

19 gennaio 2012

Più Europa per battere la crisi

Paolo Andrea Colombo*

Come l'attuale crisi insegna, una governance non sostenibile mette a rischio la stabilità dei mercati, l'occupazione, la crescita e il benessere sociale, tanto più in presenza dei due fenomeni che hanno caratterizzato lo sviluppo economico recente: a) la globalizzazione dei mercati, che ha favorito lo sviluppo dell'economia mondiale ma ha accentuato gli squilibri tra Paesi con diversi contesti politici e socio-economici, in assenza di una governance sovranazionale dell'economia; b) la finanziarizzazione dei sistemi economici, che ha sovvertito il ruolo tradizionale della finanza al servizio dell'economia: la prima si è sviluppata più velocemente della seconda, per l'abrogazione dei controlli sui movimenti di capitali, lo sviluppo delle tecnologie informatiche e la deregolamentazione.

A questo proposito merita una nota il Gramm-Leach-Bliley Act del 1999, che abrogò in USA la separazione tra banche commerciali e banche di investimento introdotta dal Glass-Steagall Act dopo la crisi del 1929. Gli effetti di tale provvedimento inducono a riflettere sulle specificità di questi intermediari; la banca commerciale ha compiti primari nel sistema socio-economico (gestire i pagamenti, custodire il risparmio ed impiegarlo per finanziare le imprese e le famiglie con una politica del credito orientata alla diversificazione e al contenimento del rischio) che ne rendono l'ipotetico fallimento un evento foriero di gravissime ripercussioni; ma ciò deve essere evitato con una sana e prudente gestione, non con il ricorso a salvataggi statali come verificatosi in questi anni in molti Paesi del mondo occidentale ad esclusione dell'Italia. E' quindi essenziale che la raccolta delle banche commerciali non sia esposta al rischio delle attività speculative delle banche di investimento, che invece devono finanziarsi sul mercato dei capitali rivolgendosi a investitori che - a differenza dei depositanti - non devono fruire di tutela. Vi è chi ha sottolineato l'opportunità di una regolamentazione distinta tra le banche commerciali e quelle di investimento. In tal senso sono la Volker rule (introdotta da Obama nel Dodd-Frank Act nel 2010) e la raccomandazione della Commissione Vickers in UK di separare ("ring-fence") le attività commerciali dal trading e dall'investment banking. Sul fronte UE il Commissario Barnier ha annunciato la costituzione di una task force per approfondire questa tematica, che tra l'altro è stata citata anche nel recente documento del Pontificio Consiglio della Giustizia e della Pace; è una questione complessa, che richiede un approccio globale per evitare arbitraggi tra i diversi ordinamenti ed effetti distorsivi sulla concorrenza.

La finanziarizzazione e la deregulation hanno favorito il perseguimento di interessi particolari rispetto a quello generale della sostenibilità, creando le condizioni per l'esplosione della crisi del 2008. In particolare:

1) l'uso diffuso della leva finanziaria e la sottovalutazione degli effetti sulla sostenibilità delle imprese hanno favorito comportamenti (buy-back, LBO, generose politiche di dividendi) che ne hanno indebolito la struttura finanziaria, aumentandone il profilo di rischio. Questo fenomeno ha riguardato anche il sistema bancario, in particolare quello statunitense: le strutture patrimoniali delle banche si sono rivelate sottocapitalizzate e non adeguate a fronteggiare crisi di rilevanza sistemica. Il tema dei requisiti di capitale ha provocato una rivisitazione critica di Basilea 2 che, alla prova dei fatti, ha dimostrato di essere inadeguata ed è stata superata da Basilea 3, con un innalzamento dei requisiti di capitale in particolare per gli istituti con rilevanza sistemica. Sono emerse di recente alcune incongruenze, che rischiano tuttavia di provocare effetti pro-ciclici in una fase già recessiva, alterando la concorrenza: la disomogeneità tra i criteri di ponderazione degli attivi nei singoli paesi e la decisione dell'EBA di utilizzare il mark-to-market per la valutazione dei titoli di Stato, che consente agli istituti francesi e tedeschi di compensare le perdite sui titoli greci con le rivalutazioni dei titoli del proprio Paese e che, al contrario, penalizza le banche italiane e spagnole, poco esposte al debito sovrano greco e molto esposte sul fronte nazionale.

2) Negli anni precedenti la crisi l'"originate-and-distribute model" ha mutato l'approccio al credito delle banche, incentivandole a sviluppare gli impieghi trasferendoli in Special purpose vehicles finanziati da obbligazioni (Cdo) la cui unica garanzia era costituita da tali finanziamenti. I Cdo erano sottoposti al giudizio delle agenzie di rating per poi essere collocati presso altre istituzioni finanziarie. Tale modalità operativa avrebbe dovuto incrementare l'efficienza del sistema finanziario, ma gli effetti indesiderati sono stati superiori ai benefici attesi poiché le banche hanno indebolito il processo di valutazione del rischio.

3) Le agenzie di rating hanno contribuito alla diffusione dei Cdo, dimostrandosi però inadeguate a valutarli, oltreché in pieno conflitto di interessi: spesso erano proprio loro, nella veste di consulenti, a fornire assistenza per strutturarli.

4) Un elemento che ha concorso a destabilizzare il sistema è stato lo sviluppo dei derivati che, nati come strumenti di copertura del rischio, sono divenuti prodotti speculativi con una crescita esponenziale dei valori nozionali

sottostanti. La loro negoziazione in mercati non regolamentati ha provocato una parallela crescita del rischio di controparte, la cui rilevanza sistemica non è stata adeguatamente monitorata.

5) Il sistema di remunerazione ha accentuato l'orientamento ai risultati a breve termine, stimolando l'assunzione di rischi eccessivi e disallineando gli interessi del management da quelli degli altri stakeholders.

La combinazione di tali comportamenti ha fatto perdere la percezione del rischio sistemico provocando un effetto domino: l'aumento dei tassi, deciso dalla FED per rallentare una crescita basata su una politica monetaria troppo espansiva, ha provocato il crollo dei prezzi degli immobili e del valore delle garanzie dei mutui subprime. Il sistema bancario - che aveva investito in titoli strutturati derivanti da tali mutui - è stato colpito dalla svalutazione dei propri attivi e dalla crisi di liquidità nel mercato interbancario, che hanno inciso su strutture patrimoniali sottocapitalizzate e non adeguate a fronteggiare crisi di rilevanza sistemica.

Nel corso del 2009 la crisi del sistema bancario si è propagata all'economia reale, con una contrazione del PIL e dell'occupazione nelle principali economie occidentali. I salvataggi bancari e gli effetti della crisi economica hanno provocato il deterioramento delle finanze pubbliche in USA e nei principali Paesi UE, innescando una pericolosa fase di contagio che oggi sta investendo alcuni Stati sovrani, il cui rischio sta nuovamente minacciando la stabilità del sistema bancario; si delinea così un circolo vizioso che - tramite le banche - rischia di trasmettere un nuovo shock recessivo a un'economia reale non ancora ripresasi dalla contrazione del 2009.

La soluzione della crisi dei debiti sovrani dipende dalla definizione di una governance globale dell'economia, in particolare nell'Eurozona: all'introduzione dell'Euro e all'istituzione della BCE quale soggetto responsabile della politica monetaria per tutta l'area, si contrappongono infatti politiche fiscali e di bilancio decise a livello nazionale; tale situazione amplifica gli squilibri tra i singoli Paesi, caratterizzati da diversi livelli di competitività, produttività e costo del debito pubblico e, per contro, non più dotati degli strumenti compensativi della politica monetaria e valutaria. Inoltre la BCE, a differenza della FED, non è dotata della funzione di prestatore di ultima istanza a favore dei singoli Stati, che sono esposti alle crisi di fiducia sui mercati.

La soluzione dell'attuale crisi deve essere dunque identificata nel quadro del processo di integrazione europea, attraverso la creazione di adeguati strumenti di governance. L'ultimo Consiglio UE ha rappresentato un passo importante verso la creazione di un governo economico europeo; in tale direzione si collocano anche le proposte di ampliamento delle funzioni della BCE e di introduzione degli Eurobond, entrambe funzionali all'obiettivo di stabilizzare i mercati e di salvaguardare l'integrazione monetaria dell'Eurozona. Tali proposte non sono state oggetto di alcuna decisione nel corso del vertice, ma la reazione dei mercati nei giorni successivi testimonia come esse siano elementi da cui non è possibile prescindere. Per creare il consenso sulla loro introduzione i Paesi meno solidi sul piano finanziario devono vincere la sfiducia degli altri con misure di risanamento credibili: con la manovra del governo Monti il nostro Paese ha fornito una prima risposta a questa legittima aspettativa.

** Paolo Andrea Colombo è presidente dell'Enel: il testo è un estratto dall'intervento al seminario "Governance sostenibilità e mercati finanziari" tenuto alla Pontificia Università Lateranense*

19 gennaio 2012

Redazione Online | Tutti i servizi | I più cercati | Pubblicità

P.I. 00777910159 - © Copyright Il Sole 24 Ore - Tutti i diritti riservati

partners **e**lEconomista