

## La crisi economico-finanziaria vista da Bruxelles

*Sintesi della conferenza di giovedì 16 ottobre 2008*

**Relatore:** CARLO ALTOMONTE, docente di Economia dell'Integrazione Europea e di Macroeconomia presso l'Università Bocconi di Milano.

---

**Venerdì 10 ottobre l'intero sistema finanziario mondiale è stato sul punto di crollare, cioè a un soffio dalla morte tecnica.** Sarebbe bastato il fallimento di una banca e sul sistema si sarebbe abbattuta la valanga dei CDS (*Credit Default Swap*), particolari *derivati* utilizzati per trasferire l'esposizione creditizia, sostanzialmente polizze assicurative emesse dagli istituti finanziari, che assicurano dal rischio di *default*. La massa di titoli, il cui valore si aggira intorno a 65 trilioni di dollari, vale quanto 60 volte il PIL italiano e a una volta e mezza il PIL mondiale. Se il fallimento fosse iniziato, interessando una simile quantità di denaro, si sarebbe trasformato in catastrofe e l'intera economia avrebbe fatto un salto indietro di cinquant'anni nella storia del capitalismo occidentale.

Per introdurre l'argomento della serata il relatore usa una metafora clinica: la finanza come paziente a cui, in seguito a forte emorragia, è sopraggiunto l'arresto cardiaco. Altomonte è consapevole del particolare interesse del pubblico a capire come si sia arrivati a questo punto e, soprattutto, come se ne possa uscire. Il professor Deaglio, nella relazione della settimana precedente, aveva spiegato magistralmente le cause della crisi. Il professor Altomonte, invece, prende in esame i provvedimenti che sono serviti a fronteggiare l'emergenza e svolge un'analisi comparata tra la situazione italiana e quella degli altri paesi europei.

**Le Borse, che nell'intero arco dell'anno avevano perso 8 trilioni di euro, ne hanno bruciati altri 4 nella settimana antecedente al 10 ottobre (forte emorragia) e il circuito interbancario, col suo flusso di liquidità, si è bloccato (arresto cardiaco); occorreva rianimare il sistema con una terapia di emergenza.** Messa con le spalle al muro, l'Europa ha preso tutte le decisioni (fermare l'emorragia, rianimare il paziente, impostare la terapia) che hanno sostanzialmente salvato la finanza del mondo occidentale.

Per **interrompere l'emorragia** sono stati concordati **due provvedimenti**:

- 1) **Arrestare la crisi di panico dei mercati ed evitare la corsa dei privati agli sportelli bancari per ritirare i depositi.** Se fosse fallita una sola banca di una certa dimensione, a cascata ne sarebbero fallite molte altre, sommerse dal peso dei loro titoli crollati. Domenica 12 ottobre i governi dell'Eurozona hanno preso la decisione di aumentare le garanzie sui depositi privati da 20 mila a 50 mila euro (l'Italia per altro già ne garantisce 103 mila e il governo ha autorizzato l'ampliamento del fondo di garanzia);
- 2) **impedire con ogni strumento il fallimento di una grande istituzione finanziaria, autorizzando i governi a mantenerla in vita rendendo possibile ogni azione volta alla ricapitalizzazione,** compresa la nazionalizzazione.

Per risolvere la situazione del congelamento del mercato interbancario (arresto cardiaco) e rianimare il sistema, sono state decise **due misure** che nemmeno gli USA avevano previsto nei loro interventi:

- 1) La **garanzia totale dei governi su operazioni di finanziamento interbancario**, cioè garanzia del sottostante che la banca offre in contropartita. Il governo italiano permette inoltre lo scambio tra titoli illiquidi delle banche e BOT e presta la garanzia di Stato sui finanziamenti per cinque anni a partire dal 15 ottobre;
- 2) La **concessione da parte del governo di garanzie anche a terzi che prestano titoli**, affinché le banche possano usarli per prendere soldi sul mercato dell'interbancario.

In sostanza, **tempi straordinari richiedono misure straordinarie**.

A questi provvedimenti, applicati dai singoli Stati, sono state associate anche misure di politica monetaria: si è deciso, infatti, di modificare le modalità di erogazione di liquidità da parte della BCE. Tutte le banche centrali occidentali hanno abbassato il tasso di interesse di mezzo punto e, a questo provvedimento, la BCE ha sommato alcune variazioni nell'erogazione dei prestiti come la riduzione della forbice dei tassi di interesse attivo e passivo. Storicamente tali tassi erano fissati all'1% sopra o sotto al tasso di riferimento, mentre ora questo intervallo è stato ridotto allo 0,5%, cioè, se il tasso di riferimento attuale è di 3,75%, chi chiede soldi in prestito li paga 4,25%, mentre il tasso al quale vengono remunerati i depositi è fissato al 3,25%.

Ogni due settimane la BCE vende liquidità senza aste al puro tasso del 3,75% dietro garanzie adeguate (cioè non accetta titoli "tossici") in cambio di moneta. Dopo questi provvedimenti la fase critica è stata superata e il tasso interbancario ha iniziato la sua discesa.

**Per impostare un'appropriata terapia di ritorno alla "normalità", è necessario affrontare il cuore del problema che, per le istituzioni finanziarie, è costituito dal deleveraging, ovvero il miglioramento dei coefficienti patrimoniali danneggiati dalla crisi.**

Le vie che si possono seguire sono due: aumentare la capitalizzazione di cui sono dotate le banche o aumentare l'attivo a bilancio, vale a dire correggere gli attuali rapporti tra mezzi propri e prestiti concessi (il lato rischioso delle attività). La presenza di titoli considerati illiquidi nell'attivo di una banca rende scadente la qualità dell'attivo stesso e un miglioramento diventa indispensabile. Un primo metodo consiste nell'ampliare al massimo la forbice tra tassi attivi e passivi, col risultato che le banche sopravvivono, ma il sistema economico crolla. Per inciso, le imprese devono rinnovare, entro il prossimo anno, circa 400 miliardi di prestiti. Gli USA hanno cercato una soluzione differente. Attraverso l'attuazione del **piano Paulson**, hanno scelto di agire sulla capitalizzazione comprando l'attivo "tossico" delle banche, cioè i titoli che ne peggiorano i coefficienti patrimoniali. Esistono tuttavia degli inconvenienti. Comprando gli *asset* tossici a prezzi bassi si sancisce formalmente il peggioramento dell'attivo scritto in bilancio, ed è poi complicato trovare le procedure adeguate per questa soluzione.

In Europa non è possibile pensare a un piano Paulson in quanto la crisi non è solo bancaria. I titoli tossici, infatti, sono ovunque: negli *asset* delle banche, nelle assicurazioni e nei fondi pensione. Inoltre, le regole contabili non sono omogenee tra gli Stati membri. L'unica uniformità è data dagli IAS (*International Accounting Standards*) che valgono solo per le società quotate in Borsa con bilanci consolidati. **La direzione che attualmente si sta seguendo, in seguito alle decisioni deliberate dall'eurogruppo il 12 ottobre, è quella di sospendere per qualche tempo le attuali regole contabili (il *mark to market* - "segna il valore di mercato" - o *fair value*), sostituendole col *mark to model* ("segna secondo le tue valutazioni del rischio").**

Continuando la relazione, il professor Altomonte evidenzia un ulteriore problema: come si interpreteranno le prossime trimestrali di cassa? Questo è il nuovo problema che le autorità di vigilanza dei paesi dell'Eurozona dovranno risolvere di comune accordo.

Una seconda opzione per il miglioramento dei coefficienti consiste nella ricapitalizzazione dell'intero sistema. Le stime dicono che la spesa potrebbe aggirarsi intorno ai 70 miliardi di euro. Ci sono tre modi per **attuare la ricapitalizzazione**:

1. Cercare i soldi sul mercato (come ha fatto Unicredit);
2. gli Stati nazionali entrano nel capitale delle banche, non solo in quelle che si trovano in condizioni di gravi difficoltà, con l'obiettivo di ricapitalizzare il sistema e impedire la restrizione del credito all'economia. Questa opzione è privilegiata da Stati come la Germania, la Francia e l'Olanda. In Italia non sta succedendo nulla, anche perché l'ABI ha dichiarato che non esistono difficoltà nel nostro sistema bancario.
3. Ricorrere ai Fondi Sovrani. Molti Fondi Sovrani sono entrati nel capitale di grandi banche di paesi occidentali; ricordiamo, ad esempio, che il fondo di Singapore ha contribuito massicciamente alla ricapitalizzazione di UBS. Questa opzione rimane poco percorribile per via dei rischi politici, in quanto si finirebbe per consegnare ad altri il cuore del sistema di un grande paese occidentale. Inoltre non è scontato che essi accetterebbero, data la recente esperienza negativa nella ricapitalizzazione delle banche d'affari americane.

Il metodo più praticabile risulta quello di ricorrere agli Stati nazionali.

### **Può l'Italia permettersi di non affrontare la ricapitalizzazione del sistema bancario?**

Tecnicamente sì, dal momento che la media dei coefficienti patrimoniali si attesta intorno al 6-7%, (quindi sopra i minimi previsti da Basilea 2), il che significa che non si dovrebbe investire troppo denaro pubblico, ma, tra un paio di mesi, gli altri paesi europei, con l'intervento dei rispettivi governi, potrebbero arrivare all'8-9%, significando un calo di competitività per le banche italiane meno capitalizzate.

Il 12 ottobre è stato inoltre deciso che, in deroga alle norme sugli aiuti di Stato, i governi che entrano nel capitale delle banche possono orientare l'attività delle stesse a sostegno delle imprese, le quali rappresentano il cuore dell'economia reale. Se l'Italia non lo facesse bisognerebbe sperare nella buona fede dell'ABI, che, in questo modo, verrà ad assumersi la responsabilità di decidere se il sistema è abbastanza capitalizzato. **Non si teorizza il ritorno ai tempi di invasiva presenza pubblica nel capitale delle banche, ma, anzi, una exit strategy da attuare non appena la situazione si stabilizzerà con coefficienti patrimoniali rientrati in livelli di sicurezza.**

**In conclusione, possiamo affermare che la fase critica è superata, anche se le Borse conserveranno ancora un periodo di volatilità a causa della scomparsa dei piccoli investitori, intimoriti dai forti e incontrollabili ribassi.**

L'ultima fase, ancora da definire, vedrà protagonista il riprezzamento di tutti i rischi.

## **DIBATTITO**

*Chi pagherà la ricapitalizzazione delle banche per risolvere una crisi che non è stata causata dai cittadini? Si preannunciano severi tagli nella scuola e in tutti i servizi sociali?*

È ovvio che si dovranno fare debiti e distogliere risorse. Ma il governo italiano formalmente non ha stanziato ancora nessuna cifra e, per ora, non ha speso un euro. È pur vero che, a causa della crisi, l'Europa ha allentato i vincoli del patto di stabilità, ma non sarà comunque possibile indebolire il già precario equilibrio dei nostri conti pubblici. È opportuno, comunque, allinearci ai maggiori Stati europei riguardo alla media dei coefficienti patrimoniali. L'Europa ha una situazione, tutto sommato, gestibile; negli USA, se sommiamo il debito pubblico, quello delle famiglie e quello delle imprese, si arriva al 350% del PIL: tecnicamente gli USA sono falliti e dipendono dalle banche centrali asiatiche per finanziare il deficit. In Italia abbiamo un forte debito pubblico, ma le famiglie hanno risparmiato e le imprese non sono molto indebitate. Il problema non è ancora acuto a patto che il sistema non esca da un perimetro di stabilità.

*Oportet ut scandala eveniant: impariamo qualche lezione dalla crisi? Il crollo non era in una qualche misura prevedibile?*

Non esiste un metodo per prevedere il giorno dell'infarto; la crisi era imprevedibile in queste dimensioni, tuttavia gli economisti da ben tre anni avvertivano che il sistema stava eccedendo nella

gestione del rischio. Negli anni passati le istituzioni finanziarie hanno fatto grandi utili e ora ne scontano un po'. È anche vero che le crisi creano delle opportunità. In questo periodo si è creata una maggiore cultura finanziaria nel pubblico e anche l'Europa si è in qualche misurata "svegliata": i suoi Stati membri, nell'emergenza, hanno messo a prova le capacità decisionali e aumentato i vincoli di solidarietà. Resta il rischio di tutte le crisi, un'alterazione nella distribuzione del reddito. Si tratta di mettere a tacere le divisioni interne, anche politiche, per evitare che la situazione dei redditi prenda una piega negativa.

*Con le decisioni del 12 ottobre è stata puntellata la casa, messa una pezza, garantito il risparmio e ricreati i flussi di denaro nel circuito interbancario, però esiste una perdita non coperta, quella dei risparmi depositati in Borsa. Quindi la capacità di acquisto si è ridotta oggettivamente e in queste condizioni come farà l'economia a ripartire?*

La Borsa italiana, che capitalizza attualmente 400 miliardi di euro, ne ha persi 150. Una parte di quel patrimonio appartiene a investitori istituzionali che non intervengono nelle decisioni di consumo. Gli investitori cassetisti, in buona parte, non hanno bisogno di mettere mano a quel denaro per decisioni di consumo. Il vero punto è quanto pesi questo clima di sfiducia sulle decisioni di consumo per chi i soldi li ha depositati in banca: la sfiducia causa il rinvio dei consumi.

*Chi rischia il default tra i paesi dell'Est europeo? Qual è la situazione delle carte di credito cosiddette revolving.*

Il pericolo di *default* dei paesi dell'Est esiste concretamente per Lituania e Ungheria. L'Islanda è già tecnicamente fallita. In ogni caso, ci saranno effetti pesanti per i paesi in queste condizioni, ma non verrà compromessa la stabilità dell'Europa dei ventisette e tanto meno dei quindici. Le *revolving card* (carte di credito che consentono di rimborsare a rate il saldo di fine mese) avranno effetto sui consumi, di conseguenza sui profitti delle società e sul valore delle loro azioni.

*Perché il dollaro si sta rivalutando?*

Per due ragioni,

- a) il rischio di *default* dell'America, nonostante la struttura debitoria già descritta, è praticamente nullo
- b) per le aspettative previsionali sul differenziale dei tassi di interesse tra Europa e USA.

*Che cosa hanno fatto gli organi di controllo per tutelare gli investitori?*

L'origine di questa crisi è sostanzialmente dovuta alle decisioni dell'America di abbandonare il modello di banca universale permettendo la distinzione tra banche commerciali (sottoposte a vigilanza degli organi di controllo) e banche d'affari (soggette a minori restrizioni). Questa situazione è andata bene per un po', anche perché le banche d'affari reclutavano personale molto qualificato e preparato, fisici quantistici per elaborare modelli finanziari molto sofisticati. Il rischio era gestito con molta abilità e creava profitti quindi un clima di benessere economico che faceva star bene tutti gli americani che esportavano i consumi finanziati dal resto del mondo. Le agenzie di *rating* in pratica colludevano, ma nessuno ha violato delle leggi in questa crisi in quanto era concesso alle banche di mettere fuori bilancio l'attività rischiosa. Il problema è arrivato con l'aumento dei tassi. La crisi si può considerare figlia di una clamorosa miopia delle classi dirigenti politiche che non hanno imposto al sistema delle regole adeguate e sicure.

*Sintesi a cura di Maria Rita Gelsomino*