

# Crisi dei subprimes: quali insegnamenti per gli enti pubblici locali francesi?

FRÉDÉRIC MARTY

Professore al CNRS – GREDEG Università Sophia-Antipolis di Nizza e all'OFCE – Dipartimento Innovazione e Concorrenza di Parigi, Francia.

TOBIOLO GIANELLA

Ricercatore e docente di management pubblico, Università della Svizzera italiana, Lugano, Svizzera.

## Abstract

*In the United States, governmental organisations<sup>1</sup> are among the unintended victims of the subprime crisis. In fact, the downturn in the real estate market and the crisis in the financial market create difficulties on the side of fiscal resources, as well as on the side of the public expenditure. This paper intends to verify whether French municipalities can have similar problems in the future.*

## Introduzione

Gli enti pubblici americani costituiscono una delle vittime collaterali della crisi dei *subprimes*. Infatti, la caduta del mercato immobiliare e la crisi di quello finanziario creano della difficoltà sia dal lato delle risorse fiscali, che da quello relativo al costo del debito pubblico. Il presente lavoro intende pertanto verificare se anche le collettività francesi potranno avere dei problemi analoghi.

Il 18 marzo scorso la Banca Centrale americana (la FED) ha deciso di abbassare il tasso di riferimento dei fondi federali al 2.25%. Tuttavia, il tasso di indebitamento di alcune collettività territoriali ed organizzazioni pubbliche americane ha subito un forte aumento (più del 6.72% al 26 marzo). Ha addirittura raggiunto il 20% per la società che gestisce gli aeroporti di New York e New Jersey. Un paradosso di questo tipo trova la sua origine nella crisi dei *subprimes* di cui gli enti pubblici sono delle vittime collaterali. Ovviamente esse patiscono anche degli effetti diretti, la prima delle quali il calo dei prezzi immobiliari che si ripercuote a sua volta sulle entrate fiscali. L'obiettivo di questo articolo è quello di provare che le collettività subiscono anche altri effetti, alcuni indiretti ma comunque che influiscono negativamente il tasso di interesse del loro debito pubblico. Gli enti pubblici americani emettono, dagli anni '80 del secolo scorso in avanti, delle obbligazioni a lungo termine, il cui tasso di interesse viene modificato regolarmente attraverso delle contrattazioni finanziarie, le quali sono particolarmente colpite dalla crisi finanziaria.

---

<sup>1</sup> Gli Stati Uniti contano 50 Stati federali e 87'525 collettività territoriali, di cui 3'043 Contee e 19'429 Comuni.

## Le collettività americane versus la crisi finanziaria

Le difficoltà delle collettività territoriali americane sono connesse con la crisi finanziaria attuale. Questa crisi è iniziata dall'impossibilità di rimborsare i crediti immobiliari a tasso variabile appartenenti alla categoria dei *subprimes*. Si tratta cioè di prestiti a tasso variabile accordati al di fuori delle esigenze bancarie standard. Se il tasso di interesse per l'insieme dei prestiti immobiliari negli Stati Uniti resta relativamente stabile (intorno al 5%), non si può dire la stessa cosa di quello dei prestiti correnti. Il tasso di interesse dei crediti "normali" (quindi di tipo *primes*) rimane stabile al 2%, quello dei *subprimes* è passato dal 10% al 15% in due soli anni con delle previsioni di crescita che indicano questo tasso raggiungere addirittura il 30%. La repentina diminuzione dei prezzi immobiliari americani, -10.71% tra gennaio 2007 e gennaio 2008 secondo l'indice *S&P's / Case Shiller Composite 20* (il quale misura l'evoluzione dei prezzi immobiliari nelle venti più grandi metropoli americane), costituisce sia una conseguenza che uno dei fattori del perpetuarsi della crisi.

In effetti, una delle origini della crisi finanziaria attuale risiede in un eccesso iniziale di liquidità, favorita dalla politica monetaria della FED. Il paradosso si manifesta quando la politica attuale della FED non riesce a contrastare le conseguenze della politica restrittiva del credito effettuata nel 2006. L'aumento dei tassi ha portato ad un netto aumento del carico finanziario per coloro che hanno delle ipoteche con tassi di interesse variabili. Questi soggetti non hanno più la capacità di finanziare il proprio debito o di vendere a buone condizioni i loro beni e pertanto il sequestro dei beni si moltiplica (del doppio tra febbraio 2007 e febbraio 2008). Le collettività americane sono direttamente penalizzate dalla diminuzione delle entrate fiscali legate agli immobili.

La crisi attuale supera il contesto dei prestiti immobiliari. Si tratta, infatti, di una crisi di fiducia e di liquidità (*credit crunch*) che si estende progressivamente all'insieme dei mercati finanziari. La crisi dei *subprimes* non ha fatto altro che cristallizzare una diffidenza generalizzata tra gli investitori e proviene dalla convergenza di molteplici debolezze alimentate da tendenze caratterizzanti il funzionamento dei mercati finanziari. Anche la politica monetaria espansiva della FED non si traduce nella distensione dei tassi di interesse e non è capace di evitare la diminuzione dei prezzi nel mercato immobiliare. A titolo di esempio, il 18 marzo 2008 la FED ha abbassato il tasso di riferimento dei fondi federali di  $\frac{3}{4}$  di punto per raggiungere un tasso del 2.25%. L'inflazione è stabile al 4% e il tasso di interesse reale è negativo di 175 punti base (ossia 1.75%), tuttavia con il proseguimento della crisi di fiducia le banche non traducono queste diminuzioni dei tassi nelle loro politiche di credito immobiliare. Lo *spread* (premio di rischio) per rapporto al tasso dei fondi federali (che era di 50 punti base prima della crisi) è stabile a 300 punti base, ossia al 3%. Questa situazione ha condotto la FED a diventare acquirente dei titoli dei crediti immobiliari per iniettare liquidità nel mercato.

La cartolarizzazione è il cuore della crisi di fiducia nei mercati finanziari. Nata negli anni '60 del secolo scorso, essa permette di trasformare i crediti accordati dalle banche in titoli negoziabili sul mercato. Per lo più i beni ceduti sono costituiti da crediti, tuttavia possono essere immobili, contratti derivati o altro. I beni vengono ceduti a società-veicolo (SPV, società cessionaria abilitata ad emettere i titoli in cui sono incorporati i crediti ceduti) che ne versano al cedente il corrispettivo economico ottenuto attraverso l'emissione ed il collocamento di titoli obbligazionari. Le obbligazioni emesse sono divise in classi a seconda del rating (AAA, AA, BBB, BB, eccetera) con un merito creditizio che è minore quanto più è alto il livello di subordinazione nella restituzione del debito obbligazionario. Gli investitori, sottoscrivendo i titoli, accettano una clausola di *limited recourse*, che vincola il pagamento delle cedole al rimborso del credito dal quale i titoli dipendono. Si tratta di un'operazione rischiosa, per la quale società di rating specializzate valutano la qualità dei titoli obbligazionari (e dunque del credito sottostante) facilitando la valutazione degli operatori interessati.

La crisi dei *subprimes* ha permesso la creazione di numerose cartolarizzazioni. La difficoltà delle società-veicolo costituisce il principale canale di diffusione della crisi dei *subprimes* nelle collettività. La diffidenza dei mercati si è diffusa all'insieme delle obbligazioni garantite da queste società, ivi comprese le obbligazioni emesse dalle collettività.

In effetti, le collettività locali americane si finanziano attraverso obbligazioni di lungo termine (generalmente di 30 anni) con un tasso variabile (ARB – *Auction Rate Bonds*). Si tratta di obbligazioni di lungo termine il cui tasso di interesse è regolarmente ridefinito periodicamente (di solito ogni 7, 14, 28 o 35 giorni). Chi fosse interessato indica la quantità desiderata e il prezzo (in termini di remunerazione richiesta). I titoli sono attribuiti agli acquirenti in funzione del tasso di interesse previsto in quel momento. Il tasso di interesse tiene in equilibrio domanda e offerta (*clearing rate*) e rappresenta un punto di riferimento costante ai detentori dei titoli. Questo aspetto permette poi agli investitori di disporre di titoli sicuri, molto liquidi e spesso defiscalizzati. La forte domanda dei mercati per questo genere di titoli non garantisce però un elevato tasso di rendita per le collettività territoriali.

Tra metà febbraio e metà marzo 2008, 80 miliardi di dollari in obbligazioni non hanno trovato un acquirente. L'origine della diffidenza e della fiducia degli investitori nei confronti dei titoli emessi dagli enti pubblici locali non si riferisce tanto all'aumento dei tassi di riferimento, quanto in una perdita di fiducia nell'efficienza e nella qualità delle società-veicolo utilizzate dalle collettività territoriali, le cui società hanno garantito qualcosa come 2'500 miliardi di dollari in obbligazioni.

In effetti, se la qualità di queste società si degrada, i detentori dei titoli vedono diminuire la loro probabilità di rimborso e devono quindi considerare delle possibili perdite. Se i titoli sono stati acquistati per conto delle banche (cosa che capita spesso) le coperture andranno a oberare la loro capacità ad accrescere nuovi crediti, cosa che porterà poi a crisi di liquidità. La sfiducia dei mercati verso i prodotti derivati e le perdite già registrate dalle banche nel mercato dei titoli legati ai *subprimes* (all'incirca 160 miliardi di dollari alla fine di marzo 2008) ha condotto quest'ultime ad abbandonare il loro ruolo di *market-makers* e quindi permesso ad un'ondata di società-veicolo di entrare in gioco. Solo nella giornata del 22 febbraio scorso, 258 società su 386 non hanno permesso ai detentori di ARB di vendere i propri titoli. Il tasso di sfiducia si è attestato intorno al 60% tra febbraio e marzo 2008. Le collettività sono in alcuni casi obbligate a pagare gli interessi passivi contrattualmente stabiliti, cosa che provoca un rincaro molto sensibile del costo del loro finanziamento. A questo proposito è possibile citare l'esempio della società pubblica che gestisce le infrastrutture aeroportuali di New York e del New Jersey, la quale ha visto il costo di 100 milioni di dollari del debito obbligazionario passare da un tasso di interesse del 4.3% al 20% nei primi quindici giorni di febbraio 2008, per poi stabilizzarsi intorno all'8%. Il tasso di interesse medio dell'ARB è passato dal 3.63% del 16 febbraio al 6.56% del 19 marzo ed infine al 6.72% il 26 marzo, prima di iniziare una leggera discesa.

Se la crescita del debito pubblico mette le collettività americane in una situazione finanziaria critica, l'aumento del tasso direttore non soddisfa gli interessi dei detentori dei titoli. Infatti, se i detentori non possono cedere i propri titoli, allora rischiano a loro volta di avere dei problemi di liquidità, aspetto che nel contesto attuale non sarebbe compensato da un aumento dei tassi. Le conseguenze della crisi dei *subprimes* per le collettività e le organizzazioni pubbliche americane non si limiterebbe solamente all'aumento del costo dei finanziamenti. Alcune di esse hanno investito le proprie disponibilità liquide in titoli emessi dallo *Structured Investment Vehicles* (SIV), basato su obbligazioni municipali e crediti ipotecari.

Per trovare una rapida risposta alla crisi, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha accettato che le collettività locali possano fare un'offerta di acquisto sui propri titoli. Questa situazione permette di risolvere in parte il problema di liquidità nel mercato ARB e di ridurre il costo dell'indebitamento. Con la direttiva del 14 marzo 2008, la SEC ha autorizzato le collettività pubbliche a intervenire, a titolo transitorio, in questa misura nel mercato. Questa possibilità di riacquistare il debito pubblico emesso con un tasso variabile permette alle collettività di rifinanziare il loro debito e di sostituire l'ARB del debito con un tasso fisso a lungo termine (il quale è particolarmente attrattivo dal punto di vista della politica monetaria della FED). Come esempio è possibile citare la società che gestisce l'aeroporto di Dallas Fort Worth (DFWA), la quale ha intrapreso questa soluzione a fine marzo 2008. Essa ha convertito 337 milioni di dollari d'ARB in obbligazioni a tasso fisso al 6.25%.

### **Quali insegnamenti per le collettività francesi?**

Se le ripercussioni della crisi dei *subprimes* sulle finanze delle collettività territoriali americane non sono ancora suscettibili di mettere in causa la loro solvibilità, non di meno la riduzione delle risorse fiscali e il rincaro del costo del debito pubblico riducono i margini di manovra dei budget pubblici. La crisi dei *subprimes* potrebbe allora tradursi in riduzioni nelle spese degli enti locali o in un aumento della pressione fiscale.

In effetti, se la situazione finanziaria degli Stati, delle Contee e delle municipalità americane<sup>2</sup> è meno preoccupante di quella dello Stato federale, quest'ultimi sono però confrontate con un forte tasso di crescita delle spese. Il timore del *Government Accountability Office* (GAO), la Corte dei conti americana, è che questa tendenza si traduca attraverso una forte crescita del livello di indebitamento (US GAO, *State and Local Governments: Growing Fiscal Challenger will Emerge during the 10 Next Years*, Report to Congressional Committees, GAO-08-317, Gennaio 2008, p. 70). Se gli impegni finanziari delle collettività territoriali americane evitano per il momento uno stato di "stress budgetario", il GAO considera invece la situazione del budget federale *imprudent and unsustainable*.

Le principali voci di entrata delle collettività americane sono rappresentate dalla fiscalità, dall'emissione di sottoscrizioni pubbliche del debito comunale e da sovvenzioni del budget da parte dello Stato federale. Quest'ultime hanno raggiunto un importo pari a 1'900 miliardi di dollari nel 2006 e rappresentano il 22% del totale delle risorse delle collettività territoriali americane. Le maggiori voci di spesa sono invece rappresentate innanzitutto da 400 miliardi di dollari specificatamente destinati al programma *Medicaid*, poi dall'educazione, dai trasporti e dalla sicurezza. Se l'indebitamento pubblico degli enti locali americani è per ora moderato, il GAO prevede un repentino peggioramento dei loro budget nei prossimi anni.

Numerosi punti in comune possono quindi essere messi in relazione con le collettività francesi. Innanzitutto per quanto concerne la capacità delle collettività ad utilizzare la propria autonomia fiscale per accrescere le proprie risorse. L'atto II della decentralizzazione del 2004 ha contribuito a ridurre ancora l'autonomia fiscale e ad accrescere la parte dei trasferimenti dallo Stato centrale verso gli enti locali. Nella stessa misura, le competenze trasferite agli enti locali si traduce in flussi di spesa futuri dinamici ed estremamente rigidi.

La situazione finanziaria delle collettività territoriali francesi sarà quanto più difficile in funzione della propagazione della crisi americana. Da una parte le turbolenze sul mercato immobiliare possono causare una minor entrata delle

---

<sup>2</sup> Se da un lato sono i Comuni ad utilizzare maggiormente le obbligazioni a tasso variabile (conosciute anche con il nome di obbligazioni municipali), dall'altro lato gli *auction-rate bonds* sono usati dalle altre collettività locali ed organizzazioni pubbliche quali aeroporti, ospedali o istituzioni scolastiche ed universitarie.

risorse fiscali, dall'altra parte eventuali difficoltà economiche delle banche potrebbero indurre una diminuzione nella concessione di nuovi crediti. Infine, le incognite finanziarie potrebbero anche colpire le condizioni di ricorso ai contratti di partenariato pubblico-privato, classicamente per le operazioni che prevedono elevati investimenti di capitale, le quali prevedono un finanziamento obbligatorio il cui costo è tradizionalmente contenuto attraverso il ricorso a società assicurative di tipo *monoline* (Christophe J., Marty F. e Voisin A., Il finanziamento dei contratti di partenariato pubblico-privato, Contratti Pubblici – L'attualità della procedura dei contratti pubblici, aprile 2008, pp. 28-35).

Appare quindi evidente che sull'esempio dei loro omologhi americani, le collettività francesi sono chiamate a gestire uno stress budgetario sempre più crescente. Il peso delle spese potrebbe conoscere un aumento significativo, soprattutto dal lato delle uscite correnti e da quello degli investimenti. In effetti, numerose competenze sono state trasferite alle collettività. Quest'ultime devono far fronte a spese sempre più importanti, poco comprensibili e maggiormente dinamiche, come ad esempio quelle in ambito sociale, sanitario ed educativo. Le spese per il personale sono cresciute dell'8.1% (51.5 miliardi di euro in totale). Le spese di gestione delle collettività sono aumentate del 5.1% nel 2007 (139.5 miliardi di euro). Questo dinamismo contrasta con l'evoluzione delle entrate correnti, le quali subiscono un rallentamento della crescita. Dopo una crescita del 5.8% nel 2006 e del 5.2% nel 2007, il tasso di crescita dovrebbe limitarsi al 4% nel 2008 (Dexia, Finanze locali in Francia – Grandi tendenze 2007-2008, Note di congiuntura, febbraio 2008, p. 20). Le entrate fiscali appaiono quelle meno dinamiche, con un aumento contenuto del 3.8% previsto per il 2008. In effetti, il *quatre vieilles* (con questo termine si indica il raggruppamento del tasso d'abitazione, del tasso fondiario sulla proprietà immobiliare e non immobiliare e del tasso d'occupazione) non rappresenta che il 59% dei flussi delle risorse delle collettività. Inoltre, esse sono in parte collegate all'evoluzione del mercato immobiliare, in quanto le imposte indirette sulla vendita dei patrimoni immobiliari (che erano aumentate del 13% nel 2006) sono cresciute solamente del 6% nel 2007. Il resto delle risorse proviene per il 16% da altre entrate correnti e il 25% da trasferimenti dallo Stato centrale, il cui peso è aumentato dal 2004 e il cui volume risponde a regole d'indicizzazione relativamente poco dinamico.

Parallelamente, le spese di investimento delle collettività territoriali rappresentano ormai il 73% dell'investimento pubblico (Guéné C., Avviso della Commissione delle Finanze, del Controllo Budgetario e dei Conti economici della Nazione sul progetto di legge relativo ai contratti di partenariato, Senato, rapporto no. 243, marzo 2008, p. 77). Queste spese, che sono anche sensibili ai cicli elettorali, hanno registrato una crescita significativa in questi ultimi anni e dovrebbero crescere ancora dell'1.5% nel 2008 dopo essere aumentate del 6.7% nel 2007 ed aver conosciuto un aumento medio dell'8.3% tra il 2003 e il 2006. Questa situazione porta ad una diminuzione del risparmio lordo (-0.5% nel 2007 a 36.5 miliardi di euro) che genera a sua volta un aumento dell'indebitamento delle collettività francesi (aumento del 25% in 6 anni) e degli interessi passivi (5.5 miliardi di euro, ossia il 3.8% delle uscite correnti).

Un'eventuale difficoltà nella reperibilità delle fonti di finanziamento da parte delle collettività francesi potrebbe generare una mancanza di investimenti nei servizi pubblici fondamentali quali l'istruzione, la sanità e i servizi sociali. Una diffusione della crisi finanziaria in Francia potrebbe rimettere in causa il finanziamento diretto del debito pubblico (aumento dei tassi ed eventuale *credit crunch*) ed anche le relazioni contrattuali dei partenariati pubblici-privati. Infatti, le collettività locali sono quelle maggiormente coinvolte nell'utilizzo di questa forma gestionale, introdotta in Francia dall'ordinanza no. 2004-559 del 17 giugno 2004 e facente oggetto di un nuovo testo legislativo presentato ai Comuni nella primavera 2008. A questo proposito le prime informazioni indicano che su 27 contratti firmati nel febbraio 2008 in Francia, ben 20 riguardavano le collettività locali.

Il ricorso alla finanza privata provoca un costo addizionale al debito emesso dallo Stato o dalla banca centrale. Classicamente il costo addizionale verso il debito emesso dallo Stato è valutato a 150 punti base, anche se è possibile portarlo a 70 punti base ma solamente ricorrendo a dei finanziamenti strutturati, che tuttavia in questi mesi sono al centro della crisi finanziaria mondiale. Per essere pienamente efficaci, i nuovi finanziamenti messi in atto dal settore pubblico devono presentare un forte effetto di debito, ossia un elevato grado di indebitamento (Marty F. e Voisin A., Partenariato pubblico-privato e rischi finanziari, in Huron D. e Spindler J., (s.d.), Il management pubblico in movimento, L'Harmattan, Parigi, gennaio 2008, pp. 239-253). In altri termini, una crescita del finanziamento delle collettività territoriali legato all'aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, può mettere in gioco l'opportunità o meno dei contratti tra pubblico e privato. Per i progetti di taglia modesta che sono attualmente messi in opera dalle collettività francesi il finanziamento avviene principalmente attraverso prestiti bancari. I progetti degli enti locali potrebbero allora essere affetti da un inasprimento delle condizioni bancarie. Per i progetti di più grandi dimensioni, i finanziamenti sono spesso di natura obbligazionaria. I negozianti del settore pubblico creano società ad hoc (*Special Purpose Entity* – SPE) che si finanziano attraverso l'emissione di titoli sul mercato. Le SPE ricorrono, per facilitare la collocazione dei titoli e per ridurre il premio di rischio voluto dagli investitori, a dei rialzi di credito per garantire il pagamento delle quote-parte e quindi ridurre il costo finanziario dell'operazione. Come nell'esempio degli *Auction Rate Bonds* delle collettività territoriali, i contratti di partenariato di grande ampiezza finanziati con prestiti obbligazionari potrebbero costituire un'altra vittima collaterale della crisi dei *subprimes* dovuta all'intermediazione delle società assicuratrici *monoline*.

Se un eventuale estensione della crisi raggiungesse le collettività francesi attraverso una riduzione delle risorse fiscali legate al mercato immobiliare e all'innalzamento del costo dei nuovi debiti, allora la crisi stessa potrebbe mettere in discussione i contratti di partenariato.