

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

D. DELLI GATTI - G. VERGA - R. HAMAUI

**“LA CONGIUNTURA MONETARIA
INTERNAZIONALE E I CONDIZIONAMENTI
DELLA CRISI DEI MUTUI AMERICANI”**

Interventi tenuti nell’ambito del seminario su:
***“Fiducia, innovazione, regole e comportamenti
nell’industria bancaria”***
Castello dell’Oscano - Perugia, giovedì 6 marzo 2008

QUADERNO N. 240

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

D. DELLI GATTI - G. VERGA - R. HAMAUI

“LA CONGIUNTURA MONETARIA INTERNAZIONALE E I CONDIZIONAMENTI DELLA CRISI DEI MUTUI AMERICANI”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
***“Fiducia, innovazione, regole e comportamenti
nell'industria bancaria”***

Castello dell'Oscano - Perugia, giovedì 6 marzo 2008

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Prof. Domenico DELLI GATTI,

Ordinario di Economia Politica dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

Nel numero di Osservatorio Monetario che avete sotto gli occhi abbiamo tentato di avanzare un'interpretazione della crisi dei mutui *subprime* con riferimento in particolare all'*origine* nell'estate del 2007 e agli *sviluppi* nella seconda parte del 2007 e in apertura del 2008. La crisi è tuttora in corso e i suoi sviluppi futuri sono in larga misura “in nuce” nella sua generazione.

Prendiamo le mosse dall'epicentro della crisi ossia il mercato dei mutui *subprime* negli USA. Negli USA si erano già manifestate dalla primavera del 2007 difficoltà di finanziarie specializzate in mutui per effetto dell'aumento delle insolvenze sui mutui *subprime*. Questo fenomeno si manifesta, non casualmente, in corrispondenza del crollo del prezzo degli immobili. Il crollo dei prezzi è stato interpretato come l'effetto dello scoppio di una bolla dovuto all'aumento graduale dei tassi di interesse deciso dalla Fed a partire dal 2004.

La sequenza all'origine delle difficoltà degli intermediari specializzati in mutui può essere visualizzata come segue:

- i mutuatari non rimborsano i prestiti,
- gli intermediari acquisiscono gli immobili ma
- il valore degli immobili risulta inferiore al debito da rimborsare a causa del crollo del prezzo delle case,
- gli intermediari registrano perdite.

La crisi si trasmette ai mercati finanziari internazionali attraverso la *cartolarizzazione del credito*. Le banche “originano” il credito erogando mutui alle famiglie ma non lo tengono in bilancio. Esse cedono il credito agli Special Purpose Vehicle (SPV) che impacchettano i mutui in titoli “garantiti” (*mortgage backed securities*) e li rivendono agli investitori

istituzionali, prevalentemente *hedge funds*. Questi titoli sono spesso caratterizzati dalla doppia o tripla A delle agenzie di rating. Si tratta di titoli generalmente considerati “sicuri” anche se non sempre liquidi.

In questo modo le banche *trasferiscono il rischio di credito* su una platea ampia di investitori: l’innovazione finanziaria consente alle banche il *risk sharing* e consente a una frangia di individui prima esclusi di accedere al mercato del credito. Ma

- la cartolarizzazione elimina l’incentivo delle banche al *monitoring* e riduce l’incentivo allo *screening* dei debitori;
- talvolta il rischio di credito, cacciato dalla porta, è rientrato dalla finestra per le banche o istituzioni ad esse riconducibili;
- inoltre il rischio è stato non solo condiviso ma anche reso meno visibile agli investitori.

C’è un evidente deficit di informazione e trasparenza in molti degli strumenti utilizzati come veicolo della cartolarizzazione.

Le banche possono utilizzare i fondi ottenuti dalla vendita dei titoli collateralizzati per effettuare nuovi prestiti. Pertanto il credito complessivo a disposizione dell’economia aumenta (anche) per effetto della cartolarizzazione dei titoli. In un certo senso, dati gli incentivi a cui sono esposti gli attori in gioco, siamo in presenza di *overindebtedness ma senza screening e monitoring*.

Il crollo di Borsa dell’agosto del 2007 si spiega con l’improvvisa “presa di coscienza” da parte degli operatori del rischio implicito nei titoli in circolazione. La sequenza all’origine del crollo di Borsa dell’agosto 2007 può essere riassunta come segue:

- l’insolvenza sui mutui *subprime* genera perdite sui titoli cartolarizzati,

- subiscono quindi perdite in conto capitale gli investitori istituzionali che hanno investito in tali titoli, a cominciare dai fondi di investimento,
- ne deriva un'ondata di richieste di riscatto,
- i fondi, a corto di liquidità, cercano di vendere i titoli in portafoglio ma non trovano compratori
- si ha quindi *distress* o *panic selling* anche di titoli non *mortgage based*,
- ne discende il crollo dei prezzi delle azioni e la crisi di Borsa
- i fondi sospendono i riscatti (come nel caso dei fondi riconducibili a BNP-Paribas in agosto) creando panico tra gli investitori,
- *flight to quality* dai fondi di investimento ai titoli di Stato - il cui rendimento tende a flettere - e sui beni rifugio, il cui prezzo sale.

La conseguenza più evidente e pericolosa della crisi è l'evaporazione della liquidità e la conseguente stretta creditizia. "Evapora la liquidità" secondo due accezioni:

- viene meno la *market liquidity*. I titoli - soprattutto ma non solo di finanza strutturata - diventano *illiquidi* nel senso che non sono facilmente vendibili per assenza di compratori;
- viene meno la *funding liquidity* sul mercato interbancario: non si trova più liquidità perchè le banche non sono più disposte a farsi prestiti tra loro.

Viene meno la liquidità anche sul mercato della carta commerciale. I fondi non riescono a finanziarsi a breve per mancanza di prestatori.

Le banche diventano caute o restrittive nel concedere credito, non solo ad altre banche (sull'interbancario) ma anche ai prestatori non finanziari, famiglie e imprese (sul mercato dei prestiti): stretta creditizia (*credit crunch*). In alcuni casi i depositanti corrono a ritirare i depositi: si verifica cioè un

fenomeno di panico bancario (*bank run*). Il caso Northern Rock è emblematico.

Ricapitolando: abbiamo assistito alla fase acuta di un fenomeno di *crescente fragilità finanziaria* di importanti operatori dei mercati finanziari. In questa fase gli agenti assumono *posizioni finanziarie* sempre più rischiose. Più a lungo dura l'espansione, più numerose e consistenti sono le posizioni rischiose. L'indebitamento può divenire, almeno per alcuni operatori, insostenibile, soprattutto se cambia il segno della politica monetaria - ossia i tassi di interesse cominciano a salire.

Se ci si indebita per acquisire un'attività e il flusso di cassa generato dall'attività non permette di servire il debito, l'attività verrà liquidata "*under distress*" provocando una caduta del valore di mercato della stessa. Quando tale processo inizia a diffondersi, la domanda di liquidità aumenta e le vendite si fanno frenetiche... e arriva il *Minsky moment*.

Le conseguenze della crisi potrebbero essere *sistemiche*. Secondo alcuni la crisi è di tipo *estensivo-benigno*. La coppia concettuale opposta caratterizza la crisi come *intensiva-maligna*. Possiamo ragionevolmente escludere che la crisi sia di tipo *estensivo-maligno*? In altri termini abbiamo già raggiunto e superato il *Minsky moment*... o dobbiamo ancora sperimentarlo?

Le banche centrali statunitense ed europea - nonché la banca centrale canadese e quella giapponese - sono intervenute massicciamente nei giorni della crisi come *lender of last resort* fornendo alle banche tutta la liquidità di cui avevano bisogno e che non riuscivano ad ottenere sul mercato interbancario. Ciò ha consentito di mantenere sotto controllo il tasso sul mercato interbancario, che fa da *benchmark* per i tassi di mercato monetario, i quali altrimenti sarebbero schizzati verso l'alto con effetti a catena su tutta la struttura per scadenze dei tassi di interesse.

La Fed ha tagliato in agosto di mezzo punto percentuale il tasso di sconto - ossia il tasso sui prestiti diretti alle banche commerciali - e in settembre, sempre di mezzo punto, il tasso sui *Fed funds*, invertendo il segno della politica monetaria seguita finora, che è restrittiva dal giugno 2004.

La politica espansiva è continuata e si è accentuata con gli interventi di taglio ripetuto dei tassi nei primi mesi del 2008. La BCE ha rinunciato ad accrescere il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento del sistema bancario, disattendendo l'annuncio già fornito prima della crisi di agosto.

Complessivamente, quindi, le banche centrali stanno contrastando l'improvvisa carenza di liquidità manifestatasi per effetto della crisi con massicce iniezioni di fondi sull'interbancario.

Il rischio di tali operazioni è ben noto: di fatto le banche centrali finiscono per fornire una garanzia implicita di salvataggio ad operatori che volessero intraprendere attività rischiose in futuro (*moral hazard*). Si porrebbero così le basi della prossima crisi finanziaria. Ma non c'è molto di diverso che si possa fare da questo punto di vista. La distinzione tra istituzioni in crisi di liquidità e istituzioni tecnicamente insolventi che dovrebbe guidare un'allocazione selettiva del prestito di ultima istanza diventa sottilissima e di fatto inapplicabile nel bel mezzo di una crisi. Il caso Northern Rock ne è un esempio lampante.

La recessione USA è quindi praticamente inevitabile. Finora si era verificata una compensazione tra l'effetto ricchezza negativo dovuto al crollo dei prezzi degli immobili e l'effetto ricchezza positivo dovuto all'andamento del mercato azionario. Ma di recente c'è stato un andamento parallelo dei prezzi azionari e dei prezzi degli immobili per cui tale compensazione si è interrotta.

Se i consumi iniziano a cedere, l'effetto sulla congiuntu-

ra americana si farà pesante. Gli investimenti industriali potranno soffrire della stretta creditizia ma le imprese possono ancora contare su un flusso di profitti rilevanti per finanziare gli investimenti con fondi interni. Il tasso di disoccupazione è ancora storicamente basso ma destinato ad aumentare anche per effetto dei licenziamenti nel settore edilizio e degli intermediari specializzati in mutui.

Quali saranno le prossime puntate? In primo luogo si tratta di stabilire fino a che punto i riflessi della crisi si faranno sentire sui diversi segmenti del sistema bancario. Siamo in presenza di una crisi bancaria in piena regola o i casi Northern Rock e Bear Sterns rimarranno isolati? In secondo luogo, si parlerà a lungo di nuova regolamentazione del sistema finanziario. Ma la riflessione su questo punto è appena incominciata e la sceneggiatura è tutta da scrivere...

Prof. Giovanni VERGA,

Ordinario di Economia Politica nell'Università degli Studi di Parma

A partire dall'agosto 2007 la grave crisi finanziaria americana, originata dai problemi legati ai mutui *subprime*, ha colpito tutte le economie, e soprattutto quelle avanzate, con riflessi particolarmente negativi nei mercati monetari della zona-Euro.

In questo mio intervento mi occuperò della reazione della Banca Centrale Americana, per poi passare a quanto accaduto nella zona-Euro. Le cause della crisi e il loro impatto negativo su alcuni importanti banche e fondi d'investimento sono invece già state analizzate dai relatori che mi hanno preceduto. Mi concentrerò quindi soprattutto sui principali aspetti monetari del fenomeno¹.

La prima osservazione da fare è che anche la stessa Fed è sembrata colta di sorpresa dalla dimensione della crisi. Ancora nel suo comunicato emesso dopo il FOMC del 28 giugno 2007, la Banca Centrale Americana continuava a indicare l'inflazione come il problema principale per gli USA. I timori per l'andamento del mercato immobiliare erano quasi messi in secondo piano e riguardavano soprattutto il suo impatto negativo sulla crescita economica. Il suo possibile ruolo di causa scatenante di una crisi finanziaria della portata di quella che si è verificata non era invece preso in considerazione.

Anche il parere degli economisti andava soprattutto in questa direzione².

¹ Per un'analisi più approfondita si può far riferimento al numero 1/2008 di "Osservatorio Monetario".

² Si vedano per esempio: Y.Demyank e O. Van Hemerer (2008), *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, February 29 e R.J.Shiller, *Testimony* (2007), September 19; il compianto Edward Gramlich, già membro del Board della Fed, morto all'inizio dello scorso settembre e autore del volume "Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust" pubblicato proprio a giugno di quest'anno, aveva invece più volte stigmatizzato il pericolo dell'indebolimento degli standard adottati dal sistema bancario.

E questo è vero anche se alcuni di loro avevano già sottolineato il pericolo dell'eccessivo rilassamento negli standard bancari e che le insolvenze e le escussioni stavano aumentando, mentre altri si dichiaravano preoccupati dal confronto fra quello che stava accadendo e altri precedenti simili episodi. In ogni caso quasi tutti sottolineavano il ruolo positivo delle innovazioni finanziarie legate alla cartolarizzazione dei mutui *subprime* che, comunque, avevano consentito a molti americani, anche relativamente poveri, di diventare proprietari della loro abitazione.

Ex-post, però, sembra strano - e su questo occorrerebbe un'analisi approfondita - che alla Fed non fossero arrivati sensori delle difficoltà in cui si trovavano numerosi intermediari che in precedenza si erano indebitati per investire nelle cartolarizzazioni e, di conseguenza, anche delle difficoltà in cui stavano per cadere chi aveva loro erogato credito (in particolare alcune grosse banche). Valga per tutti il parere espresso il 14 gennaio scorso al *Sunday Telegraph* dalla novantaduenne Anna Schwartz, già collaboratrice di Milton Friedman e tuttora occupata al National Bureau of Economic Research di New York: "Non ci sarebbe mai stata una crisi dei mutui *subprime* se la Fed fosse rimasta in allerta. Questo è qualcosa di cui Alan Greenspan dovrebbe rispondere."³

Quando la crisi è esplosa il 9 agosto 2007, con un fortissimo problema di carenza di liquidità e con un fortissimo rialzo del Libor che saliva ben al di sopra del corrispondente OIS⁴ (Fig. 1), la Fed si è però resa conto della gravità del fenomeno e ha subito assunto un atteggiamento da situazione di emergenza,⁵ come si evince facilmente dal suo comportamento e

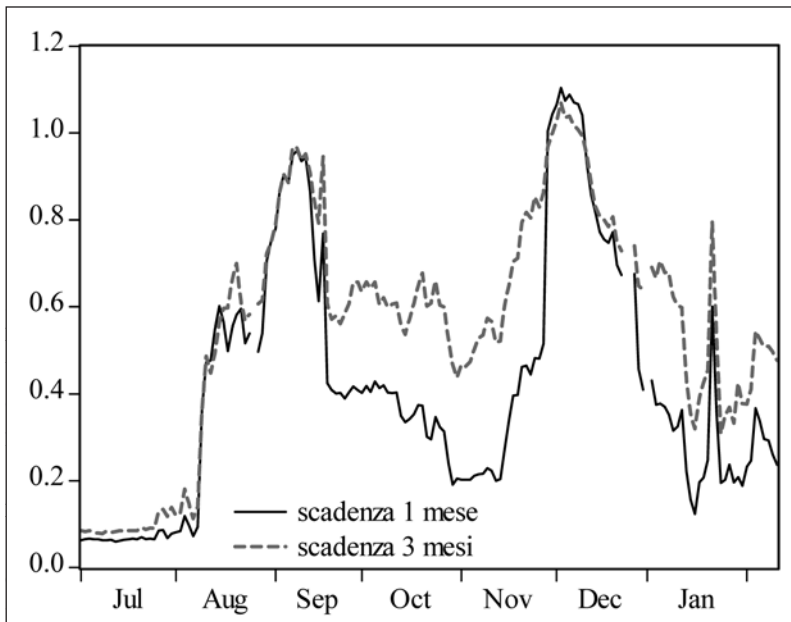
³ Si veda: <http://www.telegraph.co.uk/money/main.jhtml?xml=/money/2008/01/13/ccschwartz113.xml>

⁴ Il differenziale tra il libor e l'OIS (overnight interest seaps) costituisce una misura sintetica dei problemi di rischio d'insolvenza e di liquidità del mercato monetario non garantito da collateralizzati.

⁵ La teoria economica standard è troppo astratta per spiegare il comportamento della Fed durante questa crisi finanziaria.

dalle spiegazioni avanzate pubblicamente da alcuni membri del FOMC (in particolare Mishkin, Bernanke⁶ e Geithner): dall'analisi delle parole e delle azioni emerge infatti come in questo periodo il comportamento della Banca Centrale Americana si sia differenziato nettamente dalla sua prassi "normale" degli ultimi anni (si veda l'Appendice riportata a pag. 25)

Fig. 1: Il differenziale Libor-OIS a 1 e 3 mesi



La Fed si dichiarava inoltre perfettamente conscia che una delle cause dell'espandersi dell'attuale crisi a tutto il settore finanziario-creditizio era riconducibile al fatto che le informazioni sulla situazione economico-patrimoniale dei debitori-emittenti e degli intermediari finanziari fossero diventate

⁶ Si rimanda al Cap. 1 dell'Osservatorio Monetario 1/2008 per una sintetica descrizione della posizione di Bernanke sull'atteggiamento che la Fed dovrebbe tenere in occasione di una crisi finanziaria.

quanto mai incerte, anche per il manifesto insuccesso dell'incapacità segnaletica dei *rating*. Ne derivava una fortissima asimmetria informativa fra debitori-emittenti e possessori delle attività. Questi ultimi vedevano così ridotta la loro capacità di discriminare tra istituzioni e debitori "rischiosi" e istituzioni e debitori "sani", con la conseguenza che l'aumentato rischio da essi percepito coinvolgeva anche i soggetti, i settori e le emissioni non direttamente coinvolti della crisi.

La Banca Centrale Americana ha così ritenuto che la sua tradizionale condotta, fatta soprattutto di interventi sui tassi ufficiali gradualmente e reiterati ad alcuni mesi di distanza, sarebbe stata insufficiente.

In periodi di crisi finanziaria, secondo la Fed, tutte le azioni vanno direttamente rivolte ad affrontare "quello" specifico problema: la politica deve quindi contemplare una forte espansione monetaria, con un orizzonte di brevissimo-breve periodo. Occorre inoltre che la politica monetaria, oltre che *rapida*, sia anche *incisiva* ed *elastica*. Con quest'ultimo termine si intende che la Banca deve essere sempre pronta ad adeguare il suo atteggiamento al mutare delle condizioni del mercato e utilizzare anche strumenti *ad hoc*, inclusi quelli che in condizioni normali sarebbero sconsigliabili per le loro possibili conseguenze negative.⁷ L'idea è infatti che la crisi finanziaria va affrontata senza ritardi prima che sfoci in un vero e proprio collasso del sistema. Passato il pericolo e ritornati i mercati finanziari e creditizi alla normalità, si potranno poi introdurre opportune contromisure per eliminare gli effetti negativi degli interventi della Banca.

⁷ Per esempio, la Fed ha ampliato la tipologia delle attività ammesse come collaterali per ottenere i finanziamenti, includendo anche i titoli legati ai mutui *subprime*, e quindi favorendo coloro che si era più esposti alla speculazione, col rischio quindi di generare nel futuro fenomeni di azzardo morale. La forte politica potrebbe inoltre far crescere l'inflazione, ma in situazione di emergenza tutto è permesso: prima va combattuta la crisi, poi, nel caso, si penserà all'inflazione.

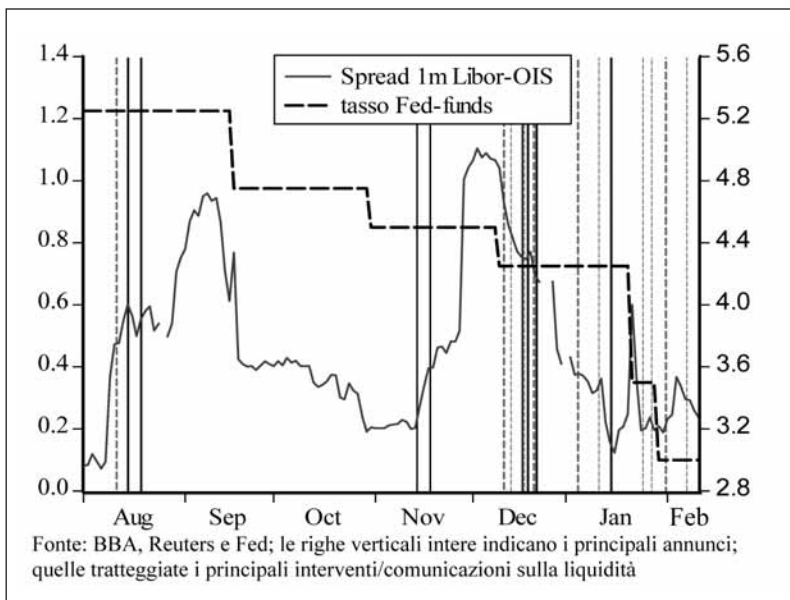
Buona parte degli sforzi della Fed sono stati così diretti a tamponare le situazioni di emergenza di liquidità, cercando di incidere, in tempi brevi e nella direzione desiderata, sulle aspettative degli operatori. Uno degli scopi della Banca era infatti convincere il mercato, sia con le parole che con i fatti, di essere assolutamente determinata a contrastare la crisi: in mancanza di una significativa “iniezione di fiducia”, la sensazione di rischio si sarebbe aggravata e avrebbe potuto determinare una fuga dei risparmiatori dai mercati e dagli intermediari finanziari. In questo senso, secondo la Banca Centrale Americana, un ruolo fondamentale è proprio svolto dalle sue stesse comunicazioni ufficiali. Con esse la Fed, oltre a riaffermare continuamente la sua volontà di normalizzare i mercati, ha cercato di divulgare in anticipo le sue mosse con lo scopo di influire sulle aspettative degli operatori. Essa si è inoltre premurata di giustificare ex-post i suoi interventi, valutandone i risultati e dando informazioni sull’evolversi della situazione.

In questo particolare periodo, inoltre, la Banca Centrale ha seguito con la massima attenzione l’evolversi delle variabili che meglio le consentivano di monitorare l’evolversi della crisi finanziaria e poter così decidere il momento e l’intensità dei suoi interventi. Tra queste, in particolare, i differenziali dei tassi d’interesse fra le attività soggette e non soggette ai rischi di insolvenza, i prezzi delle attività legate ai mutui *subprime*, i flussi intermediati nel mercato monetario e i tassi *overnight*, l’andamento del mercato azionario, gli *spread* dei derivati sul credito, le condizioni dei prestiti bancari, le difficoltà incontrate da particolari intermediari creditizi, specialmente banche, etc.

I forti interventi di politica monetaria, già attivati a partire dal 9 agosto, sono così aumentati di numero e intensità a partire dall’11 dicembre (Fig. 2), quando la crisi finanziaria si è riacutizzata. A dicembre, infatti, il differenziale tra LIBOR e OIS è rapidamente risalito, mentre la borsa si è mossa al ribasso e gli altri indicatori di rischio - *in primis* gli *spread* sui derivati del credito - peggioravano, e a questo si aggiungeva che

nuove prospettive di crescita economica per il 2008 erano diventate particolarmente negative.

Fig. 2: Spread Libor-OIS, tasso Fed-funds e interventi della Fed



Agendo in base ai principi prima descritti, la Fed si è allora fortemente attivata per contrastare la crisi utilizzando tutta una serie di strumenti, di cui i principali sono stati i seguenti:

- Immissioni di liquidità mediante:
 - ampliamento delle attività ammesse come *collaterals* nelle operazioni di sconto;
 - introduzione (il 12 dicembre) delle TAF (Term Auction Facility)⁸
 - cooperazione con altre banche centrali per fornire

⁸ L'ammontare offerto dalla Banca Centrale nelle TAF è prefissato ed è comunicato in anticipo così che tutti siano a conoscenza della liquidità che la Fed vuole immettere nel sistema. La loro scadenza è dell'ordine di un mese e il loro tasso minimo,

liquidità al sistema (il 12 dicembre)

- Riduzione dei tassi ufficiali:
 - riduzione di 50 punti base del differenziale tra tasso di sconto e tasso dei federal funds;
 - riduzione tra agosto 2007 e gennaio 2008 di 225 punti base (dal 5,25% al 3%) del tasso *target* sui federal funds.
- Particolare contenuto delle comunicazioni ufficiali:
 - enfasi sulla situazione di crisi e impegno da parte della Fed di contrastarla
 - attento monitoraggio dell'andamento del rischio e delle condizioni dei mercati finanziari e creditizi (per monitorare anche il pericolo di un *credit crunch*);
 - maggiore diffusione dei dati sullo sviluppo dell'economia e le relative previsioni
 - particolare pubblicità alle decisioni sulle future immissioni di liquidità
- Interventi a favore dei mutuatari⁹:
 - richiesta alle banche di rinegoziare i mutui anziché

fissato con asta competitiva, corrisponde all'OIS con scadenza uguale a quella del credito offerto in asta. A queste opportunità possono accedere le *depository institutions* giudicate in buona situazione finanziaria dalle rispettive *Reserve Banks* distrettuali. Gli importi ottenuti vanno interamente coperti dagli stessi *collateral* accettati per le operazioni di sconto: si tratta quindi di uno spettro di attività molto più ampio di quello richiesto per accedere al mercato dei Fed Funds col risultato che le TAF possono promuovere un'efficiente diffusione della liquidità in periodi di stress del mercato interbancario privo di requisiti di garanzia. Rispetto al ricorso alle *discount windows* le TAF presentano due vantaggi: (a) la Fed conosce in anticipo l'ammontare delle operazioni, con vantaggio per la sua capacità di controllo della liquidità; (b) gli intermediari non hanno nei confronti di queste operazioni quelle remore che, per motivi di reputazione, avevano invece nel ricorrere allo sconto.

⁹ Si vedano anche i siti della Fed: "Foreclosure Resources for Consumers" - If you are having difficulty making your mortgage payment, one of the most important things you can do is seek assistance. The following resources provide information and links to agencies and organizations that may be able to help you (<http://www.federalreserve.gov/pubs/foreclosure/default.htm>). "Federal Reserve Consumer Help" - If you have a problem with a bank or other financial institution, contact the Federal Reserve for help (<http://www.federalreserveconsumerhelp.gov/?District=13>)".

- procedere alle escussioni degli immobili;
 - collaborazione con banche e associazioni nazionali (American Securitization Forum (ASF) e Hope Now Alliance) e locali, compresa anche attività di consulenza, a favore dei mutuatari;
 - informative per i debitori in difficoltà
- Interventi regolamentativi sulle erogazioni di nuovi prestiti:
 - richiesta agli istituti di credito di maggiore trasparenza e correttezza nell'erogazione di nuovi prestiti;
 - richiesta di non erogare credito se non dopo aver verificata la capacità del debitore di ripagare il prestito (sic!)¹⁰

La riduzione dei tassi, oltre a contrastare la crisi finanziaria rendendo meno costoso per gli intermediari con carenza di liquidità il ricorso al finanziamento, ha facilitato il pagamento delle rate per i mutuatari a tasso variabile che risultavano i più colpiti dai precedenti aumenti dei tassi; di conseguenza, i più soggetti a morosità. Sempre a favore dei mutuatari c'è stata anche la richiesta, avanzata dalla Fed agli intermediari erogatori di mutui, di rinegoziare le condizioni dei prestiti piuttosto che procedere alle escussioni degli immobili.¹¹ La forte riduzione dei tassi ha avuto anche lo scopo di sostenere la spesa delle famiglie e delle imprese, e quindi di stimolare il settore reale, che rischiava di entrare in una severa recessione. Un grosso timore della Banca Centrale Americana è infatti che una grave recessione economica porti a un'ulteriore riduzione

¹⁰ Si veda il comunicato del 18 dicembre: "Request for comment on changes to Regulation Z to protect consumers from unfair or deceptive home mortgage lending and advertising practices" (sito internet <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20071218a.htm>). A questo punto c'è veramente da chiedersi se s'impara meglio Finance and Banking a Harvard, Yale o Chicago o in uno stage presso le nostre banche!!!

¹¹ Con questo la Fed cerca di evitare che la vendita di immobili escussi riduca ulteriormente il valore delle abitazioni.

del valore delle attività finanziarie e delle garanzie offerte dei prenditori di fondi che potrebbe sfociare in un *credit crunch* particolarmente deleterio in questa fase.

Le numerose comunicazioni ufficiali che la Banca ha rilasciato e sta rilasciando, su andamento dei mercati finanziari, evoluzione della congiuntura reale, ammontare delle sue future immissioni di liquidità, etc. dovrebbero invece contribuire a determinare condizioni più “rilassate” nei mercati monetari e ridurre la volatilità dei prezzi delle attività finanziarie. In particolare, la giustificazione ufficiale di alcune manovre fortemente incisive voleva evitare interpretazioni controproducenti da parte del pubblico. Per esempio, la riduzione di punto del tasso ufficiale decisa il 22 gennaio scorso (la più grossa mai introdotta nella storia) avrebbe potuto avere effetti perversi se fosse stata interpretata come una manovra “disperata” per contrastare la crisi finanziaria. Il FOMC ha così ritenuto importante precisare che l’operazione era stata decisa “in vista dell’indebolimento delle prospettive economiche e dell’aumentato rischio verso il basso per la crescita”¹².

A loro volta gli interventi sulla liquidità sono stati resi più efficienti, a partire dal 12 dicembre, grazie all’introduzione delle TAF, con le quali la Banca può fornire con facilità al sistema una massiccia immissione di base monetaria. L’operazione di creazione di liquidità del 12 dicembre, avvenuta in coordinamento con altre banche centrali, è l’ennesima dimostrazione che quanto avviene negli USA preoccupa anche le altre banche che, in caso di necessità, sono disposte a collaborare con la Fed per fornire risorse al mercato monetario.

¹² Il comunicato del FOMC continua dicendo che “While strains in short-term funding markets *have eased somewhat*, broader financial market conditions have continued to deteriorate and credit has tightened further for some businesses and households (corsivo nostro).”

Gli interventi regolamentativi, infine, che impongono agli intermediari di non concedere nuovo credito ai clienti meno affidabili, neppure nel caso in cui i prestiti saranno cartolarizzati e usciranno dallo stato patrimoniale, dovrebbe ridurre nel futuro le insolvenze del mercato ipotecario e contribuire, data la scarsa affidabilità dei rating, a garantire una certa solvibilità dei mutuatari sottostanti le cartolarizzazioni. Questi interventi sembrano anche segnalare una certa svolta strutturale nel mercato del credito: visto quanto successo, la Fed sembra preferire un po' meno di *lassair faire* e un po' più di regolamentazione degli enti erogatori. E questo è anche un segnale alle grosse istituzioni finanziarie che hanno contribuito all'instabilità finanziaria: se si occupano di credito, che il credito lo sappiano erogare bene.

Al momento (6 marzo 2008), le misure adottate dalla Banca Centrale Americana sembrerebbero essere riuscite, pur con qualche difficoltà, a ridurre l'emergenza presente nel mercato monetario. La crisi finanziaria, però, non è ancora superata. Il differenziale fra il Libor e l'OIS è ancora elevato, specialmente per le scadenze da tre mesi in su, e non si può essere certi che non vi siano tuttora altri intermediari in difficoltà. Può darsi infatti che alcune situazioni di crisi non siano ancora emerse solo per mancanza di dati aggiornati e realistici sullo stato patrimoniale.

Nel complesso, quindi, considerando il fatto che la crisi finanziaria non è interamente superata e che le attuali prospettive sulla crescita del PIL americano sono tutt'altro che buone, la politica della Fed rimarrà di segno marcatamente espansivo. Continueremo quindi ad assistere ad altre massicce iniezioni di liquidità - e se necessario anche a provvedimenti *ad hoc* per affrontare eventuali emergenze -, mentre il tasso *target* sui Fed funds sarà ulteriormente ridotto. Ne deriva che anche i tassi a lunga americani tenderanno a ridimensionarsi e il dollaro a deprezzarsi. A questo proposito va osservato che, nell'attuale fase economica, il deprezzamento del dollaro è certamente

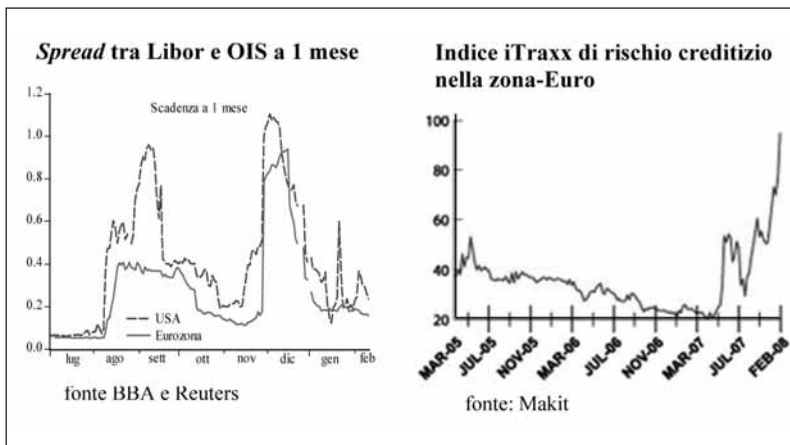
favorevole per l'economia USA in quando, stimolando le esportazioni, stimola la produzione in difficoltà.¹³ Al momento non è quindi pensabile che la Banca Centrale Americana possa attenuare la sua manovra monetaria nel timore di una recrudescenza dell'inflazione. Come è stato anche precisato nel FOMC del 30 gennaio (l'ultimo a oggi disponibile), i mercati finanziari rimangono infatti sotto considerevole stress, col credito che è diventato più stringente per talune famiglie e imprese. Nello stesso comunicato il FOMC ha anche dichiarato di attendersi che l'inflazione si ridurrà nei prossimi mesi mentre, di contro, rimangono i rischi al ribasso per la crescita. In queste condizioni, pensare che la Fed possa dare peso all'inflazione e al deprezzamento del dollaro è assolutamente irrealistico.

Quanto avvenuto negli USA si è ripercosso all'estero, e in particolare anche nella Zona-euro, tramite diversi canali che hanno determinato un certo parallelismo tra le condizioni economiche degli Stati Uniti e dei paesi più avanzati.

Innanzitutto la crisi dei titoli legati ai mutui *subprime* ha avuto conseguenze negative "dirette" anche per gli istituti finanziari esteri che possiedono questi titoli in portafoglio e/o che hanno finanziato i fondi o altri intermediari finanziari loro detentori. Il fatto che siano rimaste coinvolte anche grosse istituzioni finanziarie della zona-Euro - già ricordate dai relatori che mi hanno proceduto - ha provocato anche in Europa una grave carenza di liquidità e un aumento del rischio sul credito (Fig. 3) del tipo di quelli americani.

¹³ Un ulteriore vantaggio è che il deprezzamento del dollaro aumenta la ricchezza americana dato che i debiti verso l'estero degli USA sono in gran parte in dollari, mentre le attività sull'estero sono in valuta, con l'effetto che il deprezzamento del dollaro ne fa salire il valore.

Figura 3

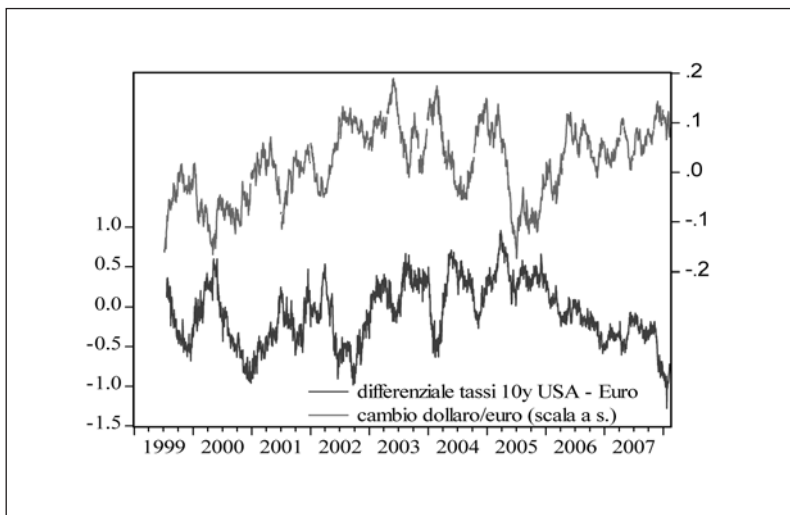


Questi problemi sono stati poi aggravati dalla facilità con cui gli operatori passano da un mercato all'altro, con la conseguenza che le pressioni sul mercato americano si sono trasmesse quasi in tempo reale anche sul mercato europeo: l'andamento dello *spread* fra l'Euribor e l'OIS in euro a 1 mese è del tutto simile all'analogo *spread* fra il Libor e l'OIS in dollaro. Gli istituti americani, nei momenti di maggiore difficoltà, sembrano essersi rivolti al mercato europeo, con l'effetto sia di importare valuta negli USA, sia di "esportare" da noi i loro problemi. E in effetti la relazione di breve periodo quasi perfettamente speculare tra rischio e cambio suggerirebbe che nei momenti di forte stress del mercato monetario americano le banche USA si siano rivolte al nostro mercato monetario determinando sia un aumento dei nostri tassi, sia un flusso di valuta verso gli USA che in alcuni momenti ha ridotto la tendenza dell'euro all'apprezzamento rispetto alla valuta americana.

Un ulteriore canale tramite il quale la crisi americana ha avuto impatto anche all'estero riguarda le conseguenze per le altre economie della reazione della Fed alla crisi del mercato americano: la sua politica di espansione della liquidità e i suoi

interventi ribassisti sui tassi d'interesse hanno avuto un effetto sui rendimenti a lunga e sul cambio, e quindi sulle esportazioni, della zona-Euro.

Fig. 4: Cambio dollaro-euro e differenziale dei tassi a lunga (variazioni a 6 mesi dei dati giornalieri)



I problemi che la Banca Centrale Europea ha dovuto - e deve - affrontare si sono rivelati così in parte simili a quelli della Fed, anche se con talune differenze. In comune con la Banca Centrale Americana, la BCE si è trovata a dover contrastare una crisi di liquidità del mercato monetario della zona-Euro. Da noi, però, non si è manifestata una crisi del mercato immobiliare e dei mutui della portata di quella americana e quindi le difficoltà di questo importante settore dell'economia, con tutti i problemi anche per le banche mutuarie, è stato meno rilevante.

In ogni caso, comunque, la seconda ondata di crisi, quella di dicembre, è stata particolarmente pesante anche per l'Europa dato che, in quel mese, il valore del suo differenziale Euribor-OIS ha pressoché raggiunto quello degli USA.

Come la Fed, anche la BCE è intervenuta pesantemente per fornire liquidità al sistema nei momenti di massima difficoltà già a partire dal 9 agosto, allo scoppiare della crisi (+94,841 mld con un'operazione di *fine tuning*). Iniezioni di liquidità sono poi state reiterate nei momenti di massima tensione, quasi sempre preannunciate pubblicamente in modo di tranquillizzare gli operatori sulla determinazione della Banca Centrale Europea a contrastare la crisi.¹⁴ Tali interventi si sono soprattutto concretizzati in:

- Maggiori importi rispetto al *benchmark* offerti nelle operazioni di rifinanziamento principali. In particolare, il 17 dicembre, in uno dei momenti più gravi della crisi, la BCE ha persino comunicato che l'ammontare dell'operazione non sarebbe stata vincolata dal *benchmark*, ma decisa in modo tale da mantener i tassi d'interesse vicini al Repo: in particolare, sarebbero state accettate tutte le richieste a tasso pari o superiore al 4,21%
- Operazioni supplementari di rifinanziamento a lungo termine
- Operazioni correttive di *fine-tuning*.

A differenza della Fed, la BCE non ha ridotto il suo tasso ufficiale, che è rimasto al 4%. Ha però rinunciato all'aumento di 25 punti base inizialmente dato per certo per settembre. A causa dell'aumento del rischio e delle pressioni di liquidità, il differenziale tra Euribor e Repo è salito comunque ben al di sopra del suo normale valore di 10 punti base, col risultato che, pur in assenza di aumento del Repo, l'andamento dell'Euribor (e quindi di tutti i numerosi tassi a breve e indicizzati ad esso collegati) si è mosso in senso restrittivo.

¹⁴ Queste operazioni, e anche quelle dei mesi successivi, sono state spesso seguite, nei giorni successivi, da operazioni di segno opposto per riportare la liquidità del sistema in linea col fabbisogno e mantenere il tasso del mercato overnight (Eonia) allineato al Repo.

Si sono invece leggermente ridotti i rendimenti a lunga (Eurirs) sensibili ai movimenti al ribasso degli analoghi tassi a lunga americani. Questi ultimi, però, sono scesi in misura nettamente maggiore dei nostri, col risultato che gli *spread* fra i tassi europei ed americani si sono allargati per tutte le scadenze. In analogia con quanto avvenuto in America è invece aumentato il differenziale tra le obbligazioni *corporate* e i titoli di Stato e, come negli USA, la nostra borsa ha subito significative flessioni.

A loro volta, il già citato aumento dello *spread* fra tassi europei ed americani, cui si è aggiunto il peggioramento delle prospettive sull'economia USA, ha determinato, come già ricordato in precedenza, un rafforzamento dell'euro che ha ulteriormente depresso la competitività delle nostre imprese.

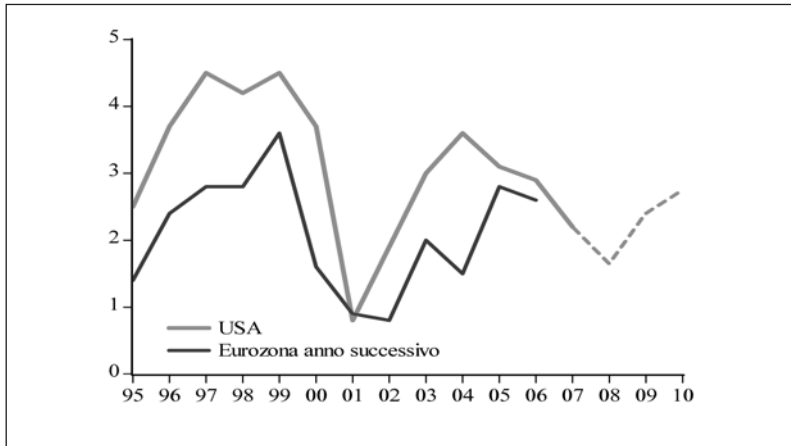
Data la politica espansiva della Fed, questo scenario è destinato a protrarsi.

A tutti questi problemi che hanno già colpito l'Europa, tra qualche mese se ne aggiungerà comunque un altro, riconducibile a un ultimo canale indiretto attraverso cui la crisi dei mutui *subprime* americani sta colpendo le economie estere, e in particolare quelli dei paesi più avanzati. Come hanno sottolineato Reinhart e Rogoff,¹⁵ le principali crisi finanziarie sono sempre state seguite, per un paio d'anni, da riduzioni della crescita economica. Se questo dovesse, com'è probabile, accadere per gli USA, vi sarebbe per noi un ulteriore impatto negativo. La crescita economica europea segue quella americana con circa un anno di ritardo (Fig. 5): si manifesterebbe per molti mesi a venire un'ulteriore pressione al ribasso sulla nostra futura crescita del PIL che già ora è in diminuzione. È quindi possibile che anche la BCE, tuttora decisa a mantenere il Repo

¹⁵ C.M.Reinhart e K.S.Rogoff (2007), "Is the 2007 US. Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, December, 30, NBR Working Papers Series ([http://www.puaf.umd.edu/news/Reinhart%20 paper.pdf](http://www.puaf.umd.edu/news/Reinhart%20paper.pdf))

al 4% per controbattere l'elevato rischio inflazionistico della zona-Euro dovrà in futuro mutare la direzione della sua politica. Un elemento a nostro favore è che il prezzi delle materie prime, e del petrolio in particolare, dovrebbero quanto prima presentare dei segni di cedimento.

Fig. 5: Crescita del PIL negli USA e nella zona-EURO



Appendice

La gestione della politica monetaria della Fed: un quadro sinottico

	situazione normale	situazione di crisi finanziaria
Tipo di politica:	- attendista - gradualista - coerente nel tempo	- rapida - decisa - elastica
Direzione e dimensione degli interventi:	espansivi o restrittivi, ma sempre calibrati alle necessità	preferita un'espansione eccessiva ad un'espansione insufficiente
Orizzonte strategico:	medio/lungo periodo	brevissimo/breve periodo
Informazioni rilevanti	- inflazione - crescita	dati finanziari
Principale contenuto informativo delle comunicazioni al pubblico:	- inflazione e crescita (corrente e attesa) - garanzia di stabilità dei livelli di attività economica - future azioni della Banca Centrale	- mercato finanziario e liquidità - incertezza - imminenti azioni della Banca Centrale - innovazioni nell'uso degli strumenti monetari
Informazioni riguardanti i principi ispiratori della politica monetaria:	- stabilità del sistema e bassa rischiosità - impegno a conseguire gli obiettivi finali	- incertezza e pericoli di instabilità - impegno a risolvere la crisi finanziaria

Fonte: nostra sintesi dei documenti ufficiali del Board of Governors.

Prof. Rony HAMAUI,
Direttore Generale di Intesa Mediofactoring S.p.A.

I paradossi della crisi

Spesso eventi improvvisi e drammatici conducono a situazioni che contraddicono la nostra esperienza e le nostre conoscenze; in altri termini producono paradossi, dal greco *para* (contro) e *doxa* (opinione). A questo proposito la crisi finanziaria iniziata improvvisamente nell'estate del 2007 sembra confermare tale tendenza essendo foriera di numerose situazioni paradossali. Nel presente articolo ne enucleiamo alcune senza la pretesa di essere esaustivi. Lo spirito che ci accompagna non è neppure quello di risolvere questi paradossi o di fornire giudizi su comportamenti o situazioni che si sono venute a creare. È nostra convinzione, invece, che i paradossi possano essere potenti stimoli alla riflessione. Essi, infatti, devono indurci a dubitare e ridefinire le nostre opinioni.

1. L'infinita corsa verso il mercato e la liquidità

L'innovazione finanziaria aveva reso liquidi strumenti che strutturalmente non lo erano, quali i mutui, i prestiti personali, gli impieghi, ecc. La crisi ha reso illiquidi persino gli strumenti e i mercati che erano tradizionalmente liquidi, quali i mercati interbancari, quelli obbligazionari e quelli azionari; si pensi ai crescenti fenomeni di *delisting* che stanno accompagnando la caduta dei corsi azionari.

Cartolarizzazioni, veicoli e strumenti derivati avevano creato la convinzione che qualsiasi cosa potesse essere venduta e comprata su mercati sufficientemente liquidi ed efficienti. Gli intermediari finanziari (in particolare le banche) avrebbero perso progressivamente il loro tradizionale ruolo di trasfor-

matori di scadenze e fornitori di credito per configurarsi sempre più quali *dealer* o *broker*.

All'improvviso il tanto elogiato modello *origination-distribution* (che da un lato permetteva di distribuire i rischi su uno spettro di investitori molto vasto e dall'altro consentiva di erogare maggior credito a costi contenuti ad una più ampia platea di soggetti) è entrato in crisi. Così oggi è in atto un forte processo di re-intermediazione e l'infinita corsa verso i mercati e la liquidità sembra essersi interrotta.

2. Chi sono le locuste?

Fino all'estate scorsa si riteneva che i veri pericoli per il sistema finanziario dovessero venire dagli *hedge fund*, dai prodotti derivati e dai fondi di *private equity*, ovvero dalle cosiddette "locuste". Le banche stavano macinando profitti incredibili, grazie anche a modelli di gestione e distribuzione del rischio apparentemente molto efficienti. Successivamente, le più grandi e sofisticate banche sono state improvvisamente investite dalla più seria crisi degli ultimi trenta anni e sono diventate il vero elemento di instabilità del sistema.

Sinora le principali banche del mondo hanno sofferto rettifiche di valore per oltre 160 miliardi di dollari, ma molti analisti si aspettano perdite per ulteriori 3/400 miliardi, ed alcune sono di fatto fallite; pochi fondi *hedge* o di *private equity* invece hanno sinora registrato perdite rilevanti o sono stati costretti a chiudere i battenti. È probabile che in futuro le cose vadano diversamente e che la crisi trascini nel baratro molte aziende e fondi indebitati (la liquidazione di Carlyle Capital sembra preannunciare bene questi sviluppi), ma è indubbio che le banche più grandi e sofisticate si sono inaspettatamente rilevate l'anello più debole del sistema finanziario.

3. Gli IAS stanno producendo incertezza e opacità?

Gli IAS (*International Accounting Standard*), che dovevano garantire trasparenza ai conti delle aziende, si stanno rilevando uno dei principali elementi di incertezza della crisi. Entrati in vigore solo recentemente, dopo una lunga gestazione, si basano sul concetto di *fair value*, che sta alla base dei più vetusti ed ispiratori principi contabili americani (US-Generally Accepted Accounting Principles GAAP). Seppure tale concetto sia teoricamente diverso da quello del *market value* o del *price value*, è indubbio che gli IAS siano figli di economie con mercati liquidi ed efficienti. Il venir meno di questo presupposto o perlomeno la difficoltà di ottenere prezzi significativi per classi di strumenti piuttosto ampie, ha in qualche modo messo in crisi il loro meccanismo di funzionamento. Si è dovuto allora far ricorso a modelli statistici, indici sintetici (quali gli ABX, CMBX e LCDX) o giudizi di valore alquanto aleatori e discutibili. Così molte banche sono state costrette a svalutare gli attivi non perché questi fossero “cattivi” ma perché non avevano mercato; l’ammontare della svalutazione è risultato alquanto opinabile; le società di revisione e gli uffici di *risk management* sono diventati i *deus ex machina* delle sorti delle aziende; i nuovi manager, arrivati per soppiantare i vecchi, oramai screditati, hanno inoltre fronteggiato un forte incentivo a svalutare gli attivi alla prima occasione disponibile.

In altre parole, molti avevano previsto che gli IAS avrebbero aumentato la volatilità dei conti delle imprese ma nessuno aveva capito che essi avrebbero aumentato la discrezionalità e la confusione dei conti delle aziende e delle banche in particolare. Soprattutto non era stato previsto il loro ruolo destabilizzante sui mercati; così, volatilità dei mercati e dei bilanci si sono mossi in maniera sinergica.

Seppure nessuno voglia tornare ai vecchi principi basati sul costo storico, che finivano per distorcere l’operatività degli intermediari finanziari, qualcuno ha proposto che le perdite

non realizzate finiscano sui conti d'ordine o sullo stato patrimoniale ma non influenzino i guadagni e le perdite delle imprese.

4. I principi di Basilea II sono entrati in crisi ancora prima di essere realmente adottati?

Basilea II permette alle grandi banche di usare i loro modelli interni per determinare l'ammontare di capitale minimo richiesto ai fini di vigilanza (*IRB Advanced*). L'idea è che le banche più sofisticate abbiano costruito modelli di gestione e valutazione dei rischi che, una volta validati dalle autorità di vigilanza, possano essere utilizzati per determinare il capitale minimo di vigilanza. Tuttavia la forte necessità di ricapitalizzare molte banche ha dimostrato la debolezza di questi modelli. Questi, infatti, nel migliore dei casi non sembrano in grado di tener conto di eventi importanti che hanno una bassa probabilità di verificarsi (le code delle distribuzioni). Tuttavia non è possibile escludere che tali modelli siano il risultato di un enorme conflitto di interesse all'interno delle istituzioni che li hanno prodotti. Infatti, le banche hanno un forte interesse a dimostrare che i rischi assunti richiedano un modesto capitale di vigilanza.

Questo per non parlare di un altro pilastro di Basilea II entrato in crisi: i *rating*, prodotti internamente dalle banche (*IRB Foundation*) o da agenzie esterne (*Standardized Approach*), che si sono dimostrati strumenti alquanto fragili. Infine molti commentatori hanno sottolineato come le nuove norme di vigilanza non dedichino una sola parola i rischi di liquidità che hanno invece dimostrato quanto possano essere insidiosi.

In definitiva, Basilea sembra non funzionare non perché, come qualcuno sostiene non ha fatto a tempo ad entrare pienamente in vigore, ma perché il suo impianto logico sembra alquanto fragile.

5. Stress da *stress test*

Gli *stress test* utilizzati dalle banche per valutare la tenuta dei loro modelli di *asset and liability* a shock estremi si sono dimostrati poco stressanti. Infatti, da un lato le correlazioni tra gli strumenti di raccolta (interbancario, CD, CP, cartolarizzazioni, *covered bond*, titoli *unsecured*, *conduit*, SIV) sono risultate molto più alte di quando ci si attendesse. Dall'altro l'entità degli shock è risultata molto più cospicua.

Nei prossimi mesi forse ci accorgeremo che anche dal lato dell'attivo il grado di diversificazione degli impieghi non risultava sufficiente. Ovvero “maledetta la sorte che ha fatto nascere tanti guai!... tutti assieme” (I Malavoglia, Giovanni Verga).

6. Perché falliscono le banche?

La Northern Rock è fallita pur essendo all'apparenza una banca ben gestita, solida patrimonialmente, con un tasso di insolvenze molto basso ed un *rating* rivisto recentemente al rialzo. È emblematico a questo proposito quanto scriveva la Bank of England nel suo *Financial Stability Report* dello scorso ottobre: “*It was seen as being well capitalised and having a good quality mortgage book with no retained exposure to UK sub-prime borrowers. ...In August 2006 (Standard and Poor's) and April 2007 (Moody's) raised its debt ratings by one notch*”.

Anche Carlyle Capital, il fondo chiuso recentemente messo alle strette dai suoi finanziatori, investiva solo in titoli di agenzie governative americane dotate di un rating AAA (Residential Mortgage Backed Securities RMBS). Nessuno di questi titoli è risultato in *default*, tuttavia la situazione di mercato ha costretto le banche finanziatrici ad aumentare i margini su cui prestavano i soldi al fondo, che per altro agiva con una leva molto spinta.

Seppure al momento conosciamo ancora poco delle cause che hanno provocato le difficoltà della Bear Stearns, quinta banca d'investimento americana, si ha l'impressione che anche in questo caso siano stati problemi di liquidità ad averne determinato lo stato di insolvenza più che un effettivo deterioramento degli attivi.

7. Il vantaggio delle banche più piccole e tradizionali

Per molto tempo si è ritenuto che le banche più grandi e innovative godessero di un indiscusso vantaggio sia in termini di economie di scala che di scopo. Da qui la corsa di molti intermediari a raggiungere dimensioni "ottimali" e strutture di bilancio più orientate alla intermediazione. Tale processo è stato indiscutibilmente incentivato dalle autorità dei vari paesi, che si sono poste l'obiettivo di modernizzare il settore bancario e creare "campioni nazionali".

Oggi tuttavia appare evidente che le banche più piccole e tradizionali, che conoscono meglio la loro clientela locale, godono di un vantaggio competitivo rispetto alle grandi. Il problema è che adesso talune banche tradizionali si sono messe a fare quello che le banche più grosse erano solite fare: finanziare i fondi di private *equity*; effettuare operazioni di finanza strutturata; e soprattutto re-intermediare quelle attività dalle quali erano state disintermedate.

8. Il margine d'interesse torna ad essere di nuovo l'elemento trainante dei bilanci bancari

La crisi ha reso i depositi bancari e le obbligazioni strutturate gli strumenti più interessanti per le banche, poiché *covered bond*, cartolarizzazioni e obbligazioni distribuite ad investitori istituzionali sono divenute difficili da collocare. La crisi ha altresì reso le banche ancora meno interessate a vendere i

fondi comuni, che tipicamente generano commissioni e scaricano i rischi sui sottoscrittori.

In questo contesto di re-intermediazione sia dal lato dell'attivo che del passivo il margine di interesse è destinato a riappropriarsi di quella centralità nei bilanci delle banche che negli scorsi anni era stato attribuito alle commissioni.

9. Attenti alle statistiche

Non si era mai vista una situazione di *credit crunch*, come quelle che viviamo adesso, in cui gli impieghi a famiglie ed imprese continuano rapidamente a crescere. Eppure la re-intermediazione bancaria può produrre questi effetti. Infatti, in questa situazione gli impieghi in bilancio delle banche continuano a crescere anche se l'economia riceve meno finanziamenti.

Ugualmente nei prossimi mesi la crisi finanziaria farà crescere il peso delle sofferenze nei bilanci delle banche anche se le imprese non dovessero fallire più frequentemente. Infatti, le banche più difficilmente potranno liberare i loro bilanci da incagli e sofferenze cartolarizzandoli.

10. Le Banche Centrali stanno diventando Banche “Cattive”?

Le banche centrali sono sempre state molto esigenti nell'accettare titoli stanziabili. Per anni molte di esse hanno, infatti, preteso la consegna solo di Titoli di Stato quale collaterale per fornire liquidità al sistema. Oggi invece lo spettro di attività cedibili alle principali banche centrali si è enormemente allargato fino ad includere titoli strutturati che allo stato attuale non hanno alcun mercato (vedi tavola 1). È evidente che tale circostanza sia il frutto dell'attuale congiuntura; la

stessa FED ha esplicitamente dichiarato che la situazione attuale deve considerarsi solo temporanea. Tuttavia desta qualche perplessità il fatto che le banche centrali non solo accettino strutture in essere ma stimolino la nascita di nuove cartolarizzazioni, che hanno il solo obiettivo di essere consegnabili in banca centrale.

Forse sarebbe opportuno ricordare che le banche centrali per definizione non possono avere problemi di liquidità ma certamente possono avere problemi di credito. Allora sarebbe più onesto parlare di salvataggio del sistema più che operazioni di mercato monetario.

11. I paesi in via di sviluppo finanziano la nostra crescita?

Perchè un crescente numero di paesi emergenti, non solo produttori di materie prime, continua ad accumulare ingenti attivi commerciali che utilizza per effettuare investimenti all'estero? In altre parole perchè paesi emergenti in forte crescita risultano sempre più spesso esportatori netti di capitale invece che importatori netti così come previsto dalla teoria economica? Questi paesi, infatti, hanno una minor dotazione di capitale: pertanto, in base alle teorie neoclassiche, dovrebbero attirare capitali esteri.

Al paradosso, osservato da Lucas in un famoso articolo di quasi venti anni fa, ha tentato di rispondere un recente lavoro di Prasad, Rajan e Subramanian. Questi autori, dopo aver verificato come i paesi in via di sviluppo che registrano una maggior crescita risultano sempre più spesso esportatori netti di capitali, avanzano almeno quattro spiegazioni. In primo luogo le fuoriuscite di capitali permettono di mantenere sottovalutato il tasso di cambio: in questo modo agevolano il settore manifatturiero, vero motore della loro crescita economica. In secondo luogo questi paesi faticano ad assorbire in termini di consumi ed investimenti i forti surplus commerciali generati

dalle esportazioni manifatturiere o di materie prime. Questo risultato appare in larga parte dovuto alle inefficienze del settore finanziario di queste economie che non riesce a soddisfare le necessità di finanziare famiglie ed imprese, che vorrebbero indebitarsi più facilmente per investire e consumare maggiormente. Inoltre è possibile che la produttività complessiva di questi paesi non sia così elevata come ipotizzano i modelli neoclassici e che pertanto risulti efficiente investire parte dei loro attivi all'estero. Infine, la letteratura economica ha spesso sottolineato l'estrema volatilità dei capitali esteri sui quali è difficile poter contare per realizzare uno sviluppo sostenibile e duraturo. Molto meglio contare sul risparmio nazionale, vero motore della crescita, anche se temporaneamente investito all'estero.

12. La globalizzazione ha rafforzato le imprese pubbliche?

È interessante osservare come uno degli effetti più inattesi della globalizzazione sia quello di aver spostato il rapporto di forza dal settore privato a quello pubblico. Da un lato, infatti, in questa fase di rapido sviluppo dei paesi emergenti le imprese pubbliche, preponderanti in questi paesi, sembrano guadagnare un crescente peso nel panorama internazionale. Dall'altro le autorità preposte alla gestione delle riserve (ed in particolare i fondi sovrani) sono destinate ad assumere sempre meno il ruolo di creditori e sempre più quello di azionisti. Qualcuno, ad esempio, ha paventato che i fondi sovrani tenderanno a diversificare il loro portafoglio secondo la così detta regola: 25, 45, 30, cioè 25% in obbligazioni, 45% in azioni e 30% in strumenti alternativi.

Non a caso negli ultimi mesi i fondi sovrani sono diventati i principali azionisti delle più importanti banche internazionali, mentre le ambizioni di società pubbliche come Gazprom sono diventate sempre più evidenti.

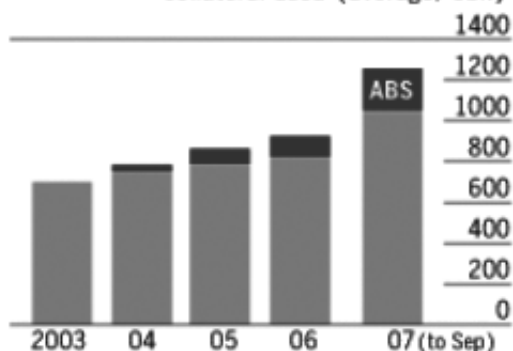
TAVOLA 1

The quality of the ECB's collateral falls

Eligible collateral rules for money market activity*

	ECB	BoE	Fed
National government	✓	✓	✓
Other government debt	✓	✓	✓
Non-domestic currency debt	✗	✓	✓
Securities rated below Aa3/AA-	✓	✗	✓
Securities rated below A3/A-**	✗	✗	✓
Asset-backed securities	✓	✗	✓
Corporate commercial paper and bonds	✓	✗	✓
Commercial, consumer and mortgage loans	✗	✗	✓

ECB available marketable collateral used (average, €bn)



*All categories are subject to additional eligibility restrictions

**Fed does not accept non-dollar municipal and corporate bonds or international agency debt below Aaa/AAA

Sources: Bank of England; European Central Bank; Federal Reserve

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.
Allfunds Bank, S.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Assiom
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca C. Ponti S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca Imi S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca Network Investimenti S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia
Banca Popolare di Intra S.p.A.
Banca Popolare Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca

Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma S.p.A.
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco Popolare Società Cooperativa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio Città di Castello S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Eticredito Banca Etica Adriatica
Euro Commercial Bank S.p.A.
Farbanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.
Interbanca S.p.A.

Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Unipol Banca S.p.A.
Veneto Banca Holding

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg Advisory S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Sofid S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

- N. 200 «I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 “L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 “PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 “PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 “IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 “ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA”
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 “STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 “BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 “LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE”
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 “L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 “EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 “LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA”

- N. 214 G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004
**“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE:
 EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**
 F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**
 L. Ornaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**
 G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**
 G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E
 LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**
 G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE:
 STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**
 F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**
 R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**
 M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO
 DEI DERIVATI FINANZIARI”**
 T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **“LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI
 SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE”**
 T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **“SUI CONFLITTI D'INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE”**
 M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **“CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO”**
 M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **“NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI
 MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE”**
 V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO
 DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA”**
 G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006
- N. 228 **“IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E
 LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE”**
 M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **“I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO
 SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI”**
 T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006
- N. 230 **“I MERCATI BANCARI DELL'EUROPA ORIENTALE:**

OPPORTUNITÀ E RISCHI*

C. Salvatori - giugno 2006

- N. 231** **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI TERRITORIALI”**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232** **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007
- N. 233** **“L’IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234** **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**
M. Bordignon - F. Ambrosiano - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007
- N. 235** **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007
- N. 236** **“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”**
M. Onado - G. Calabrò - F. Saccomanni - maggio 2007
- N. 237** **“I CONFLITTI D’INTERESSE E I SERVIZI D’INVESTIMENTO”**
T. Bianchi - M. Bianco - M. Sarcinelli - maggio 2007 - luglio 2007
- N. 238** **“LA DIRETTIVA MiFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO”**
V. Conti - G. Sabatini - C. Comporti - maggio 2007 - settembre 2007
- N. 239** **“REGOLE E COMPORTAMENTI: A CHE PUNTO SIAMO?”**
T. Bianchi - C. Faissola - F. Cerchiai - C. Comporti - P. Barucci - G. Carosio
marzo 2008

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it

Finito di stampare Aprile 2008