

PANORAMA

a cura di *Pietro Pisani*

◆ **Intesa Sanpaolo** ha effettuato la terza cartolarizzazione. Ha infatti "trasformato" un pacchetto di 193mila mutui in 13 miliardi di euro di obbligazioni. Se si aggiungono le altre due operazioni concluse dal gruppo guidato da Corrado Passera negli ultimi 15 giorni, il conto sale a 20 miliardi. Ci si può chiedere: chi può aver mai comprato questa montagna di titoli, nell'anno in cui i mutui-bond non li vuole nessuno? La risposta è ovvia: li ha comprati la stessa Intesa Sanpaolo. Prima li ha emessi attraverso la società-veicolo Adriano Finance 2 e poi li ha acquistati. Un girotondo che, ultimamente, hanno fatto un po' tutti: si pensi che solo negli ultimi due mesi le banche italiane hanno realizzato 13 cartolarizzazioni per un totale di circa 55 miliardi di euro. E quasi tutte hanno collocato questa montagna di bond a se stesse. Con un obiettivo: avere più titoli da consegnare alla Banca Centrale Europea nelle operazioni di rifinanziamento. La moda delle cartolarizzazioni auto-comprate è figlia della crisi di liquidità che ha paralizzato per mesi il mondo finanziario. Da quando è scoppiata la bufera dei mutui subprime, la scarsa fiducia tra le banche ha infatti letteralmente congelato il settore interbancario: il mercato su cui da sempre gli istituti si sono prestati i soldi l'uno con l'altro è improvvisamente sparito. I tassi (il famoso Euribor) sono volati alle stelle e gli scambi di denaro si sono ridotti al lumicino. Per le banche europee, dunque, in questo contesto è restata una sola ancora di salvezza: la **Banca Centrale Europea**. È stato infatti l'istituto centrale di Francoforte a iniettare per mesi ammontari enormi di liquidità sul sistema. Insomma: da Francoforte le banche di tutta Europa hanno attinto per mesi i fondi necessari per andare avanti. E ancora lo fanno. Ma la BCE non funziona come un "bancomat": per ottenere i finanziamenti, che vengono erogati tramite un meccanismo ad asta, le banche devono consegnarle titoli obbligazionari in garanzia. Insomma: gli istituti europei possono chiedere alla BCE tutta la liquidità che vogliono, a patto che in cambio le diano titoli obbligazionari. Le banche, quindi, per poter "prelevare" devono avere tanti bond. Da qui nasce l'idea di realizzare le auto-cartolarizzazioni. Dato che tenere i mutui in portafoglio non servono a nulla, le banche preferiscono venderli a una società-veicolo e comprare le obbligazioni (garantite dagli stessi mutui) che questa società emette. Così i finanziamenti per la casa, erogati a migliaia di privati cittadini, diventano titoli obbligazionari con tanto di rating. E i titoli diventano a loro volta "merce di scambio" per approvvigionarsi presso la Banca Centrale Europea. Morale: inutili mutui si trasformano in utilissimi bond. Per questo



tutte le banche si stanno cimentando in queste operazioni. Il caso di Intesa Sanpaolo – che si è avvalsa della collaborazione anche di Banca Imi – è emblematico. Attualmente il gruppo – fanno sapere dal quartier generale – non ha bisogno di soldi. I 22 miliardi di obbligazioni scadute nel 2008 sono stati rimborsati raccogliendo tra gli investitori 30 miliardi: attualmente Intesa Sanpaolo ha dunque 8 miliardi da parte per iniziare a rimborsare i 29 miliardi di bond che scadranno nel 2009. Se il mercato sarà normale, o quantomeno accettabile, emerterà nuove obbligazioni e rimborserà le vecchie. Come ha sempre fatto e come fanno tutti. Se invece il mercato sarà bloccato, per motivi oggi imprevedibili, il gruppo potrà usare i 30 miliardi di bond nati con le varie cartolarizzazioni del 2008 per prendere in prestito i fondi dalla BCE. Comunque vada, insomma, Intesa Sanpaolo non dovrebbe aver alcun problema. I bond appena cartolarizzati servono proprio come "cuscinetto prudenziale". E la prudenza, di questi tempi, è di certo l'asset più apprezzato dal mercato.

◆ È la liquidità, più del patrimonio, la vera priorità delle banche. Senza certezze sulla capacità di finanziamento, il sistema del credito fatica a funzionare e difficilmente le banche potranno garantire alle imprese il flusso di impieghi necessari a sostenere l'economia. Passata l'ondata di panico di ottobre e novembre, quando in Europa alcuni istituti sono arrivati a un passo dal fallimento, l'evidenza dimostra che le numerose ricapitalizzazioni effettuate d'urgenza (quasi sempre da parte degli Stati) sono in parte servite a tranquillizzare gli investitori. Ma non hanno riportato la fiducia tra le banche, che continuano a non prestarsi soldi sull'interbancario. Il ripristino della liquidità resta dunque al primo punto nell'agenda delle banche centrali, che stanno attuando le tecniche di rifinanziamento concertate poche settimane fa. E mentre si allentano le preoccupazioni sulle dotazioni patrimoniali, che in Italia **UniCredit** e **Intesa Sanpaolo** stanno potenziando senza bisogno dell'intervento dello Stato, anche gli sforzi dei Governi si stanno concentrando sulla garanzia statale ai bond bancari di prossima emissione. Intanto i meccanismi ideati per garantire il rifinanziamento delle banche iniziano a funzionare. Con la cartolarizzazione da 13 miliardi di euro annunciata da Intesa Sanpaolo, arriva a 20 miliardi il complesso delle securitisation della prima banca italiana. E UniCredit, solo poche settimane fa, ne aveva lanciata una da 23 miliardi. Si tratta di titoli che hanno come sottostante mutui immobiliari, che verranno poi girati alla BCE in cambio di finanziamenti che

agevolano la gestione finanziaria delle singole banche. Va detto però che la liquidità, generata grazie all'intervento della Bce e delle banche centrali nazionali, stenta poi a tornare in circolo. Le banche si finanziano e mantengono la liquidità in cassa. I flussi sull'interbancario restano ridotti, se non sulle scadenze brevi e solo con controparti selezionate. Da questo punto di vista, le ricapitalizzazioni che alcuni Stati europei hanno deliberato d'urgenza non hanno avuto alcun effetto. Probabilmente per riportare la fiducia dopo i traumi dei mesi successivi al crack della **Lehman Brothers** servirà ancora tempo. O forse, più probabilmente, la diffidenza sull'interbancario verrà meno solo quando tutte le banche avranno fatto chiarezza sui conti. Alcuni istituti europei restano nella black list dei tesorieri che, in alcuni casi, temono il default della controparte. Non tutte le perdite sono emerse, in alcuni casi anche grazie alle nuove regole di contabilizzazione. L'approvazione dei bilanci 2008, che avverrà nelle prossime settimane, è un'occasione per fare chiarezza.

◆ Una più completa pubblicità delle condizioni dei mutui mediante una nuova documentazione informativa circa le caratteristiche dei prodotti offerti dalle banche per l'acquisto dell'abitazione principale: è questo lo scopo dell'istruzione di vigilanza datata 30 dicembre 2008 e diramata dalla **Banca d'Italia** sul proprio sito internet, in conseguenza dell'articolo 2, comma 5, del decreto legge 29 novembre 2008 n. 185 (non ancora convertito in legge). Questa norma impone, dal 1° gennaio 2009, alle banche che offrono alla clientela mutui garantiti da ipoteca per l'acquisto dell'abitazione principale, di assicurare ai clienti la possibilità di stipulare tali contratti a tasso variabile indicizzato al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale della Banca Centrale Europea. La ragione della norma è da ricercare probabilmente nella considerazione che le turbolenze finanziarie degli ultimi mesi del 2008 avevano provocato un tale sconquasso nel mercato interbancario (e cioè nelle relazioni finanziarie tra le banche) da rendere l'Euribor un parametro non più affidabile. Cosicché la legge ora impone, per i consumatori che lo desiderino, di ancorare il proprio mutuo al più stabile tasso BCE piuttosto che al più volatile Euribor. In altri termini, oltre alla tradizionale offerta di prodotti ancorati all'Euribor (e cioè al tasso della provvista interbancaria e quindi al tasso che una banca paga a un'altra banca per farsi prestare denaro), d'ora innanzi la clientela bancaria dovrà disporre di prodotti ancorati al tasso praticato dalla BCE e che esprime le condizioni alle quali la BCE stessa è disposta ad effettuare transazioni con il mercato. Tanto è vero che il tasso di partecipazione alle operazioni di rifinanziamento principali, che forniscono la maggior parte della liquidità necessaria all'euro-sistema, segnala al mercato l'orientamento di politica monetaria della BCE. Sotto il profilo dell'importo della rata, non dovrebbe comunque cambiare nulla, in quanto le banche applicheranno spread diversi a seconda che il parametro di riferimento per il calcolo della rata variabile sia l'Euribor o il tasso BCE. Quest'ultimo è naturalmente più basso del primo e probabilmente sui mutui a tasso BCE gli spread saranno maggiori rispetto ai mutui denominati in Euribor. La norma che impone alle banche di offrire anche pro-

dotti targati BCE sancisce altresì l'obbligo che il tasso complessivo applicato in tali contratti "sia in linea con quello praticato per le altre forme di indicizzazione offerte"; e che quindi l'adozione del parametro di indicizzazione ancorato alle condizioni BCE non costituisca una ragione per aumentare il carico dei clienti nel pagamento delle rate. Nelle sue istruzioni, la Banca d'Italia coglie l'occasione non solo per assicurare la trasparenza delle informazioni circa queste nuove tipologie di mutuo, ma anche per ampliare il panorama informativo delle banche circa i propri prodotti. Infatti, viene prescritto che "sia fornita alla clientela un'informativa riguardante tutte le tipologie di mutuo offerte dalla banca stessa, che agevoli le scelte del cliente verso prodotti potenzialmente più confacenti alle sue esigenze". Sotto questo profilo, le banche dovranno indicare in modo chiaro le caratteristiche e i rischi tipici delle varie operazioni di mutuo proposte alla clientela, e ciò in modo tale da agevolare la comprensione delle principali differenze tra i diversi prodotti offerti. Dal 1° marzo le banche dovranno predisporre un documento con le informazioni sui mutui offerti. In particolare, dovranno almeno essere oggetto di pubblicizzazione, in relazione ai vari prodotti: a) il tasso di interesse (l'indicazione se si tratta di tasso fisso o variabile; e, in caso di tasso variabile, lo spread, il parametro di riferimento e l'ammontare del tasso al momento della pubblicità); b) la durata minima e massima del mutuo; c) le modalità di ammortamento; d) la periodicità delle rate. Il documento dovrà essere inviato, in occasione della prima comunicazione utile anche ai clienti che hanno un mutuo in essere con la banca.

◆ Il presidente della Banca Centrale europea, **Jean-Claude Trichet**, torna a lanciare l'allarme sulla crescita. Nel 2009 "potrebbe essere tra -1% e 0%". Continuano a pesare "rischi al ribasso dovuti alle preoccupazioni per un impatto più forte del previsto sull'economia reale delle turbolenze finanziarie in corso, del protezionismo e di eventuali sviluppi disordinati, dovuti agli squilibri globali", ha detto il presidente della Bce in un'audizione al Parlamento europeo a quattro giorni dalla decisione di tagliare i tassi di 0,75 punti base. Le prospettive dell'economia sono caratterizzate "da una incertezza eccezionalmente elevata", ha aggiunto. "La debolezza globale e una domanda interna molto flebile potrebbero persistere nell'ultimo trimestre del 2008 e nei trimestri successivi. In seguito dovrebbe aver luogo gradualmente una ripresa, sostenuta dal calo dei prezzi delle materie prime e partendo dal principio che il contesto esterno migliorerà e che le tensioni finanziarie si indeboliranno". "L'inflazione annua dovrebbe essere in linea con la stabilità dei prezzi", ha affermato il presidente della Banca Centrale Europea Jean-Claude Trichet. "L'inflazione annua della zona euro ha proseguito la sua discesa, fino al 2,1% a novembre - ha detto - e dovrebbe mantenersi in linea con la stabilità dei prezzi, a causa dei bassi prezzi delle materie prime e dell'indebolirsi della domanda". L'Eurotower, ha assicurato il Presidente, "continuerà a mantenere le aspettative d'inflazione, saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi, supportando tuttavia anche una crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria".