

Cartolarizzazioni, è in gioco il futuro dell'Europa

di [Giorgio Bellucci](#)

Dopo otto anni dallo scoppio della crisi finanziaria più profonda e duratura dalla seconda guerra mondiale dovremmo prendere atto che l'idea di una filiera risparmio-investimento-economia reale non funziona e, anzi, può essere foriera di nuovi traumi



Il 23 maggio 2016 è stato pubblicato in rete un appello di studiosi ed economisti di tutta Europa e inviato alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo. Nell'appello i firmatari manifestano tutta la loro preoccupazione per le scelte che la Commissione europea si appresta a compiere in materia di cartolarizzazione dei crediti. La proposta di regolamento

del Parlamento europeo riguarda la creazione di un mercato per le cartolarizzazioni *semplici, trasparenti e standardizzate*, cosiddette *Sts*. I firmatari mettono l'accento sul fatto che tale proposta possa diventare "un lungo viaggio di deregolamentazione finanziaria".

È noto il peso che le cartolarizzazioni hanno avuto nella crisi finanziaria del 2007-2008, così come è noto il peso che il mercato deregolamentato dei derivati Otc ha avuto, più che nella protezione dal rischio, nell'aumento della leva finanziaria e nel contagio sistemico. È comunque utile sottolineare come i volumi delle cartolarizzazioni al primo semestre 2008 fossero assai diversi fra Usa ed Europa: lo *stock* in essere delle emissioni lorde a quella data era rispettivamente di 1.426 miliardi di euro per l'Europa e 6.622 per gli Usa. Ciò significa (e sta a significare) che il processo di disintermediazione bancaria, che trova ancora in Europa un terreno poco fertile, per effetto della nuova norma può velocemente transitare al nuovo sistema in cui gli enti creditizi in realtà diventano gli intermediari fra economia reale e mercati finanziari, fra mercati finanziari e cittadini.

Dopo otto anni dallo scoppio della crisi finanziaria più profonda e duratura dalla seconda guerra mondiale dovremmo tutti prendere atto, in realtà, che l'idea di una filiera risparmio-investimento-economia reale, che passa per i mercati finanziari, non funziona e, anzi, può diventare foriera di nuovi traumi. "L'attuale piano lascia presagire una ripetizione post-crisi dello scenario pre-crisi. Più crescita finanziarizzata invece di vera crescita". Così si esprimono gli estensori del

documento. E così concludono: “Quello che è in gioco è niente di meno che il futuro dell’Europa. Sarà un futuro di stabilità finanziaria anche a costo di un po’ di redditività delle banche? O sarà invece un futuro di alti profitti per le banche, al costo di consistenti rischi per i contribuenti?”.

L’appello degli economisti si concentra su alcuni punti critici. Benché si proclami l’obiettivo di dare ossigeno alle Pmi, tramite le cartolarizzazioni *Sts*, non è affatto chiaro come ciò possa avvenire e anzi andrebbe verificata la possibilità di nuove bolle immobiliari. Nel testo della proposta di regolamentazione si fa, infatti, esplicito riferimento a cartolarizzazioni con sottostanti mutui immobiliari, *leasing* e carte di credito. Nella proposta l’allentamento della *Retention rule* (della ritenzione del rischio nel portafoglio delle banche) al 5% appare come un modo per semplificare, ma in realtà ciò significa che le banche possono scegliere fra le *tranche* che vogliono (*senior, mezzanine, equity*) per soddisfare i requisiti di ritenzione del rischio. È noto fin dagli albori della crisi che le banche, trattenendo la *tranche equity* soddisfacevano il requisito, ma è altrettanto noto che il valore della *tranche equity* è praticamente nullo.

Altri punti che meriterebbero di essere trattati sono ovviamente le cartolarizzazioni sintetiche e i Cdo, ma gli ampi rimandi che ci sono su questi punti impediscono di capire le intenzioni del legislatore. Su una questione c’è tuttavia chiarezza: verranno attivate modifiche all’Emir (Regolamento europeo in materia di infrastrutture finanziarie) in modo tale da esentare i contratti derivati, conclusi dal veicolo dell’obbligazione, dagli obblighi previsti da tale regolamento, ovvero l’esenzione dall’obbligo di compensazione. Ciò significa una vera e propria deregolamentazione nel mercato dei derivati, dai Cds agli *swap*, agli *Interest rate swap*: abbassando i requisiti sui rischi degli strumenti finanziari viene alzato l’utilizzo degli strumenti derivati in protezione.

Tutto questo non avrà solo un impatto di sistema, ma farà crescere i costi dell’insieme delle operazioni da cui potranno discendere nuovi rischi e nuove distruttività. Una cosa balza agli occhi: dopo quasi dieci anni dallo scoppio della crisi non esiste ancora un elenco delle cartolarizzazioni vietate o consentite: si può ancora cartolarizzare di tutto. L’insieme di queste valutazioni mi spinge a sottoscrivere [l’appello degli studiosi e degli economisti europei \(leggi qui il testo\)](#) e a promuovere anche in Italia l’adesione a questa iniziativa.

Giorgio Bellucci è autore del saggio “Critica del monetarismo e dei derivati di credito”, Ediesse 2015