

LA CRISI: CAUSE E RIMEDI

di Giuseppe Mussari, Stefano Dalle Mura e Alessandro Santoni

In corso di pubblicazione in A. Pisaneschi (a cura di), *Dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore. E ritorno?*, Torino, Giappicchelli, 2009

(Collana "Costituzione e società", diretta da A. Pisaneschi e L. Violini)

SOMMARIO - 1. I prodromi della crisi. 2. La crisi: prima e dopo Lehman. 3. Le Istituzioni scendono in campo. 4. Il caso italiano nel contesto Europeo. 5. Quale prospettiva?

1. I prodromi della Crisi

A partire dal secondo semestre 2007 il sistema finanziario internazionale è stato interessato da una crisi sistemica che si è andata progressivamente accentuando fino ad avere evidenti ripercussioni sulla congiuntura reale. Un fenomeno di tale portata da motivare un ritorno del consenso a favore di una più incisiva presenza del settore pubblico nella sfera economica, dopo un lungo periodo in cui è stata prevalente - al di là delle evidenti differenziazioni, ad esempio nel confronto fra Usa ed Europa - una cultura fondata sulla fiducia nel mercato e nei suoi supposti meccanismi di auto-regolamentazione. Si è così tornati a guardare allo Stato come "disciplinatore" di ultima istanza verso mercati che sembrano aver perso i necessari riferimenti rispetto ai fondamentali reali. Lo spettro di una profonda recessione globale, in un contesto con caratteristiche di eccezionalità anche sotto il profilo storico, ha giustificato il ricorso - oltre che allo stanziamento di ingenti risorse pubbliche e ad aggressivi interventi monetari - ad operazioni di sostanziale nazionalizzazione di primarie società private, essendosi ritenuto che rispetto a tali iniziative, in altri tempi impensabili, ogni alternativa avrebbe comunque rappresentato una prospettiva peggiore.

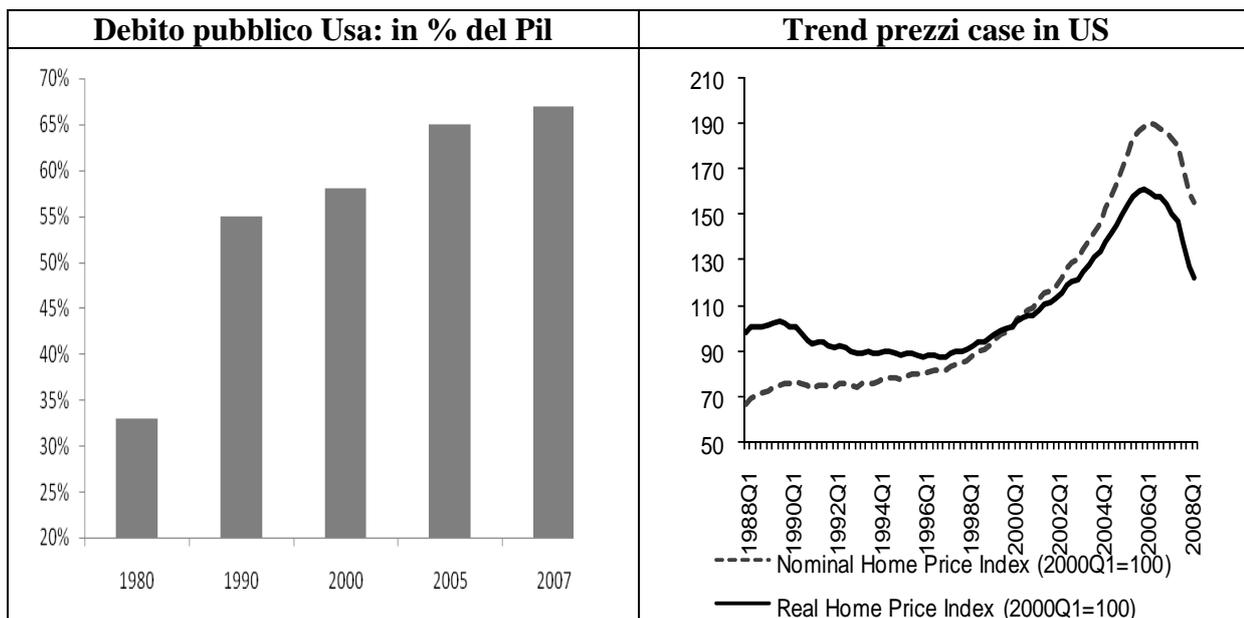
Quella che stiamo attraversando è stata chiamata la crisi dei *subprime* - cioè dei mutui erogati a categorie di clienti particolarmente rischiosi per la sostanziale inconsistenza delle loro garanzie patrimoniali e reddituali - perché essa si è innescata nel settore immobiliare quando, a seguito dei rialzi dei tassi decisi dalla Fed per fronteggiare attese di crescita dell'inflazione, e dopo un prolungato trend di crescita dei prezzi delle case - una vera e propria "bolla" - gran parte delle famiglie statunitensi beneficiarie, appunto, dei mutui *subprime* sono risultate non più in grado di pagare le relative rate.

Dato il contesto in cui si è inserito, tale "evento", pure riferibile ad un comparto specifico, è stato sufficiente a innescare una "reazione a catena" di complessità e portata tali da giustificare interventi pubblici di natura e portata straordinarie, per certi versi senza precedenti, tesi a sostenere la solidità e la liquidità del settore finanziario e bancario, ad assicurare il credito all'economia, a stimolare la congiuntura reale, a limitare, in ultima analisi, le conseguenze per famiglie ed imprese. Per quanto la crisi si sia palesata in modo piuttosto rapido le sue cause vanno ritrovate in un progressivo processo di accumulo di squilibri economici e finanziari, di sottovalutazione dei rischi, di eccessiva fiducia non solo nel mercato ma anche nelle regole e nella regolamentazione, la cui evoluzione si è rivelata in ritardo rispetto alle accelerazioni della capacità di innovazione che gli operatori sono stati in grado di esprimere.

Si è trattato di squilibri sia macroeconomici che finanziari.

Fra i primi basti ricordare l'aumento del debito pubblico Usa (salito dal 33% del 1980 al 67% del 2007¹), la crescita del deficit commerciale con l'estero accompagnato dal prolungato deprezzamento del dollaro (il cambio €/\$ è passato da circa 1,18 del quarto trimestre 2006 a circa 1,60 di metà 2008²), l'aumento esponenziale dei prezzi delle materie prime (l'indice Irs che raggruppa 42 materie prime ha segnato da Gennaio 2004 a Dicembre 2007 un +85%), la più che abbondante liquidità presente sui mercati (l'aggregato monetario M3³ in Usa è cresciuto nel 2006/2007 a tassi del 10% rispetto al 4-5% del biennio precedente), la lievitazione dei valori immobiliari a livelli da vera e propria bolla speculativa (nel decennio 1997-2006 i prezzi degli immobili sono aumentati di oltre il 170%⁴).

Figura 1: Debito pubblico e trend prezzi case in US



Fonte: Federal Reserves, IMF

Nel mondo finanziario hanno giocato a sfavore: l'opacità degli strumenti, in misura crescente transati fuori dai mercati regolamentati (ad inizio 2006 il totale del valore nozionale di tutti i derivati finanziari Over The Counter "OTC" aveva superato⁵ i 280.000 miliardi di dollari, cioè sette volte il PIL mondiale con una crescita rispetto al 2003 del 143%), i fattori di leva esasperati (nel 2007 Bear Sterns, Morgan Stanley e Lehman avevano attivi superiori di oltre 30 volte il loro patrimonio, più del doppio della media delle Banche Italiane⁶), l'eccessivo ricorso alle pratiche di cartolarizzazione (il debito cartolarizzato USA aveva superato nel 2007 i 10.000 miliardi di dollari, più che raddoppiando rispetto al 2000⁷) e ai derivati in generale (il totale del nozionale dei derivati è salito da \$101.000 miliardi del 2002 a \$531.000 miliardi del 1H08⁸) nonché la focalizzazione sui rating, interpretati erroneamente come onnicomprensivi indicatori di rischiosità di controparti e asset (Lehman per tutto il 2007

¹ Fonte Federal Reserves

² Dati: Reuters

³ Circolante, fondi del mercato monetario, depositi a breve termine e depositi monetari degli operatori istituzionali e depositi all'estero

⁴ Dati: Reuters

⁵ Fonte: BRI

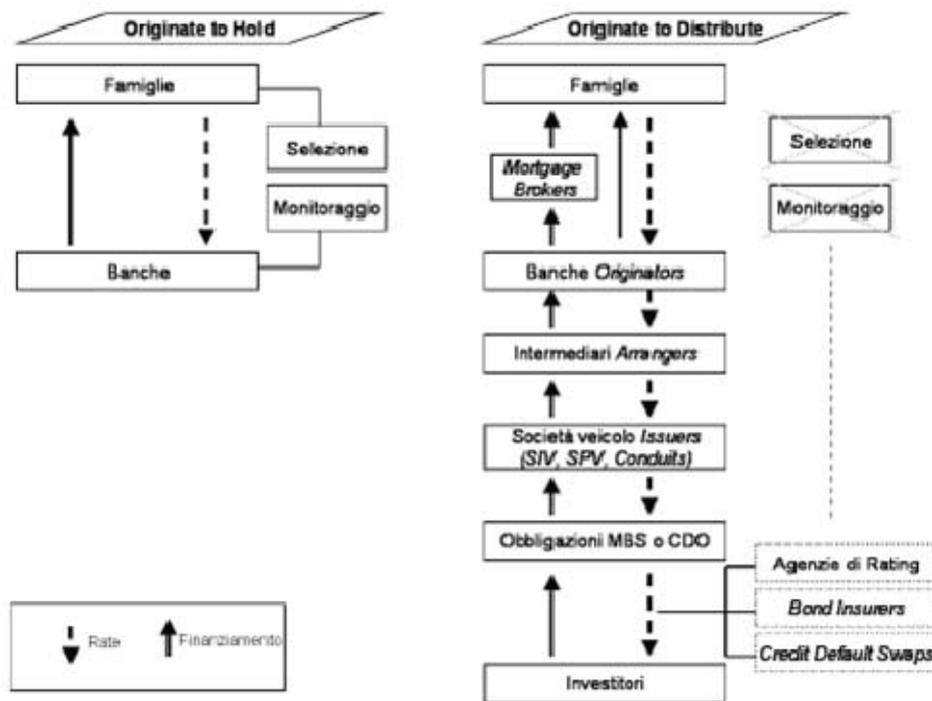
⁶ Fonte: Bilanci Bancari

⁷ Fonte: Bloomberg

⁸ Fonte: International swaps and Derivatives Associations.

poteva contare su di un rating investment grade con AA- per S&Ps, Aa3 per Moody's, A+ per Fitch. Fino al 10 Settembre 2008 Lehman era A per S&Ps, A2 per Moody's e A+ per Fitch⁹). Sullo sfondo di questo processo di innovazione finanziaria c'è stato l'affermarsi, presso gli intermediari, di una nuova logica industriale. Sino al 2000 una banca originava un rischio (ad esempio concedendo un mutuo) e, di norma, lo teneva sui suoi libri sino a quando il debitore saldava quanto dovuto o, in caso di inadempienza, sino a quando venivano esperite le procedure di recupero. Dal 2000 in poi, in maniera sempre più marcata, le banche hanno assunto sempre più rischi per poi cederli immediatamente. Siamo passati dall'*originate to hold*, all'*originate and distribute*, all'*originate to distribute*.

Figura 2: Il circolo vizioso



Fonte: Bloomberg BPM

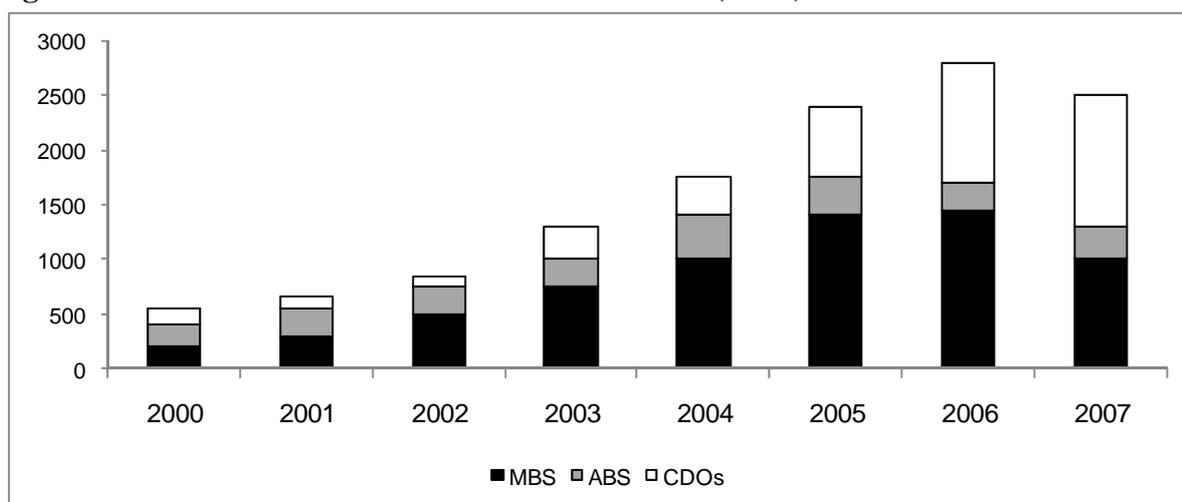
La cessione dei rischi da parte di un'azienda ha una ragionevolezza in caso di operazioni di "primo livello": quando un intermediario, ad esempio, trasforma un insieme di impieghi eterogenei in un "titolo" negoziabile per migliorare la liquidità dei propri attivi, generando indirettamente potenziali effetti positivi a livello di sistema in termini di una più efficiente allocazione dei rischi "fondamentali". Ben più complessi, e perversi, sono stati gli effetti sistemici, quando la pratica ha assunto invece natura di business in sé, alimentando una disordinata stratificazione "multi-livello" dei rischi. Spesso sugli asset creditizi originari sono stati strutturati altri strumenti finanziari e su questi altri ancora, e così via, su una scala di crescente complessità e di sempre minore legame con l'iniziale sottostante reale. In questo contesto si è anche ridotto l'incentivo da parte degli originatori iniziali a monitorare la qualità degli attivi i cui rischi venivano ceduti.

Le possibilità sono state ampliate viepiù dalla fantasia dell'ingegneria finanziaria, che ha espresso la sua creatività a partire dalle strutture "di base" come ABS¹⁰, MBS¹¹, CDS¹², CDO¹³.

⁹ Fonte Agenzie di Rating

¹⁰ **Asset backed securities (abs)** Titoli rivenienti da cartolarizzazioni e, quindi, garantiti da un portafoglio di diverse attività sottostanti (prestiti al consumo, carte di credito, mutui, canoni del leasing ecc.).

Figura 3: Emissioni strumenti di credito strutturato (\$mld).



Fonte: *European Securitisation Forum*

Sul rischio di credito iniziale è stata così creata una montagna di nuovi rischi – di credito, di liquidità, di controparte – fortemente interconnessi fra di loro ma della cui correlazione si è finito per perdere cognizione creando così la premessa per pericolosi “effetti domino”. Anche se ognuno pensava di aver traslato o coperto i propri rischi, in realtà questi non erano spariti a livello di sistema, bensì si erano amplificati e dispersi in una inestricabile ragnatela di relazioni senza più un inizio e una fine.

L’innovazione finanziaria ha agito in “sinergia” con il vero squilibrio macroeconomico di fondo, forse la causa prima della crisi: l’eccesso di consumo – con il conseguente sovraindebitamento – dei cittadini statunitensi e degli Stati Uniti stessi (ma anche di altri Paesi, come vedremo in seguito dai dati Ocse sull’indebitamento a livello internazionale). Per un prolungato periodo il “consumatore medio” americano ha mantenuto livelli di spesa incompatibili con la sua vera capacità reddituale. I dati della Federal Reserve (2008) mostrano come ogni cittadino Americano mediamente risparmi annualmente \$392 a fronte di un debito medio di \$117.952, di cui \$ 84.911 relativo a mutui immobiliari e \$8.565 relativo a carte di credito. Questo persistente sovraconsumo è stato sostenuto dall’espandersi della bolla immobiliare a sua volta alimentata dal ridetto meccanismo di moltiplicazione del credito permesso dagli strumenti finanziari “innovativi”. Questi hanno consentito ai consumatori di costituire nuove risorse sulla base del semplice apprezzamento del valore degli immobili, a sua volta fittiziamente alimentato proprio della risorse che per quella via erano state create. Uno dei meccanismi più perversi è stato quello imperniato sulla concessione di mutui con tre anni iniziali di pagamento della sola quota interessi; mutui di cui c’è stata una particolare richiesta da parte di famiglie di classi più deboli per acquistare case normalmente al di fuori

¹¹ **Mortgage backed Securities** Titoli emessi a fronte di un’operazione di cartolarizzazione il cui cash flow è garantito dal rimborso di mutui commerciali o residenziali.

¹² **Credit default swap (cds) / option:** Contratto col quale un soggetto, dietro pagamento di un premio, trasferisce ad un altro soggetto il rischio creditizio insito in un prestito od in un titolo, al verificarsi di un determinato evento legato al deterioramento del grado di solvibilità del debitore (nel caso della option occorre anche l’esercizio del diritto da parte dell’acquirente).

¹³ **Collateralized debt obligations (cdo)** Sono emissioni che raggiungono lo stesso risultato dei credit default swaps (Cds) ma trasferendo interi “portafogli” di rischi diversi, secondo le tecniche tipiche della securitisation. Di fatto i Cdo sono “pacchetti” di altri bond o debiti, condensati in un’unica obbligazione. Esistono anche i Cdo “sintetici”, in realtà privi di un vero e proprio sottostante reale, costruiti utilizzando a riferimento i CDS. Un altro esempio è rappresentato dagli arbitrage CDO, i cui emittenti acquistano titoli a rendimento elevato finanziandosi attraverso l’emissione di obbligazioni che, essendo garantite da un paniere diversificato e complessivamente meno rischioso dei singoli titoli componenti, hanno un rendimento inferiore.

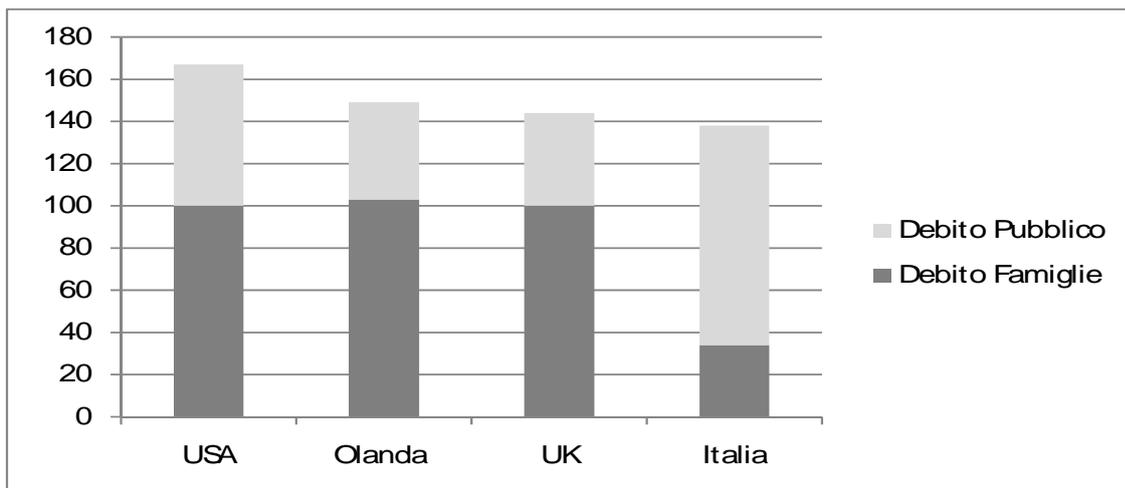
della loro portata, pianificando di rivenderle proprio dopo tre anni guadagnando dall'ulteriore – ipotizzato - aumento dei prezzi immobiliari. Coloro che avevano ancora il mutuo al momento dell'inversione del ciclo immobiliare sono rimasti, per così dire, “con il cerino in mano” né più né meno, *mutatis mutandis*, come in un classico schema finanziario alla *Ponzi*. A sua volta lo sviluppo del settore immobiliare ha richiamato ingenti investimenti con importanti riflessi occupazionali e reddituali che hanno contribuito ad alimentare il circolo vizioso a supporto della “bolla”. La malriposta fiducia nel fatto che i nuovi “strumenti finanziari” avrebbero consentito di metabolizzare e neutralizzare il carico di rischi che tale situazione stava accumulando ha fatto il resto.

Le istituzioni Usa non possono essere ritenute indenni da responsabilità rispetto alla situazione che si è venuta a creare. Le banche di investimento – proprio le istituzioni ad andare più di tutte a leva – sono state esonerate dalla vigilanza a cui erano assoggettate le banche commerciali; si è tollerato che le banche aggirassero i vincoli con la formazione – anch'essa sfuggita (?) ai supervisori - di un sistema del credito “ombra” collocatosi fuori bilancio (grazie ad esempio ai SIV e Conduit¹⁴); si è sottovalutata la rilevanza dell'inflazione del valore degli asset concentrandosi piuttosto su quella dei prezzi al consumo la cui dinamica – contenuta per lungo tempo grazie alle importazioni a basso costo dall'Asia – ha creato spazi di manovra per politiche monetarie oltremodo accomodanti.

Dato che la crisi ha visto le sue cause profonde svilupparsi nel corso di un periodo certamente non breve, durante il quale si è fatto sempre più evidente che alcune dinamiche economiche non fossero sostenibili, è lecito chiedersi perché ciò sia stato consentito. Una chiave di lettura può stare nel fatto che il modello di sviluppo basato sulla crescita della domanda sostenuta dall'indebitamento e dall'afflusso di risorse dall'estero ha consentito ad alcuni Paesi di mantenere una prolungata e sostenuta dinamica positiva del Pil che si è riflessa in una percezione di un elevato livello di potere di acquisto corrente che – pur non riflettendo i veri fondamentali dell'economia e non tenendo pienamente conto del costo del servizio dei debiti accumulati – ha per molto tempo sostenuto la crescita della spesa privata non solo per beni e servizi rigorosamente di consumo ma anche - nell'ambito di sistemi di welfare tendenzialmente “individualistici” – per pensioni, assicurazioni mediche, studi per i figli. In un certo senso è avvenuto, pur con meccanismi diversi che hanno fatto maggiormente leva sull'indebitamento privato, ciò che altri Paesi avevano fatto prima alimentando la crescita del debito pubblico: in effetti, se consideriamo il debito complessivo dello Stato e delle famiglie sul Pil nazionale, vediamo che un Paese come l'Italia presenta, in realtà, una situazione relativamente meno compromessa di altri Paesi spesso accreditati come più virtuosi.

Debito Pubblico e delle famiglie in % del Pil - 2007

¹⁴ **Conduit-Siv**: con questi termini si indicano speciali società-veicolo create dalle banche ma poste fuori dal loro bilancio. Queste società si finanziano sul mercato dei commercial paper (bond a brevissima scadenza) e acquistano titoli obbligazionari a lunga scadenza. Il loro guadagno sta nel fatto che i tassi a breve sono più bassi di quelli a lunga. I Conduit non usano l'effetto leva quasi mai, i Siv sì. I Siv utilizzano un'effetto leva di 12-16 volte. Ma i più moderni (chiamati Siv-lites) arrivano a 40-70 volte. L'effetto leva è quel meccanismo che permette — utilizzando i derivati — di moltiplicare i guadagni o le perdite a parità di investimento.



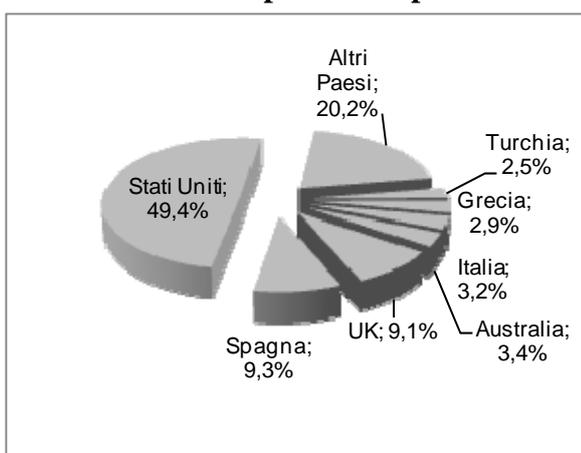
Fonte: Fondazione Edison su dati FED, BCE

Un tale meccanismo ha indubbiamente avuto un ruolo importante nel mantenimento del consenso e dell'equilibrio sociale, tanto più in una fase storica in cui le differenze economiche - evidente è stato l'allargamento della forbice fra redditi da lavoro e profitti - tendevano ad acuirsi. L'interesse a frenare tempestivamente una dinamica che contribuiva a mantenere la "pace sociale" è stato, per certi versi comprensibilmente, assai limitato, così però conducendo il sistema verso un insanabile punto di rottura. Sta di fatto che quando è stato, finalmente, a tutti chiaro che il meccanismo aveva definitivamente smesso di funzionare ed è crollato il consenso verso quel modello di sviluppo basato sul benessere drogato dal debito e verso l'ideologia socio-economica che vi stava dietro, è accaduto un evento fino ad allora, probabilmente, impensabile: un afroamericano è stato eletto, con un più che ampio consenso, alla Casa Bianca.

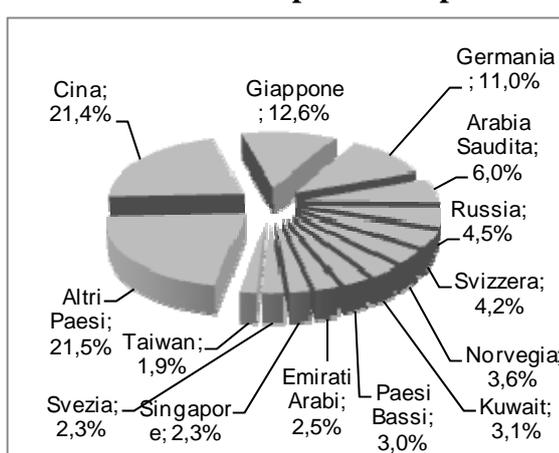
2. La crisi: prima e dopo Lehman.

Per diverso tempo la riduzione della propensione al risparmio Usa è stata compensata dall'afflusso di capitali esteri - in primis dalla Cina - riflettendosi nella crescita del deficit delle partite correnti e dell'indebitamento nei confronti dell'estero.

Paesi che importano capitale



Paesi che esportano capitale



Fonte FMI, Marzo 2008

Ciò ha consentito di mantenere in piedi una struttura sempre più pericolante, mentre maturava il progressivo disallineamento fra la sfera reale dell'economia e quella finanziaria, con la costruzione di un mondo virtuale in cui il volume degli strumenti "innovativi" è arrivato a rappresentare multipli del Pil mondiale. Perfino primari operatori finanziari hanno ammesso

di non aver più idea di quanto in effetti valessero gli asset in loro possesso, in ogni caso certamente meno della montagna di debiti creati per finanziarli.

Gli intermediari - ivi comprese le banche tradizionali, pur con le dovute differenziazioni - hanno contribuito al raggiungimento di un tale rapporto fra debiti e valori. L'esasperata competizione ad assicurare ritorni economici aziendali in continuo aumento, a prescindere dalla loro sostenibilità, nonché la crescente dipendenza delle remunerazioni dei manager ai risultati di breve periodo - ampia è stata la diffusione degli schemi di *stock option* - hanno distorto il concetto di intermediazione. Le risorse sono state indirizzate in maniera crescente verso forme di impiego con spread attesi molto elevati ma anche con livelli di volatilità, di rischio e di sofisticazione sempre più incongrui rispetto alle passività. Per avere un'idea delle dimensioni del fenomeno in atto bastano alcuni numeri. Nel corso del 2007, i debiti delle famiglie Usa rappresentavano circa il 140% del reddito disponibile¹⁵ (100% la quota dei soli mutui), valori che raggiungono circa il 180% e il 130% nel Regno Unito. Il rapporto debiti/reddito disponibile è ragguardevole anche in Giappone (oltre 130%), Canada (126%) e perfino in Germania (105%) e Francia (90%). In questo contesto il valore pari al 58% raggiunto dall'Italia pare più che contenuto.

A fronte di tale massa di debiti, delle sole famiglie, a livello mondiale si stimano, sempre nel 2007, oltre 530 mila miliardi di dollari di derivati, di cui il 10% circa di derivati sul credito e meno dell'1% di cartolarizzazioni di mutui Usa. I mutui immobiliari subprime statunitensi non arrivano a 2 migliaia di miliardi: sono quindi meno dello 0,4% della "montagna" di derivati complessivi!

Nel 2007, però, i nodi vengono al pettine. La rapida crescita dei tassi nel biennio precedente, alimentata dalla Fed per mantenere il controllo sull'inflazione - l'elemento allora di maggiore preoccupazione a fronte di una congiuntura reale ancora solida - finisce per innescare prima il rallentamento, poi il crollo del mercato immobiliare: nel 2007 e 2008 il Real Home price Index scende di oltre il 20%. Vanno in crisi i mutui sub-prime e velocemente si diffondono dubbi sul valore delle altre categorie di mutui, quindi delle cartolarizzazioni e dei derivati legati a i mutui, poi dei derivati in generale. Il crollo del valore di un perimetro sempre più ampio di asset colpisce non solo Siv e Hedge fund, ma investment bank prima e banche commerciali poi, in Usa e nel resto del Mondo. La crisi tocca tutti i soggetti che hanno - o sono solo sospettati di possedere - *asset tossici*. Poiché non è possibile distinguere chi in effetti li ha in portafoglio - e poiché comunque ognuno può essere finanziariamente legato a qualcun altro che li ha - si genera una pesantissima crisi di fiducia, una vera e propria epidemia di diffidenza che interrompe definitivamente il normale funzionamento dei mercati dei capitali e della liquidità: la liquidità c'è ma non circola perché nessuno si fida più di nessuno. In assenza di un normale mercato del funding e date le fosche prospettive in termini congiunturali le difficoltà si allargano, inevitabilmente, al mercato del credito, introducendo un ulteriore effetto volano nel circolo vizioso che si va costituendo.

La capitalizzazione delle principali borse - e in particolare il comparto bancario - risente significativamente di questa situazione: da giugno 2007 a fine 2008 lo S&Ps scende del 38% mentre il "crollo" del DJ EuroStoxx Banks è evidenziato da un -69%.

Prima dello scoppio della crisi, paradossalmente, a conferma di quanto i mercati stessi stessero sottovalutando i rischi impliciti, gli spread sui corporate bond¹⁶ erano da tempo su minimi storici (US High Yield spread sotto i 400bps nel 2006 e prima metà 2007 rispetto a 700/800bps di media degli ultimi venti anni¹⁷), così come il livelli degli indici sui CDS.

¹⁵ Fonte: Oecd.

¹⁶ La differenza fra il rendimento promesso dalle obbligazioni emesse da imprese e il rendimento di un tasso ritenuto privo di rischio, generalmente un titolo governativo.

¹⁷ Fonte: Datastream

A giugno 2007 si avvertono le prime preoccupazioni sulla stato di salute dei mercati finanziari. Inizia così una escalation degli sp. read e della volatilità.

Figura 6 Itraxx Europe
125 credit default swap più liquidi su società europee con rating investment grade

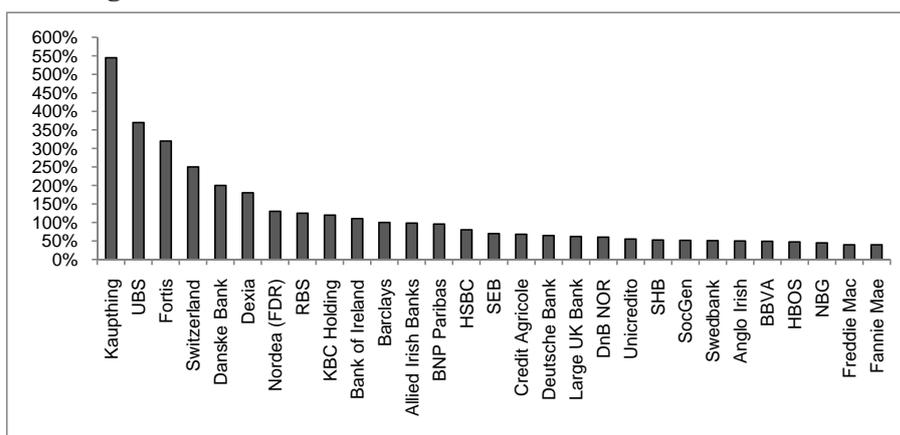


Fonte: Reuters

La “speranza” di molti era che pur profondamente stressati, i mercati finanziari – globalizzati e supporti ben diversificati, capaci non solo di frazionare ma anche di ridurre i rischi complessivi - avrebbero contenuto in sé stessi la crisi e prevenuto importanti conseguenze strutturali.

Un primo avvertimento che non sarebbe stato proprio così si è avuto il 16 marzo 2008 quando a causa di una irreversibile crisi di liquidità Bearn Stearns viene tempestivamente salvata da un intervento pubblico ponte, per essere poi ceduta a JP Morgan. Forse le autorità Usa ritengono che con un iniziale e tempestivo intervento di salvataggio si possa evitare un pericoloso effetto a valanga. Ma la situazione è ben diversa. Il 7 settembre successivo, pochi giorni dopo che il Segretario del tesoro Paulson aveva dichiarato l’esatto contrario, il Tesoro Usa di fatto “nazionalizza” - con un intervento da oltre 200 miliardi di dollari - Fannie Mae e Freddie Mac, soggetti semipubblici che garantiscono mutui statunitensi per oltre 10 mila miliardi di dollari. Evidentemente la dimensione di quelle società era tale da renderle “*too big to fail*” anche per il credo “liberista” dell’Amministrazione e della Banca Centrale Usa, messe di fronte alla prospettiva – si può dire la certezza – di una gigantesca implosione dell’intero sistema. Il tema delle “mega aziende” è un aspetto tanto determinante, quanto spesso sottaciuto, per comprendere la genesi di questa crisi e soprattutto per valutare quanto gli interventi “straordinari” attuati possano essere in grado di promuovere un sistema in grado, in futuro, di dimostrarsi più robusto di quello attuale. L’efficienza dei mercati si coniuga con la loro stabilità se la sana disciplina del fallimento può operare senza per questo mettere in crisi l’intero sistema: le dichiarazioni di chi vuole “lasciare che il mercato punisca chi sbaglia o abusa” hanno poca credibilità se vengono fatte all’ombra di colossi che in caso di fallimento trascineranno con loro tutto quanto. Le operazioni di M&A che sono avvenute, e avverranno, non per ragioni industriali ma come conseguenza della crisi – veri e propri “matrimoni di convenienza” – possono essere una *extrema ratio* di fronte all’emergenza, consentendo ad esempio il salvataggio di qualche (ex)grande azienda, ma rischiano di perpetrare l’esistenza - per di più in un mercato che sarà maggiormente concentrato rispetto a prima – di giganti industriali e finanziari che hanno già dimostrato come la dimensione non fosse affatto garanzia di solidità né per loro né, tantomeno, per il sistema.

Figura 7 : Attivo in % del PIL del Paese in cui risiede la Sede della banca



Fonte: Citigroup

Il vero spartiacque della crisi arriva poco dopo il salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac. Il 13 settembre, forse per dare un forte segnale della volontà di mantenere le mani al di fuori del sistema privato e di fiducia nelle “leggi del mercato”, l’Amministrazione Usa lascia fallire Lehman Brothers. Il giorno successivo Merrill Lynch evita la stessa sorte solo perché acquisita da Bank of America.

Oramai la diga è crollata. Lunedì 15 settembre, alla riapertura delle borse, Wall Street perde il 4.31% e Tokio il 5% . Il giorno successivo emerge, in tutta la sua evidenza, anche la crisi di Aig, la maggiore compagnia assicurativa Usa (con attivi per \$1.000 miliardi) e si capisce che le Autorità Usa hanno preso coscienza che lo scenario è quello di una radicale crisi sistemica e strutturale, che le normali “regole del gioco” non sono più valide, che la disciplina del mercato oramai è una medicina tardiva, che, se applicata, promette di lasciare sul terreno una interminabile scia di vittime. Lasciar fallire Lehman è stato un errore, ha aggiunto panico al panico ed ha rappresentato una soluzione impraticabile per le altre situazioni di crisi aziendale che si profilavano all’orizzonte. Il vento è definitivamente cambiato, è l’ora degli interventi “costi quello che costi”. La bancarotta di Aig viene evitata con un intervento di 85 miliardi di dollari che di fatto rappresenta la nazionalizzazione della compagnia.

Il 19 settembre Paulson annuncia il varo di un mega piano di salvataggio sulla base di un fondo che si prevede potrebbe arrivare a 700 miliardi di dollari (circa il 5% del Pil Usa) che rappresenta di fatto il riconoscimento definitivo del fatto che “il mercato” non può proprio farcela da solo e che un massiccio intervento della “mano pubblica” stavolta è il male minore. Il contagio della crisi al resto del mondo mette i Governi e le Banche centrali di fronte agli stessi dilemmi. Anche in Europa, pure a fronte della necessità di mettere d’accordo più Stati, ognuno con propri particolari interessi e visioni, vi è l’evidente consapevolezza che il vecchio continente deve scegliere la strada degli interventi pubblici a sostegno dei mercati, della congiuntura e, in ultima analisi, dei cittadini.

3. Le Istituzioni scendono in campo.

La risposta alla crisi da parte delle Istituzioni si sviluppa in due fasi. Nella prima viene adottato un approccio “caso per caso” attraverso aumenti di capitale mirati e sottoscritti in parte dal mercato ma soprattutto dai fondi governativi (in prevalenza medio orientali ed asiatici). Successivamente, in concomitanza con l’escalation della crisi, i Governi e delle Banche Centrali intervengono direttamente con provvedimenti di carattere sistemico.

Le Banche Centrali attuano massicce immissioni di liquidità in cambio di asset oramai senza mercato, al fine di ridurre la pressione sui tassi interbancari, e tagliano i tassi ufficiali: a inizio

anno i Fed Funds scendono allo 0.5% e il tasso BCE viene portato al 2%, quando questi erano, rispettivamente, al 5,5% (agosto 2007) e al 4,25% (luglio 2008).

I Governi varano piani di nazionalizzazione delle banche in difficoltà (es. Northern Rock) oppure concedono risorse per l'acquisizione di operatori tecnicamente falliti (es. JPMorgan-Bear Stearns). Le banche ricorrono a massicce cessioni di asset, che inevitabilmente ne deprimono ancora di più il mercato, e operazioni di de-leveraging.

E' in questo sfondo che il 3 ottobre 2008, con l'approvazione del c.d. "Piano Paulson", il Parlamento americano stanziava i \$700mld da destinare agli interventi a sostegno del sistema finanziario, dei quali \$250 mld sono stati resi immediatamente disponibili, \$100mld saranno accessibili previa autorizzazione della Casa Bianca e \$350mld in seguito ad un successivo riesame da parte del Congresso. Il Piano autorizza il Tesoro ad effettuare interventi diretti nel capitale delle banche mediante l'acquisto di titoli tossici, la ricapitalizzazione o la semi-nazionalizzazione degli istituti in difficoltà; inoltre è prevista la possibilità di acquistare asset a rischio legati ai mutui anche da fondi pensione, governi locali e piccole banche. Il programma di investimenti non è destinato solo al capitale di banche e assicurazioni tradizionali ma anche a compagnie finanziarie in senso lato, inclusi gli assicuratori sulle emissioni obbligazionarie. Date le difficoltà delle banche regionali il Governo prevede la possibilità di intervenire anche nel capitale degli istituti di credito locali, stanziando fondi per \$250mld. Al fine di ridurre il rischio di fuga dalle banche più deboli, viene aumentato il tetto di assicurazione sui depositi in c/c, passato da \$100.000 a \$250.000 (misura in vigore fino a dicembre 2009).

La crisi è deflagrata nel settore finanziario, ma, nonostante gli interventi va ad incidere profondamente sull'economia reale, sui comparti industriali e dei servizi. Una vittima è il settore auto. Il 9 dicembre 2008, date le gravi difficoltà della divisione auto statunitense, e in particolare dei tre big di Detroit, viene raggiunta un'intesa sul piano di salvataggio del settore tra l'amministrazione entrante di Obama e il presidente uscente Bush. Il piano prevede l'erogazione di \$15 miliardi di prestiti (soprattutto a General Motors e Chrysler che versano in condizioni peggiori della Ford) che verrebbero concessi per sette anni ad un tasso del 5% nel primo quinquennio e del 9% nell'ultimo biennio, a condizione che le case automobilistiche dimostrino capacità di ripresa nel medio termine. In cambio il Governo riceverebbe una partecipazione nelle imprese, sotto forma di equity warrant, pari al 20% del valore degli aiuti. La supervisione del salvataggio sarebbe affidata ad una commissione speciale, con il compito di vagliare i piani di ristrutturazione (e, se non ritenuti validi, di decretare il fallimento delle società) ed autorizzare tutte le spese di importo superiore ai \$25mln. Il 12 dicembre il Senato, però, non raggiunge l'intesa sul piano di salvataggio, bloccandone di fatto l'iter. Il Tesoro si dichiara poi comunque pronto ad impedire il collasso del settore, attingendo le risorse necessarie dal pacchetto di \$700mld stanziati ad ottobre per soccorrere il sistema finanziario.

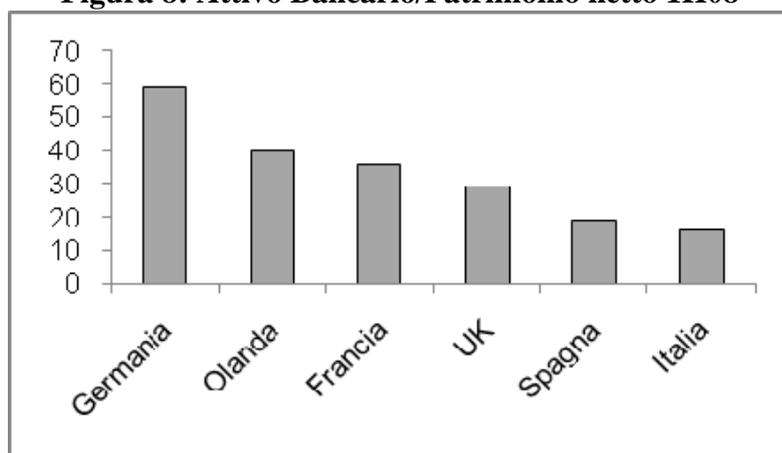
La crisi è talmente profonda da spingere a rimettere in discussione anche i principi contabili internazionali con particolare riferimento alla potenziale eccessiva pro ciclicità della diffusa applicazione del principio fair value. Si ritiene che, in un contesto caratterizzato da estrema volatilità, illiquidità e da una generalizzata crisi di fiducia, l'applicazione meccanicistica del fair value potrebbe determinare – rispetto a norme contabili più conservative e quindi meno sensibili ai potenziali eccessi derivanti dalla eccezionalità della situazione in corso - una esasperazione delle svalutazioni che colpiscono gli attivi aziendali alimentando il circolo vizioso della crisi. Crisi di cui il sistema contabile non può essere indicato come l'imputato numero uno, ma di cui certo è stata una rilevante concausa, in specie nel determinarne la eccezionale profondità e diffusione. Ad ottobre 2008 viene approvata una modifica allo Ias 39 – che disciplina l'applicazione del cosiddetto *fair value* – consentendo una parziale riclassificazione, a determinate condizioni, degli asset finanziari in categorie contabili assoggettate al costo storico invece che, appunto al *fair value*. Essendo la riclassificazione

riferita, retroattivamente, al 1 luglio precedente i valori di contabilizzazione all'atto del passaggio sono quelli al 30 giugno 2008, sterilizzando di fatto le perdite, a conto economico o a stato patrimoniale eventualmente registrate dopo quella data.

4. Il caso italiano nel contesto Europeo.

L'Italia viene solo marginalmente influenzata dal fenomeno sub-prime grazie alla natura prevalentemente commerciale e alla meno elevata leva finanziaria delle sue principali Istituzioni creditizie.

Figura 8: Attivo Bancario/Patrimonio netto 1H08



Fonte Abi

Le banche italiane sono state influenzate dalla crisi prevalentemente a causa dei titoli creditizi strutturati detenuti in portafoglio: a fronte di un'esposizione dei principali gruppi, al primo semestre 2008, pari a €4,9 miliardi le svalutazioni hanno raggiunto i €2,6 miliardi; una svalutazione che rappresenta meno dell'1% di quelle effettuate dalle Banche Usa ed Europee¹⁸. Il 31 ottobre, il Governatore della Banca d'Italia afferma che: *"l'esposizione diretta dei principali gruppi italiani verso il settore dei sub-prime degli Stati Uniti è limitata; nessun gruppo ha segnalato di aver erogato prestiti a controparti negli Stati Uniti con basso merito di credito. Né il sistema bancario italiano sembra avere subito notevoli perdite indirette sostenute rispetto alle sue dimensioni patrimoniali."* A fronte di €186mld di aumenti di capitale effettuati dalle banche europee fra il primo semestre 2007 e l'inizio del 2009 solo il 4% riguardava Banche Italiane (si tenga conto che in termini di capitalizzazione di borsa il rapporto fra la capitalizzazione delle banche italiane e quelle europee è ben più alto: circa il 15%). Ciò nonostante il mercato ha spinto al ribasso le quotazioni delle Banche Italiane in egual misura rispetto alle Banche Europee (-50% nel 2008) in particolare in virtù di timori macroeconomici e del potenziale impatto sul costo del credito.

La spinta del mercato, la pressione dei media e un atteggiamento prudente induce così il Governo italiano ad adottare politiche simili rispetto a quelle degli altri Paesi europei dove l'escalation della crisi aveva già portato, come nel caso della Gran Bretagna, a fenomeni di "corsa agli sportelli".

Le misure a sostegno di banche e risparmiatori

Il 3 dicembre 2008 viene approvata, in via definitiva, dal Senato la "legge di conversione" n. 190/2008 dei due decreti di inizio ottobre per la ricapitalizzazione delle principali banche e gruppi bancari (DL. n. 155 – "salva risparmio" e DL. n. 157 – "salva liquidità") ora accorpati. Il provvedimento - recante "Misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese ed ai consumatori, nell'attuale situazione di

¹⁸ Fonte: Ignazio Visco, Banca d'Italia "Crisi dei mutui subprime e turbolenza finanziarie" Lezione all'Università di Napoli

crisi dei mercati finanziari internazionali”- si aggiunge ed integra il decreto legge n. 185 (G.U. n. 280 del 29 novembre 2008), approvato dal Governo il 28 novembre, e dal 2 dicembre all’esame del Senato per la conversione in legge (atto n. 1247), recante “Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa, e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale”.

Il ventaglio di interventi straordinari previsti dalla “legge di conversione” autorizzano il Ministero dell’Economia e delle Finanze:

- a sottoscrivere o garantire aumenti di capitale di banche italiane o società capogruppo di gruppi bancari italiani (tenendo conto delle condizioni di mercato) che presentano una situazione di inadeguatezza patrimoniale, accertata dalla Banca d’Italia e non risolvibile con il ricorso al mercato. Potranno beneficiare della ricapitalizzazione solo banche giudicate fundamentalmente solide sulla base del loro livello di spread sui contratti di credit default swap (CDS), del rating loro attribuito e dell’ulteriore valutazione effettuata dalla Banca d’Italia. La sottoscrizione può essere effettuata a condizione che la banca interessata non abbia ancora perfezionato l’aumento di capitale alla data di entrata in vigore del decreto n. 155 (9 ottobre 2008), ed in presenza di un programma di stabilizzazione e rafforzamento, della durata minima di 36 mesi, con correlata politica dei dividendi. È stabilito, inoltre, che le azioni detenute dal Ministero sono privilegiate nella distribuzione dei dividendi, senza diritto di voto e riscattabili da parte dell’emittente, a condizione che la Banca d’Italia attesti che l’operazione non pregiudica le condizioni finanziarie e di solvibilità della banca o del gruppo bancario di appartenenza;
- a concedere alle banche italiane la garanzia dello Stato, a condizioni di mercato, sia sulle passività con scadenza fino a 5 anni e di emissione successiva alla data del 13 ottobre 2008, sia sulle operazioni poste in essere al fine di ottenere la temporanea disponibilità di titoli utilizzabili per il rifinanziamento presso l’Eurosistema;
- ad effettuare operazioni temporanee di scambio (swap) tra titoli di Stato e strumenti finanziari detenuti dalle banche, aventi scadenza fino a 5 anni e di emissione successiva alla data del 13 ottobre 2008; anche in questo caso l’onere di tali operazioni per le banche controparti è definito tenendo conto delle condizioni di mercato. Una facility per analoghe operazioni di scambio titoli è operativa anche presso la Banca d’Italia (plafond di 40mld in titoli di Stato di alta qualità).

La concessione della garanzia e le operazioni di swap sono effettuate previa valutazione della Banca d’Italia circa l’adeguatezza patrimoniale della banca richiedente e la sua capacità di far fronte alle obbligazioni assunte.

Inoltre sono previste due ulteriori garanzie statali. La prima riguarda i depositi bancari e postali (siano essi effettuati da persone fisiche o da società), ha una durata di 36 mesi ed affianca, per il medesimo importo, il Fondo interbancario di tutela dei depositi che copre fino a 103.000 euro. La seconda, invece, può essere rilasciata dal Ministero dell’Economia e delle Finanze sui finanziamenti erogati dalla Banca d’Italia a banche italiane e succursali in Italia di banche estere per fronteggiare gravi crisi di liquidità (operazioni cd. di Emergency Liquidity Assistance).

In materia di controlli, infine, viene introdotto l’onere per il Tesoro di trasmettere ogni tre mesi al Parlamento una relazione sullo stato di attuazione di tutte le nuove norme.

Come già citato, la “legge di conversione” si aggiunge al decreto legge n.185, il quale, con particolare riferimento alle banche, amplia le misure finalizzate al rafforzamento del patrimonio; è infatti previsto l’intervento dello Stato tramite la sottoscrizione di strumenti finanziari senza diritto di voto, emessi da banche italiane, negoziati su mercati regolamentati, convertibili in azioni ordinarie e richiamabili in qualunque momento dalla banca emittente,

previo via libera di Bankitalia. Tali strumenti possono essere computati nel Core Tier 1¹⁹ del patrimonio di vigilanza delle banche, con il duplice obiettivo di immettere liquidità nel sistema finanziario, per garantire il finanziamento delle imprese, e di rafforzare, al contempo, i *ratio* patrimoniali delle banche.

Le risorse di capitale che le banche potranno richiedere sono limitate ad un massimo del 2% del valore dell'insieme delle attività del richiedente ponderate per il rischio e comunque entro un livello dell'8% del capitale Tier 1.

Le condizioni poste dal Governo vedono tra l'altro clausole di step up, incrementi della remunerazione legati ai pagamenti dei dividendi e una remunerazione legata ai costi di finanziamento dello Stato italiano. Il Governo pone poi dei significativi incentivi alle banche al fine di riscattare prima possibile lo strumento (il prezzo di riscatto previsto è più elevato del valore nominale e crescente nel tempo). Sono inoltre fissate condizioni relative alla politica dei dividendi, alla remunerazione dei vertici aziendali e a impegni comportamentali oltre che un codice etico.

Il decreto anticipa l'attuazione della direttiva comunitaria 2007/44/CE relativa ai vincoli da rispettare per l'acquisto di partecipazioni nel capitale delle banche da parte di imprese che non svolgono attività nei settori bancario e finanziario: viene, in pratica, soppresso il tetto del 15% previsto dall'art. 19 TUB, anche se sono richieste ai soggetti interessati particolari competenze professionali generali di gestione delle partecipazioni e specifiche in campo finanziario, accertate da Bankitalia.

È previsto, inoltre l'adeguamento europeo della disciplina in materia di OPA: sono stabiliti vincoli meno stringenti per le società soggette ad offerta pubblica di acquisto, che potranno esercitare azioni di difesa deliberate dall'assemblea anche senza l'attuale vincolo della quota di azioni possedute (fissato al 30%, c.d. *passivity rule*). L'art. 13 del d.l., tuttavia, delega agli statuti delle singole società la possibilità di adottare o meno le suddette misure difensive. In pratica si dispone che in assenza di espressa previsione statutaria le disposizioni del Tuf in materia (art. 104, 104bis, 104ter) non troveranno applicazione. Vengono disinnescate eventuali clausole relative a limitazioni del diritto di voto o a diritti di voto multiplo, qualora un offerente raggiunga la soglia del 75% del capitale per effetto di Opa (neutralizzazione). Anche questa regola tuttavia non è più automatica oltre la soglia del 75% del capitale per effetto dell'OPA ma entra in vigore se esiste una clausola statutaria in tal senso.

Il 23 dicembre 2008 la Commissione Europea approva il regime di ricapitalizzazione italiano a favore delle istituzioni finanziarie, giudicandolo in linea con gli orientamenti dell'UE sugli aiuti di Stato per il superamento della crisi finanziaria. Il via libera comunitario viene dato in quanto le misure previste, limitate nel tempo e orientate alla salvaguardia della concorrenza, costituiscono uno strumento adeguato per ristabilire la fiducia nella qualità creditizia delle istituzioni finanziarie italiane e per incentivare l'erogazione di prestiti all'economia reale.

L'intervento da parte del Governo italiano si inserisce in un contesto che ha visto molti Paesi adottare politiche di sostegno al sistema bancario. In totale (da Agosto 2007 a Gennaio 2009) i Governi europei (ex Italia) hanno immesso nelle banche €63mld nella forma di strumenti di capitale e €47.6mld nella forma di strumenti ibridi. Il Governo inglese avendo de facto nazionalizzato il sistema ha immesso €28mld nella forma di capitale e €9mld nella forma di

¹⁹ **Patrimonio di base o Tier I:** Il capitale versato, le riserve, gli strumenti innovativi di capitale e l'utile del periodo, costituiscono gli elementi patrimoniali di qualità primaria. A questi si aggiungono i "filtri prudenziali" positivi del patrimonio di base. Il totale dei suddetti elementi, al netto delle azioni o quote proprie, delle attività immateriali, della perdita del periodo e di quelle registrate in esercizi precedenti, nonché dei "filtri prudenziali" negativi del patrimonio di base, costituisce il "patrimonio di base".

Core Tier 1: Indica il Tier 1 Capital al netto degli strumenti ibridi. Ossia al netto di quegli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle banche sotto forma di obbligazioni, certificati di deposito e buoni fruttiferi o altri titoli e sono rimborsati ai sottoscrittori su richiesta dell'emittente con il preventivo consenso della Banca d'Italia.

strumenti ibridi. Il Governo francese, secondo per ammontare di capitale immesso, ha patrimonializzato il sistema bancario per €13mld di cui €10,5mld di strumenti ibridi.

Si denotano alcune specificità dei singoli interventi:

- la computabilità dello strumento emesso come Core Tier 1, presente nel provvedimento italiano, non è comune a tutti gli altri interventi (il Governo Francese successivamente ha studiato una nuova ricapitalizzazione questa volta con strumenti di “core” equity).
- il costo dello strumento si differenzia tra i vari Paesi: 5% i primi cinque anni e successivamente al 9% in Usa, 12% in Gran Bretagna, 8% in Francia e Austria, 8.5% con aggiustamenti vincolati ai dividendi distribuiti in Germania, Olanda e Belgio. In media per le banche europee viene richiesto un rendimento pari all’Euribor aumentato di uno spread compreso tra 400bps e 500bps. Tale range varia anche in virtù dell’andamento dei CDS (pre bancarotta di Lehman Brothers) delle varie banche preso come indicatore del rischio intrinseco di singoli Paesi e singole banche;
- i limiti alla distribuzione dei dividendi non sono previsti nel piano di intervento francese, mentre in Germania le banche che faranno utilizzo degli interventi governativi non potranno distribuirli per tutto il 2008 e per tutto il 2009; in Gran Bretagna i dividendi non saranno pagati fino al riscatto del prestito, invece in USA viene posto un tetto ai dividendi che non potranno essere aumentati per i primi tre anni;
- la deducibilità fiscale non è presente nel provvedimento Olandese, Belga, Austriaco mentre lo è in quello Svizzero, Francese,
- infine, elemento comune a tutti gli interventi governativi è il limite ai compensi del management.

Le misure a favore di famiglie ed imprese

Il decreto approvato il 28 novembre del Governo italiano delinea anche un pacchetto di interventi rivolti a famiglie ed aziende. In riferimento alle famiglie vengono adottate le seguenti principali misure: istituzione di un bonus famiglia one-off tra 200 euro e 1000 euro (distribuito in base al reddito, per pensionati e lavoratori dipendenti con figli, con reddito fino a 22mila euro annui), sconto sulle tariffe di gas ed energia elettrica dal primo gennaio 2009, fino ad un massimo del 15%, per le famiglie economicamente svantaggiate, blocco delle tariffe autostradali per il primo semestre del 2009, sconto del 7% sui farmaci “equivalenti”. In relazione ai mutui “prima casa” il Governo decide che per quelli a tasso variabile, sottoscritti da persone fisiche fino al 31 ottobre 2008 o rinegoziati entro la stessa data in applicazione della legge 126/2008, è previsto che, per il 2009, l’importo della rata non superi il tetto massimo del 4% grazie all’accollo da parte dello Stato dell’eventuale eccedenza (sotto forma di credito di imposta per le banche); i nuovi mutui, sottoscritti a partire dal 1° gennaio 2009, saranno indicizzati al tasso di rifinanziamento principale della BCE.

In campo fiscale, considerando la situazione dei conti pubblici, vengono adottati provvedimenti prevalentemente temporanei. Vengono decise: la riduzione del 3% dell’acconto Irpef (dal 99% al 96%) e Ires (dal 100% al 97%) di fine novembre; la detassazione di premi, incentivi e salario di produttività viene prorogata al 31 dicembre 2009 per redditi fino a 35mila euro annui; la contabilizzazione dell’IVA per cassa (ossia versamento IVA al momento dell’incasso definitivo della fattura) per le imprese con fatturato fino a 200 mila euro.

Gli interventi per incentivare la produzione industriale si basano prevalentemente su politiche di investimenti pubblici. Vengono annunciati lo sblocco da parte del Cipe (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica) di uno stock di investimenti di circa 16 miliardi di euro per infrastrutture, un meccanismo di strutturazione delle tariffe che faccia ripartire gli investimenti per le autostrade e l’utilizzo attivo della Cassa Depositi e Prestiti, a partire dal Piano casa. In questo senso viene approvato un decreto per accelerare i piani di investimento nel comparto autostradale ed investimenti nelle Ferrovie per 960 mln di euro

nel 2009, cui si aggiungono 480 mln di euro annui, per il triennio 2009-2011. Le competenze della Cassa depositi e Prestiti vengono rideterminate con l'ampliamento delle operazioni di interesse pubblico previste dallo Statuto. Inoltre al fine di garantire sostegno parallelo a quello delle Banche viene rifinanziato il Fondo di garanzia dei Confidi fino al limite massimo di 450 milioni di euro.

Anche in Europa e negli USA vengono attuati piani di stimolo dell'economia, con l'obiettivo di incentivare i consumi e dare sostegno diretto alle aziende operanti nei settori maggiormente esposti alla crisi.

In Francia il Governo annuncia un piano di rilancio per 20 miliardi di euro: in particolare l'intervento si concentra su stimoli per far fronte alle difficoltà del settore automobilistico e per sostenere il settore delle costruzioni. Verranno finanziate le infrastrutture (stradali e ferroviarie), ma anche la ricerca e le università.

In Germania il Governo prevede lo stanziamento di 23 miliardi per favorire l'accesso al credito delle piccole e medie imprese combinato con riduzione delle tasse e rilancio delle infrastrutture. Un aiuto che punta dunque all'aumento della produttività (e dell'occupazione), piuttosto che un sostegno diretto alle famiglie. Il 12 gennaio 2009, la coalizione di Governo ha raggiunto l'accordo su un nuovo piano biennale di stimolo per l'economia che prevede lo stanziamento di 50 miliardi di euro da investire in scuole, strade, sgravi fiscali, bonus bebè e incentivi per l'acquisto di auto meno inquinanti. Viene inoltre approvata una linea di credito di 100 miliardi di euro per le aziende in difficoltà.

In Gran Bretagna viene adottata una manovra per ridurre l'IVA dal 17,5% al 15% a partire dal 1° dicembre fino alla fine del 2009. Dal 2010, è previsto un aumento del 5% della tassazione per tutti i contribuenti con un reddito annuo superiore alle 150.000 sterline (circa 400.000 euro). Per l'industria viene deciso un finanziamento a garanzia di crediti a favore del settore automobilistico.

In generale, quindi, gli interventi dei Governi in favore delle famiglie e dell'industria, piuttosto che come piani organici di rilancio, si configurano prevalentemente come aiuti "a pioggia", riferiti a determinati settori (automobilistico piuttosto che immobiliare) o mirati a contrastare criticità specifiche (es. sgravare le famiglie dal peso delle rate dei mutui).

5. Quale prospettiva?

Il quadro generale delinea una crisi sistemica, la cui genesi va ritrovata in un reciproco rafforzamento di squilibri economici e finanziari di portata storica che ha chiamato tutte le Istituzioni – nazionali ed internazionali – ad interventi di natura parimenti eccezionale.

Al momento, tali interventi si sono sostanziati, prevalentemente, nello stanziamento di risorse – in parole semplici si è "messo la mano al portafoglio" – per contrastare le pressanti criticità finanziarie, garantire un funzionamento per quanto possibile normale del circuito creditizio e supportare imprese e famiglie.

In un ottica di più ampio respiro – ragionando sulle prospettive per il dopo crisi - sarà indispensabile prevedere anche piani realmente strutturali, finalizzati a dotare l'economia – e di questo l'Italia in particolare ha un urgente bisogno – di un adeguato contesto infrastrutturale, amministrativo e giuridico che faciliti lo sviluppo economico. Investire, quindi, in logistica, risorse energetiche, ricerca e innovazione, in una macchina burocratica più snella e veloce, in normative semplici e comprensibili, nella certezza del diritto.

La lezione che dobbiamo imparare da questa crisi è, infatti, che il fondamento della crescita del sistema economico – nazionale ed internazionale – continua ad essere rappresentato dall'economia reale, quella che produce e beni e servizi tangibili, che guadagna dalla trasformazione delle risorse e dall'efficienza nei costi. Una strada che non ammette scorciatoie, quelle che con l'accumulo del debito e la finanza innovativa si era pensato di aver trovato.

Adesso si tratta di riprendere la giusta direzione di marcia. Nonostante la “mano pubblica” sia dovuta, opportunamente, intervenire per cercare di ricomporre i pezzi di un modello che stava franando, il ritorno ad una economia in cui i valori esprimano ciò che effettivamente viene creato non può comunque prescindere dal fondamento dell’imprenditorialità privata, che deve confrontarsi con i livelli di efficienza che solo il mercato può esprimere. Il mercato non può essere lasciato da solo, esso deve essere accompagnato da un ridisegno del quadro regolamentare ed istituzionale al fine di rendere quanto più difficile possibile il ripetersi di crisi come quella che stiamo conoscendo oggi.

Un compito, questo, reso più complesso dal fatto che la globalizzazione rende “piccoli” i singoli Paesi di fronte a mercati finanziari e commerciali di dimensione mondiale. Occorre, quindi, una prospettiva anche per un ripensamento del sistema finanziario internazionale, secondo linee che non rappresentino un ritorno ad un passato fatto di protezionismo commerciale e di stringenti, quanto distorsivi, vincoli sui mercati dei capitali. Altre sono le correzioni da apportare al sistema. Come recentemente espresso dal G20²⁰ la regolamentazione e la vigilanza deve riguardare tutti gli operatori, nessuno escluso; la trasparenza e l’*accountability* dei mercati finanziari devono essere rafforzate; occorre promuovere la cooperazione finalizzata alla definizione di regolamentazioni internazionali. A sua volta il Financial Stability Forum ha puntato l’attenzione sull’eccessivo spazio che il sistema aveva dato all’autoregolamentazione, ponendo altresì in evidenza la necessità di assicurare che gli intermediari finanziari ritornino ad avere maggiori dotazioni patrimoniali ovvero livelli di leva più contenuti.

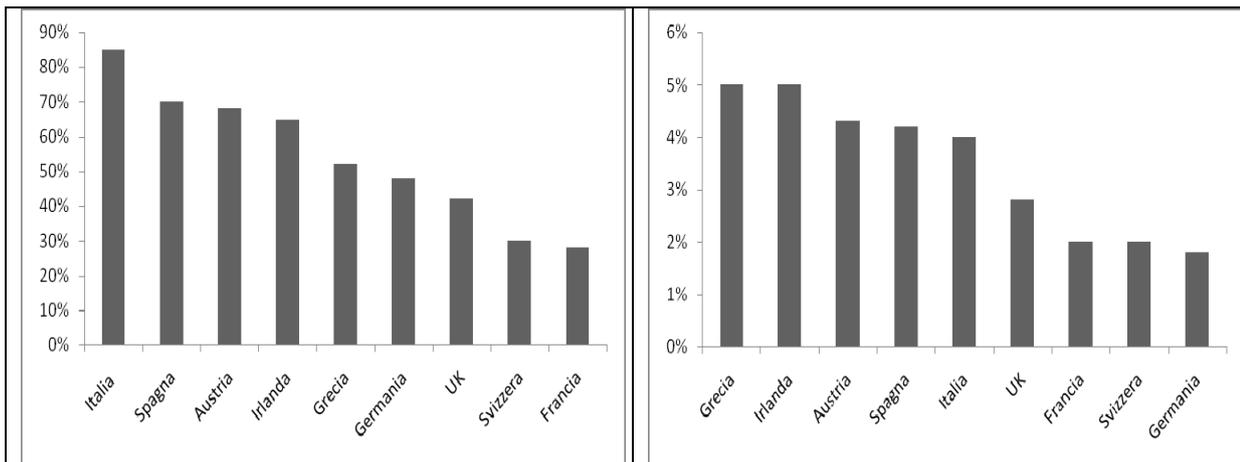
A riguardo di questo ultimo aspetto, le Banche hanno in effetti spesso raggiunto, negli anni, un livello di leverage molto elevato. Se consideriamo il rapporto attivo su patrimonio delle principali Banche tedesche scopriamo che ha raggiunto un livello superiore a 60 con una media delle Banche Europee di 37 e 15 per le Banche Italiane. Vuol dire che le Banche Tedesche hanno una leva fino a 4 volte più alta rispetto a quella delle Banche Italiane. Nonostante questo hanno Core Tier 1 ben superiori alle Banche Italiane (8-9% contro 6% per le Banche Italiane). Questo dimostra come il livello di CT1 non sia affatto un buon indicatore della leva finanziaria in quanto il denominatore del rapporto ($CT1\ ratio = CT1/RWA^{21}$) è molto spesso sottostimato. Il livello di RWA/Attivi per le Banche Europee è molto basso in molti casi inferiore al 30% (rispetto a livello ben superiori a 60% per le Banche Italiane). Questo significa che a fronte del 70% degli attivi non pesati non c’è capitale a controbilanciare eventuali rischi. In questo le Banche tedesche e francesi sono leader. Il loro problema è infatti che avendo margini molto bassi sul business tradizionale devono lavorare sui volumi e per non consumare capitale comprano prevalentemente volumi che pesano poco sui RWA (fino allo scorso anno gli asset tossici).

Figura 9 – Confronti patrimonializzazione a livello europeo.

RWA/Attivo. 1H2008	Tangible Equity/Attivo. 1H2008
--------------------	--------------------------------

²⁰ G20 Summit Declaration, 15 novembre 2008.

²¹ **Attività di rischio ponderate o RWA:** Valore di rischio delle attività e delle esposizioni fuori bilancio che a seconda della tipologia sono ponderate allo 0%, al 20%, al 50%, al 100% o al 200%, secondo le Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sul patrimonio di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia.



Fonte: Deutsche Bank

Un'idea recentemente lanciata da Philippe Hildebrand (Vice Chairman of Swiss National Bank) per ridurre la leva è di introdurre una soglia limite anche al rapporto attivi/capitale. Questo limite al leverage ratio dovrebbe essere applicato in parallelo al Core Tire 1. Al di là degli indubbi benefici in termini regolamentari la proposta ha tre limiti. Il primo è che potrebbe incentivare le Banche ad incrementare il livello dei attivi off-balance sheet (SIV, Conduit). Altra controindicazione potrebbe essere quella di scatenare un processo di deleveraging da parte delle banche tale da porre pressione sull'economia reale. Infine, il limite principale è legato alla struttura stessa del sistema bancario francese e tedesco. Le banche tedesche e francesi hanno (dati primo semestre 2008 ABI) un ritorno sugli attivi di 0,1% e 0,2% rispettivamente rispetto a 0,7% delle banche italiane prevalentemente dovuto allo scarso ritorno (margine da interesse/attivi che è un terzo rispetto al valore medio delle banche italiane uguale a 1,9%). Il punto è che le banche tedesche e francesi fanno utili sui volumi più che sui margini. Imporre in misura drastica un deleveraging potrebbe rappresentare, per loro, un salasso finanziario.

Per chiudere queste brevi annotazioni, fatte con riferimento ad un contesto ancora in piena evoluzione, pare opportuno soffermarsi sulle prospettive per le banche - se non altro perché al centro, talvolta loro malgrado, degli eventi - con alcune considerazioni che possono avere anche un valenza più generale.

Se guardiamo a ciò che le banche - non tutte - sono state negli ultimi anni potremmo convenire che esse dovrebbero rivedere il modo di svolgere il loro mestiere.

Ritornando alla "banca antica"? Solo in parte. Occorre reagire alla difficilissima situazione in cui ci troviamo, ma non con una fuga all'indietro.

Questa crisi deve essere la molla per un salto evolutivo verso una "nuova banca", certo facendo tesoro di tutte le esperienze passate ma coniugandole con una prospettiva di modernità. Indubbiamente molti errori sono stati commessi, ed è chiara la necessità che prima di tutto le banche recuperino una decisiva rifocalizzazione sul loro core business. Ma non solo le banche. Le investment bank ora vogliono reinventarsi come banche commerciali: non traspare un che di opportunistico in questa scelta? Forse è meglio che queste continuino a fare le banche d'investimento, ma in un modo "sano", magari aiutate da una regolamentazione ed una vigilanza che, riconoscendo i propri errori e correggendo sé stessa, impedisca il ripetersi di quegli eccessi - di leverage, di concentrazione dei rischi, di sottopatrimonializzazione - oramai evidenti a tutti. Anche perché una economia moderna ha bisogno di buone investment bank.

La "nuova banca" non può e non deve tornare al modello dell'*originate and hold only* bensì deve evolvere in un equilibrato *originate and hold or (sometimes) responsibly distribute*.

La "nuova banca" non rinuncerà alla finanza, ma dovrà usarla meglio, ponendola a servizio del proprio core business, in un'ottica di ottimizzazione del suo complessivo portafoglio di

asset, di stabilizzazione della dinamica del conto economico, di rafforzamento della propria solvibilità.

Le banche devono tornare a guardare ad un orizzonte più ampio - e non a quello scandito da scadenze contabili se va bene trimestrali – ed essere disposte a scalficare qualcosa in termini di ritorni promessi a favore della sostenibilità dei propri risultati e della solidità aziendale, anche nei confronti di eventi improbabili. E nessuno dovrà criticarle per questo!

Al fondo di tutto vi è un tema etico: coniugare la conduzione aziendale con l'interesse generale. Ogni azienda ha una mission, quella di conseguire eccellenti risultati economici, alla fine rappresentati dai freddi numeri del bilancio. Numeri dietro ai quali vive l'impegno profuso dalle persone, la capacità di stare sul mercato e di creare valore, di porre attenzione verso gli interessi di tutti gli stakeholder: non solo gli azionisti ma anche i clienti, i dipendenti, la società civile, l'ambiente ed il Paese.

Nella maniera in cui nascono i suoi numeri un'azienda può coniugare l'interesse generale e la corretta conduzione aziendale. Ogni soggetto economico deve poter avere a cuore l'interesse del proprio Paese, declinandolo secondo l'interpretazione del ruolo che ricopre. Nel caso di una banca ciò si traduce nella consapevolezza che si possono impegnare le energie di migliaia di persone al fine di rendere più moderno il sistema finanziario e con esso il tessuto imprenditoriale, se tale sforzo trova completa realizzazione all'interno di quello che possiamo per comodità definire interesse generale.

Se poggerà più saldamente su queste basi la “nuova banca” che uscirà dalla crisi rappresenterà un salto evolutivo di qualità.

Se lo stesso faranno tutti gli altri soggetti che, chi più chi meno, sono a vario titolo coinvolti dalla odierna tempesta abbiamo una speranza che ciò che stiamo vivendo oggi rimanga un “vecchio ricordo del passato”.

Altrimenti, superata questa, prepariamoci alla crisi prossima ventura.