiddetto *price to market*.

Gli attivi potranno essere valutati sulla base dei fondamentali sottostanti, evitando gli effetti devastanti di svalutazioni in conseguenza dei deprezzamenti sui valori di mercato indotti da eventi di breve periodo, spesso di tipo speculativo. La valutazione degli attivi sulla base dei nuovi criteri non appare peraltro facile perché un prudente apprezzamento dei fondamentali dovrà tener conto degli effetti della recessione non facilmente misurabili ex-ante. In ogni caso, essa non dovrà servire per nascondere l'effettiva perdita di valore dei titoli gonfiati dalla bolla speculativa.

La valutazione dell'attivo è difficile non solo perché passa attraverso le incertezze sui fondamentali e richiede tempi non brevi per essere apprezzata dal mercato, ma anche perché il processo di ricapitalizzazione da parte del mercato dipende dal clima di restaurata solvibilità che l'apprezzamento richiede.

Sul mercato globale il processo di restaurazione della solvibilità delle banche richiederà ricapitalizzazioni cospicue e non potrà avvenire in tempi brevi perché l'ammontare dei titoli "tossici" è enorme. Il recupero dei fondamentali potrà avvenire soltanto quando il valore fittizio che essi incorporano sarà interamente eliminato e un nuovo punto di equilibrio capitale-attivi sarà conseguito. Il ritorno a valori patrimonio netto-attivo corretti rappresenta il banco di prova della solvibilità delle banche e quindi del superamento della crisi.

La soluzione della crisi richiede una ridefinizione della regolazione e della supervisione dei mercati non limitata ai singoli stati nazionali, ma estesa a tutti i maggiori Paesi. Spetta allo Stato, ai Governi e alle autorità monetarie definire un nuovo quadro di regolazione idoneo ad evitare in futuro il ripetersi di altre crisi. La regolazione e la supervisione non devono essere affidate a più soggetti senza coordinamento.

Non deve più accadere che si lasci funzionare il mercato senza fornire agli operatori e ai risparmiatori le informazioni necessarie a rendere trasparenti i rischi che si assumono.

I tempi per uscire dalla crisi non saranno brevi. La crisi si concluderà solo dopo che saranno state registrate tutte le perdite relative ai titoli "tossici" e che saranno ristabiliti adeguati rapporti patrimonio netto-totale degli attivi.

Il quadro finanziario tornerà stabile solo quando, completata un'adeguata ricapitalizzazione e una rinnovata regolazione, i rapporti p/e torneranno su valori in linea con quelli storici.