

## CRISI FINANZIARIA GLOBALE: LO STATO DIFENDE IL MERCATO

Dott. Sergio Sacchi Direttore Ufficio Studi e Ricerche Assoconsulenza Associazione Italiana Consulenti di Investimento

Quella attuale è la prima crisi dell'economia globale e per intensità e sommovimenti finanziari può paragonarsi solo a quella del '29. Per fronteggiarla si sono resi necessari interventi massicci di tutti i governi del mondo occidentale, e non solo, trovatisi ad affrontare le ultime settimane particolarmente virulente, e miranti a ripristinare le condizioni minime di fiducia tra i risparmiatori (garanzie sui depositi bancari) e tra le banche (garanzie sui prestiti interbancari, nazionalizzazione di banche o concessione di prestiti per ricapitalizzarle). La natura della **crisi** è **finanziaria**, essa cioè è stata originata dalla decisione del governo statunitense di incentivare l'acquisto della casa e del basso costo del denaro caratterizzato dall'era Greenspan, dalla concessione di mutui a chi non poteva restituirli (mutui *subprime*) e dall'uso smodato dei **derivati** (per copertura tassi, valute o inadempimento/*credit default swap*) per importi nominali misurati in trilioni di dollari. Il *boom* è avvenuto soprattutto dopo il 2004 quando venne deregolamentato il rapporto di leva (sino ad allora consentito al massimo a 15). Al riguardo va ricordato che per la gran parte i derivati sono stati impiegati impropriamente e cioè non per finalità di copertura ma di speculazione da parte delle aziende e persino dai comuni e collocate da parte delle banche per lucrare laute commissioni spesso senza alcuna relazione con la finanza aziendale. Gran parte dei derivati si basano sulle formule dei 2 Nobel Black e Scholes che peraltro scesi dalla cattedra si sono scontrati con la dura realtà operativa con esiti molto negativi, basti pensare alla crisi del loro *hedge fund* Ltcn nell'estate 1998 salvato poi dalla banca centrale americana. Altro elemento decisivo l'abolizione avvenuta nel '99 della Glass-Steagall act (formulata nel '33 sotto la spinta della Grande depressione seguita al '29) che ha reso meno regolamentata l'operatività delle banche d'investimento. Il crollo del mercato immobiliare (ben prevedibile dopo parecchi anni positivi) a partire dall'inizio del 2007 ha causato lo scoppio di questo perverso meccanismo che si è diffuso ovunque a causa della cartolarizzazione dei **mutui subprime** e della loro allocazione sotto forma di obbligazioni e con *rating* spesso lusinghieri. I nodi sono cominciati a venire al pettine con l'aumento dei tassi, passati dall'1 al 5,25%, e l'insolvenza dei mutuatari. Inoltre le società veicolo costituite fittiziamente all'esterno dei consolidati bancari con in carico le obbligazioni acquistate derivanti dalle cartolarizzazioni devono ora essere riassorbite dalle stesse banche e ne sconquassano i conti in quanto squilibrano il rapporto tra mezzi propri e indebitamento. Sono stati cartolarizzati pure 400 mrd di dollari di carte di credito, di cui una parte notevole è inesigibile e queste non presentano neppure un sottostante rappresentato dalla casa. Si evidenziano pure i diversi conflitti d'interesse: delle agenzie di *rating* che ricevono gli incarichi da chi viene giudicato (Lehman era giudicata AA al momento del fallimento), delle banche d'affari che portano in borsa società verso cui vantano crediti, non da ultimo del *management* a cui spettano *bonus* in base a parametri trimestrali e che tendono a muoversi nel breve termine proprio per lucrare le loro *stock option* in detrimento della sostenibilità nel lungo periodo della crescita aziendale. Il principio contabile che ha accolto il *fair value* è ora sospeso e andrà migliorato onde consentire anche la variazione del principio stesso allorché intervengono circostanze estreme, infatti lo IAS 39 (così si chiama il principio contabile) era stato introdotto proprio per tener conto dell'oscillazione degli strumenti derivati in modo tale che venissero ricondotti nei bilanci e non se ne stessero fuori.

Naturalmente le crisi finanziarie (se prolungate e pesanti) non possono che trasmettersi all'economia reale ripercuotendosi sul taglio dei costi da parte delle imprese, sulla sfiducia

generalizzata e sulla conseguente caduta dei consumi. Da marzo 2008 con la vendita di Bear Stearns a JP Morgan si è assistito ad un'escalation fino a oggi con la nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac (le 2 società semipubbliche che erogavano i mutui negli USA) e la crisi di tutte le banche d'investimento americane e di molte del resto dell'Occidente, nonché di assicurazioni e società di riassicurazione e l'approvazione del piano anticrisi del 19 settembre con la creazione di un fondo che dovrebbe ritirare le attività in sofferenza. Delle 5 grandi *investment bank* americane sono rimaste indipendenti solo Morgan Stanley (ceduta però per il 21% ai giapponesi di Mitsubishi) e Goldman Sachs, Merrill Lynch e Bear Stearns sono state vendute, tutte sono state costrette a chiedere la licenza di banca commerciale onde procurarsi la raccolta a condizioni meno onerosi. È stata lasciata fallire la sola Lehman e per ragioni molto chiare: si è voluto far capire che all'intervento statale c'è un limite preciso, quello posto dall'avidità personale e dagli eccessi speculativi (il *management* possedeva grazie alle *stock option* il 30% della società e la leva era pari a 35), sebbene ciò abbia provocato l'inevitabile crisi degli *hedge funds* a cui la banca era legata. Anche in Europa benché in misura minore già da fine 2007 si sono resi necessari interventi per scongiurare il fallimento di istituti finanziari come Northern Rock e Bradford & Bingley in Gran Bretagna, West LB in Germania, Dexia in Francia e Fortis in Benelux. In Islanda è addirittura saltato tutto il sistema bancario.

L'**Italia** è stata toccata marginalmente dalla crisi, salvo forse Unicredit per la sua acquisizione della Hypo bavarese, tuttavia il core tier 1 (rapporto tra mezzi propri e indebitamento) appare spesso sotto la soglia d'allarme del 6% e quindi sarà necessaria la ricapitalizzazione di molte banche, il crollo del mercato immobiliare invece è stato dirimpiente ed ha colpito duramente le società quotate. I forti traumi subiti dai risparmiatori, molti dei quali scottati ancora dagli eccessi della *new economy* e dagli scandali Enron, Parmalat nonché dal *default* argentino, necessiteranno anni per essere riassorbiti, ciò innestandosi inoltre nel difficile momento del risparmio gestito italiano che registra periodicamente deflussi consistenti per la crisi dei fondi comuni.

Quali gli **effetti** di questa crisi finanziaria, economica, etica e di fiducia?

Anzitutto ritorna prepotentemente in auge l'intervento statale e ciò dimostra come il pragmatismo anglosassone in casi estremi non si fa giustamente scrupoli in tal senso e non resta prigioniero di ideologismi di sorta, del resto 20 anni fa vi fu un intervento simile per il crollo delle casse di risparmio negli *States* conclusosi poi con la cessione delle quote rilevate ai privati. D'altra parte è chiaro che in circostanze eccezionali solo il soggetto statale può portare a compimento la sostituzione di masse gigantesche di attivi di bassa qualità nel sistema bancario. La crescita delle tigri asiatiche viene rallentata (praticamente dimezzata al 4/5%), tuttavia una gran parte dei buoni del tesoro statunitense (pari ai  $\frac{3}{4}$  in mani a soggetti stranieri ed il 35% del totale) è detenuto dai cinesi e ciò rappresenta un vincolo fortissimo tra questi 2 paesi. Una volta ripristinate le condizioni di fiducia nei mercati resta da affrontare la **recessione** che non sarà né breve né flebile anche a fronte di un risparmio negativo delle famiglie statunitensi che si protrae ormai da alcuni anni e fa pensare che una forte contrazione dei consumi non sia più dilazionabile, toccherà l'intero mondo occidentale ma avrà l'effetto di raffreddare i prezzi delle fonti energetiche e dell'inflazione. Altro effetto rivoluzionario è che l'azionariato delle banche d'investimento viene modificato in favore dei fondi sovrani (con patrimoni di centinaia di miliardi di dollari gonfiati annualmente dagli enormi ricavi del petrolio o da surplus commerciale come per Cina e Singapore) che si muovono da padroni grondando liquidità in un panorama, quello dei mercati finanziari, fortemente illiquido. Questi soggetti però, anche se sono entrati con pessimo tempismo con 18 miliardi di dollari a fine 2007 nel capitale di banche americane e svizzere, sono tenuti in un angolo in quanto non offrirebbero

sufficienti garanzie (in ragione soprattutto della provenienza della gran parte di loro, da paesi arabi e/o islamici), in realtà non sembrano mossi da logiche molto diverse da quelle degli istituti finanziari occidentali, ossia dal profitto, come dimostrano gli molteplici interventi libici da noi.

Lo stato della **finanza pubblica** subirà un peggioramento dovuto al deteriorarsi del rapporto indebitamento pubblico PIL che negli USA supererà nel 2009 per la prima volta i 1.000 miliardi di dollari aggravando ulteriormente il deficit federale giunto a 400 miliardi di dollari cioè a meno del 3% del PIL, e ciò non promette nulla di buono per quanto riguarda la riduzione fiscale.

Certamente questa **non è la crisi del capitalismo** ma solo di un certo sfrenato e squilibrato capitalismo fatto per favorire pochi attori (*top management* delle grandi aziende) che avrebbe fatto storcere il naso a tutti i liberisti classici, un tale modello non ha infatti prospettive di sostenibilità nel lungo periodo ed è carente gravemente dal punto di vista dei controlli. Il sistema economico ha infatti bisogno di equilibri e non può certo limitarsi al *laissez faire* che nessuno ormai teorizza più, bisognerà approfittare di questa circostanza per accelerare le riforme stabili nel tempo e creare quelle autorità globali sovranazionali che possano agire in questi casi, perchè il lato pubblico – anche questa crisi l’ha dimostrato – è assolutamente indispensabile per il libero mercato, a patto ovviamente che faccia il suo. Sempre più spesso si parla di una nuova Bretton Woods, il dibattito che si sta aprendo al riguardo non verterà perciò se sia accettabile o meno l’intervento stabile dello stato ma sui rapporti che dovranno avere i vari attori del mercato: FMI, le banche, gli analisti, gli *hedge funds*, i controllori e le agenzie di *rating*.