

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

M. LOSSANI - A. BAGLIONI - E. BECCALLI - P. BONGINI  
E. PANETTA - A. SIRONI

## **“QUALE BANCA DOPO LA CRISI”**

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su  
“Bankin' in the rain”  
il sistema bancario in un mondo che cambia  
Castello dell'Oscano - Perugia, 12 marzo 2009

QUADERNO N. 251

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

M. LOSSANI - A. BAGLIONI - E. BECCALLI - P. BONGINI  
E. PANETTA - A. SIRONI

## “QUALE BANCA DOPO LA CRISI”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su  
***“Bankin' in the rain”***  
***il sistema bancario in un mondo che cambia***  
Castello dell'Oscano - Perugia, 12 marzo 2009

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](mailto:assbb@bpci.it)  
sito web: [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

***Prof. Marco LOSSANI***

Straordinario di Economia politica nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

## **La congiuntura in tempi di crisi**

Un anno orsono si commentavano i primi scossoni conosciuti dai mercati di borsa successivi al salvataggio di Bear Stearns che sanciva l'inizio di un nuovo atteggiamento della Fed nei confronti dello *shadow banking* system americano. Dopo la pausa estiva la crisi finanziaria assumeva proporzioni gigantesche. I mesi di settembre e ottobre venivano segnati da continui crolli di borsa, guidati da crisi di panico che trovavano alimento in una diffusa crisi di fiducia sostenuta dal susseguirsi di salvataggi di colossi prossimi al fallimento (Fannie Mae Freddie MAc e AIG) e dalla manifestazione di veri e propri *default* tra cui spicca su tutti quello di Lehmann.

Il resto è storia recente. Con il trascorrere del tempo la crisi finanziaria ha assunto sempre di più la connotazione anche di crisi economica globale. Il dato del IV trimestre 2008 conferma la presenza di una fase congiunturale straordinariamente difficile. Tutte le maggiori economie industrializzate registrano dei tassi di variazione congiunturali annualizzati decisamente negativi. Il Giappone vede cadere il Pil del 12% tra il terzo e il quarto trimestre dello scorso anno per effetto di un vero e proprio crollo della domanda estera. La Germania registra un calo dell'8%, di poco superiore a quello italiano (-7,6%), mentre gli USA si fermano al 6,4%. Le stesse economie emergenti registrano delle severe battu-

te d'arresto su cui pesa, in modo particolare per quelle asiatiche, il calo conosciuto per la prima volta in 25 anni dai flussi di commercio internazionale che risente sia del calo della domanda globale che delle crescenti difficoltà – innescate dalla crisi sul mercato del credito - per quanto riguarda il finanziamento dei flussi commerciali internazionali.

Il compito della politica economica diventa quindi sempre più difficile. L'obiettivo perseguito pressoché ovunque è quello di garantire la stabilità del sistema finanziario – su cui ancora oggi gravano le conseguenze dovute alla presenza di titoli tossici – cercando di evitare un vero e proprio collasso della domanda aggregata che condurrebbe l'intero sistema economico internazionale verso una profonda recessione, dalla durata e dall'intensità senza precedenti.

Ovunque la politica monetaria viene resa più lasca. La Fed ha portato i tassi di policy in un intervallo compreso tra la 0 e lo 0,25% e ha dato l'avvio ad una politica di *quantitative e qualitative easing* volta non solo a garantire una rapida nonché massiccia iniezione di liquidità ma anche e soprattutto a ridurre una serie di spread che sono ancor oggi su livelli assai più elevati di quelli registrati in Giappone nel corso del fatidico decennio perduto degli anni '90. La Bank of England ha ridotto i tassi al livello minimo mai registrato nella sua storia e ha annunciato di essere pronta a seguire la politica di *quantitative easing* della Fed. La stessa BCE – che nell'opinione di molti commentatori ha reagito con ritardo e scarsa decisione – si è detta disposta a intraprendere azioni straordinarie di politica monetaria.

Peraltro pressoché ovunque la politica monetaria si trova a fronteggiare due vincoli che rischiano di limitarne l'efficacia. Il primo rappresentato dall'avvicinamento progressivo a una condizione di *Zero Interest Rate Policy (ZIRP)* che impedisce *de facto* il ricorso al tradizionale strumento rappresentato dalla variazione dei tassi di interesse (e che giustifica di conseguenza l'adozione di una politica di *quantitative easing*). Il secondo costituito dal consolidarsi di aspettative di deflazione. La netta caduta registrata dalla dinamica degli indici dei prezzi (soprattutto quelli relativi all'inflazione *headline*) ha infatti suscitato diffuse preoccupazioni legate al possibile avvio di una pericolosa fase di *debt deflation* caratterizzata da una spirale viziosa riconducibile ad un *output gap* sempre più negativo, alimentato da tassi reali crescenti che, rendendo sempre più onerosa la gestione delle poste debitorie, accentuerebbero ulteriormente la dinamica già fortemente negativa seguita dalla domanda. Da qui il tentativo di utilizzare in modo straordinariamente aggressivo lo strumento monetario con l'obiettivo di evitare la formazione di aspettative di prezzi calanti.

In un simile contesto la politica fiscale diventa quindi più che mai importante. Tuttavia, mentre negli USA l'Amministrazione Obama ha varato un pacchetto di interventi fiscali straordinari anti-crisi pari a 780 mld. di dollari – un risultato mai registrato dopo la fine del secondo conflitto mondiale, che porterà il deficit USA a superare il 12% del Pil – nell'area dell'Euro tende a prevalere una sorta di atteggiamento conservatore. L'entità degli interventi di natura straordinaria risulta assai

modesta; in particolare in Germania dove il Governo di Angela Merkel ha più volte ribadito la scarsa opportunità di rilanciare la spesa pubblica, anche tenendo conto dei limitati benefici che verrebbero eventualmente goduti dalla stessa economia tedesca. Di conseguenza rimane al momento preclusa la possibilità che nell'Eurozona il calo di domanda generato dal settore privato possa essere sostituito dalla espansione di domanda pubblica.

Nel complesso per la prima volta dopo 50 anni l'economia mondiale si trova in una fase di recessione globale in cui si stenta ad individuare chi possa svolgere entro tempi ragionevoli la funzione di locomotiva della ripresa. Sulle prospettive future dell'intera economia mondiale pesano le incertezze generate da un vuoto di domanda globale senza precedenti che si accompagna alla presenza di un sistema bancario in condizioni ancora critiche soprattutto all'interno dei paesi anglosassoni, in cui gli interventi delle autorità di governo e delle Banche Centrali hanno sancito l'esistenza di un processo di quasi-nazionalizzazione. Tuttavia non è chiaro come evitare che "*zombie banks*" (benchè quasi del tutto nazionalizzate) rimangano in condizioni agonizzanti ancora per molti anni, ripetendo la tragica esperienza giapponese degli anni '90. E' opinione diffusa che senza la risoluzione del nodo bancario e dell'incertezza da esso generata difficilmente la ripresa potrà aver luogo in tempi brevi e con una certa intensità. Non casualmente le previsioni di crescita sono ormai costantemente riviste in senso sempre più negativo ormai da diversi trimestri dalle maggiori organizzazioni internazionali. Analogamente viene scontata con probabilità crescente la

manifestazione di una recessione la cui conformazione non è a U, V o W, ma bensì a L: alla caduta netta dei livelli di attività economica sinora registrata farebbe quindi seguito una fase prolungata di stagnazione!

**TABELLA 1 - Tassi di crescita del PIL  
Previsioni del FMI (Gennaio 2009)**

	Previsioni per				Differenza rispetto ultima previsione	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010
Mondo	5,2	3,4	0,5	3,0	-1,7	-0,8
USA	2,0	1,1	-1,6	1,6	-0,9	0,1
Area Euro	2,6	1,0	-2,0	0,2	-1,5	-0,7
Germania	2,5	1,3	-2,5	0,1	-1,7	-0,4
Francia	2,2	0,8	-1,9	0,7	-1,4	-0,8
Italia	1,5	-0,6	-2,1	-0,1	-1,5	-0,1
Spagna	3,7	1,2	-1,7	-0,1	-1,0	-0,9
Giappone	2,4	-0,3	-2,6	0,6	-2,4	-0,5
Regno Unito	3,0	0,7	-2,8	0,2	-1,5	-0,9
Cina	13,0	9,0	6,7	8,0	-1,8	-1,5

Fonte: World Economic Outlook, aggiornamento Gennaio 2009

Non va inoltre dimenticato come la crisi economica rischi anche di trasformarsi in crisi politica. A questo proposito è emblematica la situazione venutasi a creare all'interno della regione europea, ove diverse economie emergenti sono attualmente colpite da una severa recessione che si accompagna a diffusi fenomeni di crisi bancaria associati ad aspettative di crisi sovrana (come testimoniato dal rapido ampliamento registrato sia dagli spread sovrani che dal costo per assicurarsi contro il

rischio di *default*). La mancata definizione di un piano di salvataggio varato dall'Unione Europea a sostegno di questi paesi ha infatti indotto il premier ungherese ad affermare che "...sull'Europa è calata una nuova cortina di ferro!"

Infine, un rischio non banale è che la recessione venga combattuta in modo non coordinato facendo peraltro ricorso a misure aventi contenuto protezionistico. L'appello "*British jobs for british workers*" non è rimasto isolato all'interno dell'economia britannica; da più parti, in modo più o meno esplicito e/o ufficiale, si è fatto riferimento alla possibilità che le banche erogino credito solo ad imprese connazionali; o che le operazioni di salvataggio vadano condotte evitando di coinvolgere istituzioni aventi la sede in paesi differenti da quello impegnato nella *rescue-operation*. Non è superfluo ricordare che tale atteggiamento - qualora diventasse ampiamente condiviso - produrrebbe solo maggiori costi (nel lungo periodo) senza risolvere la crisi (nel breve periodo). Un *déjà vu* tristemente famoso che ci riporterebbe allo scenario degli Anni '30!



## **Prof. Angelo BAGLIONI**

Associato di Economia politica all'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

La crisi di liquidità che ha investito il sistema finanziario mondiale a partire dall'agosto del 2007 ha reso evidente come il funzionamento del mercato monetario sia importante per l'economia nel suo complesso.

Questo mercato, che in tempi normali assolve una preziosa funzione di re-distribuzione di shocks locali di liquidità, può diventare un formidabile canale di propagazione di una crisi finanziaria, amplificandone gli effetti. La difficoltà a reperire risorse liquide può costringere gli intermediari a cedere attività poco liquide – titoli e prestiti alle imprese – con conseguenze negative. Un disordinato processo di liquidazione delle attività e di *deleveraging* si traduce in rilevanti perdite, portando eventualmente all'insolvenza degli intermediari. Lo stesso processo si accompagna ad una restrizione del credito ai debitori finali, creando difficoltà alle imprese e alle famiglie, con ripercussioni sull'economia reale.

Nel mio intervento cercherò di fornire un quadro di riferimento per interpretare gli avvenimenti dell'ultimo anno e mezzo sul mercato monetario, utilizzando i principali contributi teorici ed empirici in quest'area. Ulteriori approfondimenti e osservazioni empiriche sono disponibili nel numero 1/2009 di Osservatorio Monetario (in particolare nei capitoli 2 e 5, curati insieme ai colleghi Andrea Monticini e Giovanni Verga).

**Bank runs.** La letteratura economica ha spiegato l'origine delle crisi di liquidità a partire dalla funzione monetaria delle banche: emissione di depositi a vista a fronte di attività illiquide come i prestiti alle imprese. La produzione di liquidità insita in questa trasformazione di scadenze espone le banche ad un rischio di liquidità. Questo rischio è ben identificato nel classico contributo di Diamond - Dybvig (1983) (DD), che ha dato origine alla vasta letteratura sui *bank runs* (“corse allo sportello”). In quel contributo, DD dimostrano che il comportamento dei depositanti è soggetto ad un problema di coordinamento, tale da generare due equilibri: uno “buono” (senza *bank run*) e uno “cattivo” (con *bank run*). Nel primo equilibrio i depositanti ritirano i fondi depositati presso la banca secondo le loro effettive necessità di consumo. Ciò non genera alcun problema, poiché la banca è in grado di far fronte a queste richieste di rimborso facendo ricorso alle sue riserve liquide: questo fa parte della normale attività bancaria.

Nel secondo equilibrio, tutti i depositanti – indipendentemente dalle loro esigenze di consumo – ritirano simultaneamente i loro depositi, costringendo la banca a cedere attività illiquide e a sopportare costi di liquidazione che possono portare all'insolvenza della banca stessa. Questo comportamento dei depositanti è solo apparentemente irrazionale. In realtà, se l'aspettativa prevalente è che tutti gli altri depositanti ritirino i loro depositi, è razionale per il singolo depositante fare altrettanto: se non lo facesse, si ritroverebbe con un deposito che (in assenza di meccanismi protettivi, quale l'assicurazione) diventa privo di valore.

Ciò che determina il prevalere di un equilibrio con o

senza *bank run* sono le aspettative: per questo si parla di *self-fulfilling prophecies*.

Il modello di DD ha avuto molto successo perché è in grado di spiegare l'instabilità finanziaria intrinseca alla funzione di produzione di liquidità da parte delle banche, sottolineando il ruolo delle aspettative ed il problema del coordinamento. Questa interpretazione consente di giustificare il ruolo essenziale del prestito d'ultima istanza: la garanzia di intervento della banca centrale a favore di banche illiquide orienta le aspettative dei depositanti verso l'equilibrio "buono", garantendo la fiducia nel valore dei depositi.

La funzione cruciale del prestatore d'ultima istanza è risultata evidente in un caso eclatante di sua assenza: la crisi islandese. In Islanda, la fragilità del sistema bancario deriva dal fatto che esso ha una dimensione sproporzionata rispetto all'economia del paese (il rapporto tra il bilancio aggregato del settore e il PIL è di circa il 900%) ed opera in valuta estera: due terzi del *funding* proviene dai mercati internazionali. Data l'enorme esposizione in valuta estera delle tre grandi banche (Kaupthing, Glitnir, Landsbank), la banca centrale islandese non era in grado di assisterle in caso di crisi di liquidità, e i partecipanti al mercato finanziario ne erano ben consapevoli. Con l'aggravarsi della crisi finanziaria, queste banche hanno incontrato difficoltà a rifinanziarsi sui mercati internazionali, nonostante esse non presentassero significativi problemi di solvibilità. Tali difficoltà sarebbero forse state superate in presenza di un prestatore d'ultima istanza, capace di erogare fondi in valuta estera. Ma la sua assenza ha coordinato le aspettative degli operatori verso l'equilibrio peggiore, quello in cui

ciascuno si attende che gli altri non rinnovino più i finanziamenti a breve termine in scadenza delle tre grandi banche. Questa aspettativa si è auto-realizzata e ha portato le tre istituzioni sull'orlo del fallimento, costringendo il governo islandese ad intervenire con la nazionalizzazione<sup>1</sup>.

Tuttavia, il limite del modello di DD è che il prevalere di uno dei due equilibri sopra descritti dipende *solo* dalle aspettative, senza alcun legame con i “fondamentali”. Al contrario, l'evidenza empirica dimostra che generalmente il “panico” dei depositanti non nasce dal nulla, ma è legato a fasi negative del ciclo economico (Calomiris – Gorton, 1991). Di qui è nata l'esigenza di introdurre modelli in cui la corsa al ritiro dei depositi è originata da *news* relative a qualche fattore fondamentale, come il valore dell'attivo bancario, piuttosto che da un problema di coordinamento: questa visione va sotto il nome di “*essential bank runs*” (Gorton, 1985). Una sintesi tra le due visioni (*self-fulfilling expectations e essential runs*) è fornita dai contributi più recenti che, partendo dalla molteplicità di equilibri, consentono di selezionarne uno solo sulla base dei segnali che i depositanti ricevono, relativi ai fondamentali (Allen – Morris, 2001).

***Mercato interbancario.*** L'approccio alla DD è stato esteso all'analisi dei legami che si instaurano tra le banche tramite la rete dei prestiti interbancari. Bhattacharya – Gale (1987) illustrano il ruolo essenziale del mercato interbancario nella re-distribuzione della liquidità. Le

---

<sup>1</sup> Si veda Buitert - Siebert (2008) per un'analisi approfondita della crisi islandese.

banche sono sottoposte a *shocks* di liquidità. Le banche che soffrono di una temporanea scarsità di riserve liquide possono finanziarsi sul mercato interbancario, dove quelle che hanno uno *shock* di segno opposto impiegano il loro eccesso temporaneo di riserve liquide.

La rete di depositi interbancari svolge una funzione assicurativa, consentendo ad una banca a corto di liquidità di attingere al deposito effettuato presso un'altra banca del sistema. Tuttavia, la rete dei depositi interbancari è anche un canale di trasmissione degli *shocks* di liquidità: se una banca subisce uno *shock* negativo di dimensioni rilevanti (tale da determinare un eccesso di domanda aggregato di riserve liquide), ciò può determinare una reazione a catena, nella quale tutte le banche del sistema ritirano i loro depositi interbancari, dando luogo ad un *bank run* generalizzato. La rete dei rapporti interbancari è quindi una fonte di assicurazione reciproca verso gli *shocks* di liquidità, ma può anche rivelarsi una fonte di contagio finanziario (si veda Allen – Gale, 2000).

Il mercato dei prestiti interbancari è un mercato nel quale ogni partecipante ha il problema di valutare il merito di credito della controparte. Sotto questo profilo, si applicano a questo mercato gli stessi problemi che sorgono nel mercato del credito verso i debitori finali. In particolare, in presenza di informazione nascosta sulla qualità dei debitori, il fenomeno della selezione avversa può portare ad un collasso del mercato: il prezzo di equilibrio riflette la qualità del “rischio peggiore”, inducendo tutti gli altri ad uscire dal mercato. Questo fenomeno diviene particolarmente acuto in un periodo di crisi, in cui la valutazione del rischio di controparte diventa più difficile. Flannery (1996) dimostra che la maggiore

incertezza sul grado di precisione della informazione disponibile sulle controparti può portare alla scomparsa del mercato interbancario.

***Rischio di credito e rischio di liquidità.*** Le analisi precedenti forniscono utili strumenti di interpretazione della crisi del mercato interbancario: il calo dei volumi scambiati e l'aumento dei tassi oltre le scadenze brevissime hanno caratterizzato la crisi fin dal primo giorno (9 agosto 2007). Ciò va ricondotto all'interazione tra due fattori: rischio di credito e rischio di liquidità. L'emergere di insolvenze nel settore dei mutui immobiliari e la difficoltà di valutare il valore degli strumenti derivati legati a questo mercato – unitamente alle complesse strutture dei gruppi bancari – hanno determinato l'insorgere di un grave problema di informazione nascosta: è aumentata la difficoltà di ciascuna banca nel valutare il rischio di controparte, data la scarsità di informazioni sull'entità e sulla distribuzione delle perdite legate ai prodotti di finanza strutturata, scambiati su opachi mercati *over-the-counter* e spesso detenuti da *off-balance-sheet vehicles*.

La diffidenza verso le controparti ha condizionato il comportamento strategico dei partecipanti al mercato interbancario. Schematicamente, possiamo dire che esso è caratterizzato da due equilibri: uno “normale” e uno con “*inter-bank run*”. Nel primo, ogni banca che abbia un temporaneo eccesso di riserve liquide le presta sul mercato, facendo affidamento sul fatto che, in caso di necessità, potrà prendere a prestito liquidità sul mercato in un momento successivo, a tassi ragionevolmente prevedibili e nella quantità desiderata. Questo equilibrio si

basa sull'aspettativa che tutte le altre banche si comportino in modo analogo. Se le aspettative si capovolgono, ciascuna banca non presta sul mercato la liquidità (se non a scadenze brevissime come l'*overnight*), attendendosi che le altre si comportino allo stesso modo: si arriva così al blocco del mercato. Il passaggio dal primo al secondo equilibrio è determinato da un cambiamento di aspettative, che a sua volta può avere origine dalle difficoltà generalizzate nel valutare il merito di credito delle controparti.

Alcune evidenze empiriche mostrano che entrambe le componenti – rischio di credito e di liquidità – hanno giocato un ruolo rilevante nell'impedire il normale funzionamento del mercato interbancario durante la crisi. Analizzando il mercato in dollari, Taylor e Williams (2008) dimostrano che alcuni indicatori del rischio di credito – tra i quali lo *spread* Libor - Repo e il prezzo dei CDS – hanno un effetto significativo nello spiegare l'evoluzione giornaliera dello *spread* Libor - OIS a tre mesi (quest'ultimo è l'indicatore più utilizzato per misurare la tensione sul mercato interbancario). Il rischio di liquidità emerge dall'analisi del *timing* delle contrattazioni durante la giornata operativa. Utilizzando i dati del mercato in sterline, Hansal – Jackson – Merrouche (2008) mostrano che, in concomitanza con l'inizio della crisi, gli scambi sul mercato *overnight* si sono spostati verso il pomeriggio: questo comportamento va interpretato come una reazione di ogni banca alla maggiore incertezza sulla propria situazione di liquidità<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Questo risultato conferma la validità del modello di Angelini (2000): l'avversione al rischio induce le banche ad anticipare gli scambi sul mercato interbancario quando prevale l'incertezza sul tasso d'interesse, e a rinviare gli scambi quando prevale l'incertezza sulla posizione di liquidità di fine giornata.

Il forte aumento del rischio di liquidità già dall'inizio della crisi finanziaria è testimoniato da un'analisi del tasso d'interesse infragiornaliero sul mercato *overnight* nell'area-euro. In assenza di un mercato *intraday* esplicito, abbiamo utilizzato la metodologia introdotta in Baglioni – Monticini (2008,a): il tasso orario è implicitamente definito dalla differenza tra il livello medio del tasso *overnight* durante un'ora di contrattazioni e il livello medio nell'ora successiva. La stima del tasso orario è stata effettuata utilizzando dati *tick-by-tick* del mercato e-MID<sup>3</sup>. Abbiamo confrontato il comportamento del mercato nei due periodi di mantenimento della riserva obbligatoria immediatamente precedente e successivo all'inizio della crisi: 11 luglio – 7 agosto e 8 agosto – 11 settembre del 2007. Dall'analisi risulta un salto del tasso orario stimato: da 0,2 punti base nel primo periodo a 2,2 punti base nel secondo periodo. La stima implica che, nel secondo periodo, un prestito *overnight* alle 9,30 costa mediamente 18 punti base in più rispetto ad un prestito alle 17,30. Questa differenza può essere interpretata come un premio di liquidità, dovuto all'incertezza sulla disponibilità di fondi sul mercato in un momento successivo all'interno della stessa giornata operativa<sup>4</sup>.

### ***Intermediari non bancari e mercato monetario.***

Negli USA la crisi di liquidità sembra avere investito in modo severo gli intermediari non bancari, quali *investment banks*, *hedge funds*, oltre a società-veicolo di operazioni di cartolarizzazione (pur se facenti parte di grup-

---

<sup>3</sup> Si veda Baglioni - Monticini (2008,b) per maggiori dettagli sul campione e sulla metodologia.

<sup>4</sup> Un'altra spiegazione potrebbe derivare dall'aumento del costo del *collateral* necessario per accedere al prestito infragiornaliero presso l'Eurosistema.



pi bancari). Le passività emesse da questi intermediari sul mercato *wholesale* sono spesso a breve termine: ad esempio, carta commerciale a tre mesi e repos. L'analisi della crisi di liquidità non può quindi prescindere dal comportamento di questi operatori, che sono diventati un attore assai rilevante del mercato monetario.

Adrian – Shin (2009) illustrano il comportamento prociclico del *leverage* delle *investment banks*. Il *leverage* è definito come il rapporto tra attività totali ed *equity*. L'analisi considera inizialmente una famiglia, che abbia all'attivo una casa del valore di 100 e al passivo un mutuo di 90: l'*equity* è pari a 10 e la leva è  $100/10=10$ . Se il prezzo della casa aumenta a 101, la leva si riduce a circa 9,2 ( $101/11$ ). I dati dimostrano che effettivamente per le famiglie il *leverage* è inversamente legato al valore totale delle loro attività (dati aggregati per gli USA). Ciò grazie al fatto che tipicamente le famiglie non hanno una gestione attiva della leva, quindi subiscono “passivamente” l'effetto appena descritto. Gli intermediari finanziari hanno invece una gestione attiva della leva. In particolare, i dati mostrano che le banche commerciali tendono a fissare un *target* al quale mantengono la leva. Consideriamo l'esempio di una banca che abbia all'attivo titoli per un valore di 100 e al passivo un debito di 90, e supponiamo che voglia mantenere costante la sua leva al livello di 10. Se il valore dei titoli aumenta a 101, la banca deve emettere nuovo debito e acquistare altri titoli per una cifra pari a 9: la sua leva è nuovamente pari a  $10 = 110/11$ . Quindi un aumento di valore dei titoli pari ad 1 induce la banca ad acquistare altri titoli per 9. Naturalmente il ragionamento si applica in modo analogo partendo da una riduzione del valore del titolo. Ma c'è di più: i dati

mostrano che le banche di investimento gestiscono la leva in modo pro-ciclico: aumentano la leva nelle fasi di aumento del valore delle attività, e fanno il contrario nella fasi di calo dei prezzi. Di conseguenza l'effetto appena descritto è ancora più forte.

Questo effetto amplifica le fluttuazioni dei prezzi delle attività finanziarie, perché induce gli intermediari ad acquistare titoli nelle fasi di ascesa dei prezzi e a vendere titoli nelle fasi di calo. In particolare, questo è un meccanismo amplificatore di uno *shock* iniziale: una riduzione di valore delle attività induce un processo di *deleveraging*, nel quale gli intermediari vendono titoli per un multiplo di quella riduzione iniziale, provocando ulteriori svalutazioni degli *assets*, secondo un processo che si auto-alimenta.

Il processo appena descritto evidenzia l'importanza della interazione tra *funding liquidity* e *market liquidity* (si veda Brunnermeier, 2008). La prima si riferisce alla facilità di ottenere finanziamenti sul mercato monetario, ad esempio rinnovando carta commerciale. La seconda si riferisce alla possibilità di vendere un'attività finanziaria senza che ciò abbia un significativo impatto sul prezzo della stessa. La difficoltà di ottenere nuovi finanziamenti induce gli intermediari a vendere titoli; se questi sono poco liquidi ciò causa una riduzione del loro prezzo; questa riduzione di valore può indurre altri intermediari a vendere *assets* per ridurre la loro leva (questo effetto viene chiamato "*fire-sale externality*"). Questo problema si è rivelato particolarmente acuto per le banche d'investimento americane: Brunnermeier sottolinea come la quota di finanziamento ottenuto tramite *overnight repos* è raddoppiata tra il 2000 e il

2007, esponendo questi intermediari ad un elevato *funding risk*. Il rischio si è drammaticamente materializzato con il crollo dei volumi di *asset-backed commercial paper* nell'estate del 2007: ciò costrinse molti intermediari a vendere *asset-backed securities*, improvvisamente divenute illiquide, subendo forti perdite.

L'enorme sviluppo del mercato monetario ha indotto Adrian – Shin (2008) a proporre una nuova definizione di liquidità, che non sia limitata ai depositi emessi dalle banche commerciali, ma comprenda anche le passività a breve termine di altri intermediari finanziari (quali banche d'investimento, *hedge funds*, *off-balance-sheet vehicles*). Il ricorso al mercato *wholesale* da parte di questi intermediari fa sì che i depositi bancari in senso stretto siano ormai solo una parte – e non necessariamente la più volatile – delle passività del sistema finanziario. La tradizionale definizione di moneta sembra ormai inadeguata a cogliere il rischio di liquidità a cui il sistema è esposto. Peraltro, la nuova definizione allargata di liquidità sembra dipendere significativamente dalla politica monetaria: Adrian – Shin mostrano come una fase espansiva della politica monetaria si accompagna ad una crescita più sostenuta dei repos emessi dai *primary dealers*.

***L'intervento delle banche centrali.*** L'analisi precedente ha messo in luce come i problemi emersi nel mercato del credito immobiliare abbiano avuto pesanti ricadute sul funzionamento del mercato monetario, sia negli USA sia in Europa. L'emergere delle insolvenze e l'opacità degli scambi su strumenti di finanza strutturata hanno condizionato il comportamento dei partecipanti al

mercato, facendo prevalere un equilibrio di *liquidity hoarding*, nel quale la diffidenza verso le controparti e le aspettative hanno giocato un ruolo importante. La rete di rapporti interbancari, che normalmente assolve alla positiva funzione di ridistribuire gli *shocks* di liquidità, si è rivelata in questo frangente un canale di trasmissione della crisi finanziaria. Quest'ultima ha trovato un meccanismo di amplificazione nel comportamento pro-ciclico del *leverage* degli intermediari, in particolare delle *investment banks* statunitensi. La crisi di liquidità ha investito il mercato monetario nel suo insieme, coinvolgendo anche strumenti diversi dai depositi interbancari, quali la carta commerciale.

L'intervento delle banche centrali è stato massiccio. Oltre ad una riduzione marcata dei tassi d'interesse di riferimento, la Fed e la BCE hanno effettuato numerose e cospicue immissioni di liquidità. La Fed ha ampliato la gamma dei suoi interventi. La BCE ha allungato la scadenza media delle operazioni di rifinanziamento. Questi provvedimenti hanno avuto un effetto evidente nei bilanci delle due banche centrali, che hanno registrato una considerevole espansione.

Il conseguente impatto espansivo sull'offerta di moneta pone preoccupazioni per le implicazioni che ciò potrebbe avere in futuro sulla dinamica dei prezzi. Interventi mirati a garantire la stabilità del sistema finanziario finiscono per interferire con la politica monetaria.

D'altra parte, l'efficacia degli interventi delle banche centrali è stata limitata: i problemi sul mercato monetario sono continuati per un lungo periodo di tempo e non sembrano ancora del tutto risolti. Presumibilmente l'aumento dei finanziamenti concessi dalle banche centrali,

per loro natura, sono riusciti a ridurre il rischio di liquidità, ma hanno avuto scarso impatto sul rischio di credito. L'inadeguatezza degli strumenti tradizionali del prestito d'ultima istanza pone difficili interrogativi sulle modalità di gestione della crisi da parte delle autorità monetarie.

## Riferimenti bibliografici

Adrian – Shin (2008), Liquidity, monetary policy, and financial cycles, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, 14(1).

Adrian – Shin (2009), *Liquidity and leverage*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 328.

Allen – Gale (2000), Financial contagion, *Journal of Political Economy*, 108.

Allen – Morris (2001), Finance applications of game theory, in *Advances in business applications of game theory*, a cura di Chatterjee – Samuelson, Kluwer.

Angelini (2000), Are banks risk-averse? Intraday timing of operations in the interbank market, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32(1).

Baglioni – Monticini (2008, a), The intraday price of money: evidence from the e-MID interbank market, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 40(7).

Baglioni – Monticini (2008, b), *The intraday interest rate under a liquidity crisis: the case of August 2007*, <http://ssrn.com/abstract=1330895>.

Bhattacharya – Gale (1987), «Preference shocks, liquidity, and central bank policy», in *New approaches to monetary economics*, a cura di Barnett – Singleton, Cambridge UP.

Brunnermeir (2008), *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007 – 2008*, Journal of Economic Perspectives.

Buiter W. - Sibert A. (2008), The Icelandic banking crisis and what to do about it: the lender of last resort theory of optimal currency areas, *CEPR Policy Insight* No.26.

Calomiris – Gorton (1991), «The origin of banking panics, models, facts, and bank regulation», in *Financial markets and financial crises*, a cura di Hubbard, University of Chicago Press.

Diamond – Dybvig (1983): Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, 91(3).

Flannery (1996), Financial crises, payment system problems, and discount window lending, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28(4).

Gorton (1985), Bank suspension of convertibility, *Journal of Monetary Economics*, 15.

Hansal – Jackson – Merrouche (2008), *Interest rate volatility and the timing of interbank loans in the Sterling money market 2003-2008*, mimeo, Bank of England.

Taylor - Williams (2008), *A black swan in the money market*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2008-4.

## **Prof.ssa Elena BECCALLI**

Associato di Economia degli intermediari finanziari nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

## **Prof.ssa Paola BONGINI**

Associato di Economia degli intermediari finanziari nell'Università degli Studi di Milano Bicocca

# **MODELLI DI INTERMEDIAZIONE DELLE BANCHE EUROPEE E LA VALUTAZIONE DEL MERCATO**

## **1. Introduzione e principali risultati**

La nostra ricerca nasce nel contesto attuale di crisi che mette in discussione la preferibilità del modello di intermediazione basato su un utilizzo spinto dei meccanismi di mercato e meglio noto come modello I. Tale modello si fonda, in estrema sintesi, nella capacità delle banche *originator* di trasferire sistematicamente le esposizioni generate a società terze (veicoli o conduit) attraverso schemi di cartolarizzazione.

Fino all'inizio di questa crisi, tale modello è stato letto come la risposta ottimale da parte delle banche a fronte di un generale processo di sviluppo della finanza di mercato che ne aveva eroso quote di intermediazione e le aveva sottoposte a maggiori pressioni concorrenziali. La crisi attuale mette ora in discussione questo nuovo modo di fare banca: in altre parole si fa strada l'idea della necessità di una arrivare ad una profonda revisione del modello di intermediazione attraverso ad un ritorno alle origini: forse non ad un modello di *narrow bank*, ma senz'altro ad un modello di banca che fa dell'attivi-

tà creditizia tradizionale il suo punto di forza.

Dato questo contesto, ci siamo chiesti se l'intensità della crisi è spiegabile in funzione di specifiche scelte di business effettuate da ciascuna banca, pur in un contesto di panico generalizzato.

Per rispondere a questa macro domanda nella nostra analisi ci soffermiamo sui seguenti punti:

a) Qual era il modello di intermediazione prevalente nei mercati finanziari europei? Era possibile individuare, nel periodo antecedente la crisi, dei trend di specializzazione dei sistemi finanziari a livello nazionale tali da confermare la tesi evoluzionistica in base alla quale i sistemi finanziari dovrebbero naturalmente evolvere verso l'intermediazione di mercato?

b) Da questa visione di tipo macroeconomico, fondata sull'analisi dei modelli di intermediazione, ci spostiamo verso un'ottica più prettamente microeconomica, che analizza i modelli di business adottati dalle banche: ci interessa chiarire come si sia evoluto ed eventualmente differenziato questo modello in un contesto di generale sviluppo dei circuiti di mercato.

c) Di seguito ci siamo chiesti quale sia stata la reazione del mercato – sia nel periodo antecedente la crisi che durante la crisi – rispetto alle scelte indicate nei punti a e b, con riferimento quindi ai modelli di intermediazione e al modello di business.

d) Stante una generale reazione negativa del mercato – nei confronti di tutte le banche – quali sono state ad oggi le misure anticrisi adottate o annunciate per i prossimi mesi dalle banche maggiormente penalizzate dai fenomeni di instabilità?

e) Infine non poteva mancare una riflessione sul futu-



ro delle banche: nella parte conclusiva del lavoro abbiamo delineato quelli che secondo noi possono essere i prevedibili effetti di questa crisi sull'attività delle banche maggiori, operanti a livello internazionale e quali gli effetti sull'operatività delle banche regionali di minore dimensione.

Possiamo già anticipare i principali risultati che di seguito qualificheremo con maggior dettaglio.

Innanzitutto, i sistemi paese non sono differenziabili in base ai modelli di intermediazione, sebbene ci siano dei tratti evolutivi comuni - in particolare una generale tendenza a privilegiare i circuiti di mercato e un processo di disintermediazione dell'attività bancaria tradizionale -.

Analogamente le scelte strategiche delle banche europee non sono riconducibili a fattori di natura strutturale, relativi ai sistemi finanziari di appartenenza; piuttosto dipendono da elementi *firm-specific* e in particolare riferibili alla dimensione: il modello di business del tipo OTD è infatti influenzato dalla dimensione più che dai fattori di contesto.

Nel periodo antecedente la crisi, le borse hanno premiato - a livello di sistema - le scelte di orientamento ai circuiti di mercato. Di seguito, tuttavia, a partire da agosto 2007, hanno registrato perdite maggiori proprio quelle banche caratterizzate da indicatori di bilancio coerenti con modello OTD.

Queste banche, per far fronte alla crisi, hanno annunciato o già attuato una serie di misure di rafforzamento della propria posizione che si sostanziano innanzitutto in misure di rafforzamento patrimoniale, spesso tramite aiuti di Stato. Esse quindi portano con sé - con una sorta di effetto trascinarsi - misure di revisione della politica dei

dividendi, modifiche negli assetti di *corporate governance* e nei sistemi di incentivazione del *top management*. Seguono quindi, con un orizzonte di medio periodo, misure di contenimento dei rischi, che portano ad una razionalizzazione dei portafogli e delle aree di business.

Cosa dobbiamo attenderci nell'immediato futuro? Per le banche di maggiori dimensioni ad operatività internazionale di sicuro una semplificazione del business, che dopo presumibili operazioni di snellimento, tornerà ad avere il baricentro nella attività creditizia tradizionale e nelle relazioni di clientela.

Questo determinerà un inasprimento delle pressioni concorrenziali sui mercati locali ad oggi presidiati (con successo) dalle banche di minori dimensioni.

Queste ultime sono quindi chiamate ad operare quegli interventi correttivi sui processi gestionali o sui profili strutturali eventualmente necessari per affrontare le sfide di una possibile penetrazione delle banche maggiori nei propri mercati di riferimento.

Veniamo quindi a dettagliare questi risultati, partendo dalla prima domanda, relativa al modello di intermediazione prevalente nei sistemi finanziari europei.

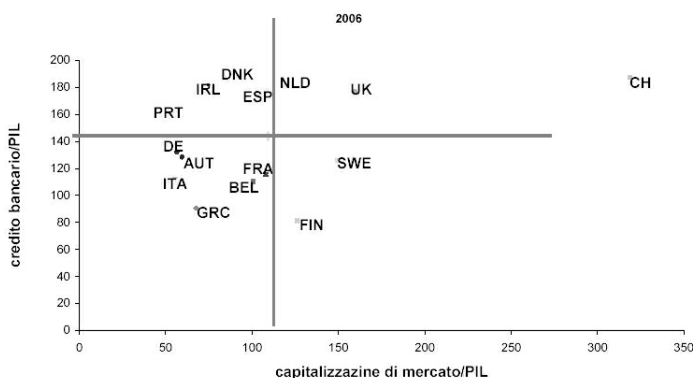
## **2. Attività di mercato e intermediazione bancaria: un'analisi dei trend in Europa**

Per rispondere a questa domanda abbiamo analizzato il posizionamento dei sistemi finanziari dell'EU a 15 rispetto a due indicatori aggregati: credito bancario/PIL e capitalizzazione di borsa/PIL, venendo così ad individuare 4 macro modelli di intermediazione (Fig.1):

- Sistemi completi caratterizzati da una elevata capita-

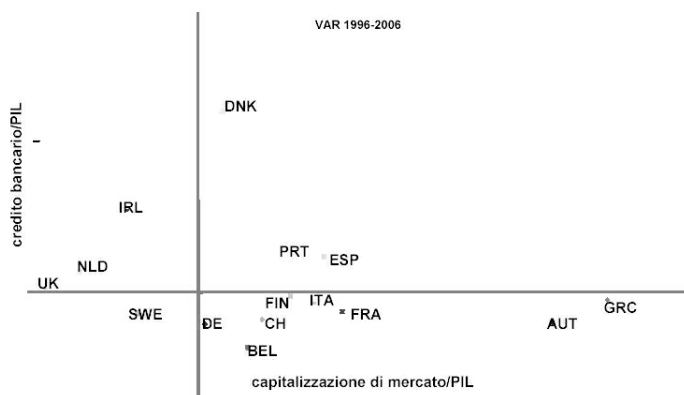
- lizzazione di mercato e da volumi di credito bancario superiori alla media;
- Sistemi debolmente finanziarizzati con capitalizzazione di mercato e volumi di credito bancario inferiori alla media europea;
  - Sistemi bank oriented, in cui prevalgono volumi di credito superiori alla media;
  - Sistemi market oriented caratterizzati da capitalizzazione di mercato superiore alle media.

**Fig. 1 - I tratti di specializzazione dei sistemi finanziari europei**



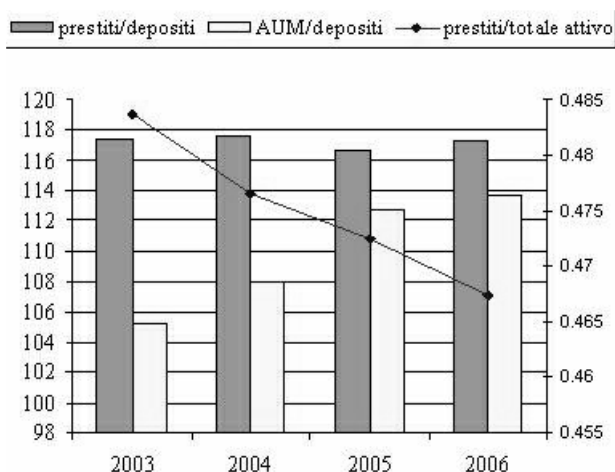
Se da questa fotografia ci spostiamo ad analizzare la dinamica del fenomeno (Fig.2), tracciata su un orizzonte temporale di 10 anni, possiamo mettere in evidenza due risultati. Innanzitutto, la capitalizzazione di mercato, in media, è aumentata di un valore triplo rispetto all'incremento dell'offerta di credito bancario; secondo, in questo contesto di generale rafforzamento dei circuiti di mercato, vi è un consistente numero di sistemi per i quali la crescita dell'indicatore di mercato è molto più marcata di quella del credito bancario.

**Fig. 2 - Il trend di sviluppo dei circuiti di intermediazione**



Per meglio approfondire il nesso tra sviluppo dei circuiti di mercato e i modelli di intermediazione, di seguito prendiamo in considerazione l'evoluzione di alcuni macro indicatori contabili riferiti al totale delle banche europee: il rapporto Assets Under Management /depositi bancari; Prestiti/Totale Attivo e Prestiti/depositi (Fig.3).

**Fig. 3 - I processo di disintermediazione**



Sul fronte della raccolta di risparmio si evidenzia un pro-

cesso di disintermediazione delle banche a vantaggio dei circuiti di mercato, con quote crescenti di risparmio che vengono canalizzate verso gli Investitori Istituzionali; parallelamente si registra una flessione del peso del portafoglio prestiti sul totale attivo - almeno fino all'emergere della crisi - pur in presenza di una sostanziale stabilità del rapporto Prestiti/Depositi.

La lettura congiunta di questi indicatori permette di definire i tratti evolutivi dei sistemi finanziari europei sintetizzabili in:

- a) Una strutturale contrazione dell'attività di raccolta bancaria accentuata da una congiuntura di bassi di interesse;
- b) Un tendenza all'arretramento dell'attività creditizia tradizionale;
- c) Sollecitazioni alla diversificazione del business

Un parziale recupero dei margini di profitto sul banking business è stato ricercato dalle banche tramite una ricomposizione del portafoglio crediti a favore del segmento retail (Fig. 4) e, in particolare, verso strutture standardizzate quali i mutui residenziali, che permettevano, da lato, di abbattere i costi tipici del lending e, dall'altro, di alimentare le operazioni di cartolarizzazione.

**Fig. 4 La ricomposizione del portafoglio prestiti**

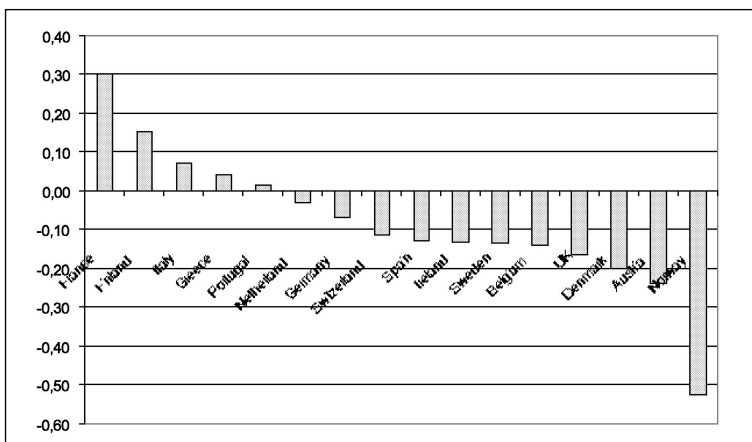


La tendenza alla contrazione del business tradizionale è sicuramente diffusa tra i paesi europei, ma non è totalitaria.

Ad esempio Spagna e Olanda si muovono in controtendenza sia sul fronte della raccolta che su quello degli impieghi. Per altri paesi, come ad esempio Italia e Francia, gli indicatori contabili sembrano invece confermare quanto evidenziato dagli aggregati macroeconomici e cioè una netta riconversione dei modelli di intermediazione verso l'attività di mercato.

E proprio per questi paesi, questa riconversione è stata salutata positivamente dai mercati, almeno fino all'emergere della crisi (Fig. 5).

**Fig. 5 - La valutazione del mercato (2005-luglio 2007)**



Il grafico 5 mostra le performance relative degli indici settoriali finanziari rispetto alla performance dell'indice generale. Sono proprio i settori bancari dei paesi in cui più evidente è stato lo spostamento del modello di intermediazione verso l'attività di mercato che hanno ottenuto le migliori performance.

Se i fattori di contesto possono spiegare solo per alcuni paesi i tratti di specializzazione dei propri sistemi finanziari, occorre passare da un approccio di analisi di tipo macro ad un'indagine microeconomica, che consenta di approfondire i modelli di business delle singole banche. Nell'approfondire il tema "sistema bancario e crisi finanziaria internazionale" adottando una prospettiva di indagine microeconomica, l'intento è dapprima di valutare in quale misura profili di operatività specifici delle banche siano generalizzabili come modelli di intermediazione; e successivamente di verificare l'esistenza di una relazione tra l'orientamento del *business* e la valutazione di mercato nelle fasi precedenti e contestuali la crisi finanziaria in atto.

### **3. Linee di diversificazione del business e il modello OTD: un'analisi a livello micro**

L'esame empirico della generalizzabilità dei modelli di intermediazione da un lato, e della valutazione espressa dal mercato dall'altro, impone in via preliminare la specificazione del campione di banche oggetto di indagine nonché la qualificazione dei profili di analisi e degli indicatori espressione degli stessi.

Il campione analizzato nel periodo 2005 - 2007 si compone di 73 gruppi bancari (o banche europee quotate) appartenenti ad un insieme di paesi rappresentativo dei diversi tratti di specializzazione dei sistemi finanziari (classificabili in modo semplificato in sistemi completi, debolmente finanziarizzati, *bank oriented* e *market oriented*): Belgio, Francia, Germania, Italia, Olanda, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito (Tab.1).

**Tab. 1 - Numero banche del campione per paese**

<b>Paese</b>	<b>N. Banche quotate</b>
Belgio	2
Francia	7
Germania	8
Italia	16
Olanda	2
Regno Unito	6
Spagna	9
Svezia	4
Svizzera	19
<b>Totale</b>	<b>73</b>

Gli indicatori, ricavati dai bilanci consolidati di gruppo forniti da Bankscope, sono stati selezionati al fine di qualificare il grado di diversificazione del business - e più specificamente l'orientamento all'attività di mercato (Tab. 2). Nello specifico, il set di indicatori è stato prescelto con l'obiettivo di approfondire i seguenti profili di analisi:

- a) la tipologia del *business* (prevalentemente sintetizzata dagli indicatori di struttura);
- b) i tratti operativi con cui il *business* è condotto (posizione finanziaria e posizione patrimoniale);
- c) i risultati economici (indicatori di redditività).

Le informazioni permettono di rilevare unicamente le linee di diversificazione in quanto qualificano solo parzialmente la focalizzazione del business e gli effetti sulla *performance* reddituale. Il carattere sintetico degli indicatori non consente ovviamente di confermare, a livello di singola banca, una chiara preferenza per modelli di tipo OTD: un orientamento in tale direzione può tuttavia essere ragionevolmente desunto, in particolare al crescere della dimensione, dall'osservazione congiunta di talu-



ni indicatori di struttura e degli indicatori reddituali espressivi del grado di diversificazione.

A complemento degli indicatori di bilancio, al fine di apprezzare il giudizio del mercato in relazione ai modelli prescelti precedentemente e durante la crisi, sono stati calcolati, sulla base dei dati forniti da Datastream, gli andamenti dei prezzi azionari delle banche del campione (performance grezza) e gli scostamenti rispetto agli indici generali e settoriali (performance aggiustata). A tal fine è stata utilizzata la media dei rendimenti giornalieri per ciascun titolo nel periodo che va da gennaio 2005 a luglio 2007, nonché la performance realizzata dagli intermediari (calcolata come rendimento logaritmico, dato dalla differenza tra il logaritmo naturale del prezzo al tempo  $t+1$  e il logaritmo naturale del prezzo al tempo  $t$ ) nella fase di crisi da agosto 2007 a dicembre 2008.

**Tab. 2 - Indicatori di bilancio e di mercato**

Profili di analisi	Indicatori di	Ratios
TIPOLOGIA DI BUSINESS	<i>STRUTTURA</i>	Impieghi/Totale Attivo Attivit <sup>^</sup> fuori bilancio/Totale attivo
PROFILO GESTIONALE	<i>POSIZIONE FINANZIARIO - PATRIMONIALE</i>	Liquidit <sup>^</sup> /Totale attivo Posizione interbancaria netta/ Totale attivo Leverage ( Totale attivo/equity) Tier1/ Risk weighted asset
RISULTATI ECONOMICI	<i>REDDITIVIT È</i>	Margine di interesse/margine di intermediazione ROE ROA Commissioni nette /totale attivo Cost to income
VALUTAZIONE DI MERCATO	<i>PERFORMANCE GREZZA E AGGIUSTATA</i>	Rendimento di mercato pre-crisi Performance durante crisi ( $\ln P_{t+1} - \ln P_t$ )

L'analisi per paese conferma la difficoltà di identificare tratti di specializzazione comuni riferibili ai sistemi

finanziari nazionali nel loro complesso. In particolare, le tendenze degli indicatori di struttura non mostrano significative regolarità con gli indicatori di redditività utilizzati per qualificare l'orientamento del *business*.

All'interno di un quadro necessariamente eterogeneo, i casi di Belgio e Spagna appaiono i più idonei a stilizzare i due modelli antitetici, rispettivamente OTD e OTH. Per il Belgio è evidente una riduzione del peso dei prestiti sul totale attivo ed un aumento del peso delle poste fuori bilancio. All'opposto, le banche spagnole si caratterizzano per una prevalenza del business tradizionale, evidenziato da un'incidenza dei prestiti sul totale attivo in assoluto più elevata a livello di campione.

Gli indicatori di liquidità confermano una condizione di maggiore fragilità per le banche belghe, in genere rispetto a molti dei concorrenti degli altri paesi, ed in modo particolarmente marcato rispetto alle banche spagnole.

Gli indicatori di redditività e la composizione dei ricavi appaiono coerenti con i modelli tratteggiati: un ridotto contributo del margine di interesse alla formazione dei ricavi totali per le banche belghe e, dal punto di vista delle scelte gestionali, un aumento del *leverage* presumibilmente funzionale ad incrementi della redditività complessiva (ROE). Per converso, l'orientamento al business tradizionale delle banche spagnole si traduce in livelli di ROA molto elevati, a fronte di una redditività del capitale relativamente contenuta, anche a causa del minore effetto leva.

**Tab. 3 - Indicatori di bilancio e di mercato per banche belghe e spagnole**

Indicatore	Anno	Spagna	Belgio
Impieghi/Total attivo	2005	69.83	50.17
	2006	72.51	49.91
	2007	75.04	44.72
Attivit* fuori bilancio/Total attivo	2005	29.54	46.80
	2006	28.70	52.55
	2007	27.92	57.22
Posizione interbancaria netta/Total attivo	2005	0.72	-14.18
	2006	2.42	-13.40
	2007	1.59	-8.93
Leverage	2005	41.38	-7.46
	2006	62.72	-11.20
	2007	3.58	1.75
Margine di interesse/Margine di intermediazione	2005	61.52	54.35
	2006	61.16	45.98
	2007	62.57	44.75
ROE	2005	13.63	18.62
	2006	16.99	20.27
	2007	15.71	14.12
ROA	2005	0.87	0.71
	2006	1.03	0.86
	2007	0.96	0.77

L'analisi per dimensione fornisce relazioni più evidenti con le caratteristiche di diversificazione dell'attività e conferma come, almeno in questa prospettiva, il modello di business sia influenzato dalla dimensione in modo più marcato di quanto non lo sia in relazione ai sistemi di appartenenza.

Sebbene le banche del campione appartengano in prevalenza alla categoria delle istituzioni di maggiori dimensioni rispetto alla popolazione totale europea e nazionale, il campione è comunque contraddistinto da una certa variabilità nella dimensione: il totale attivo nel 2006 varia da un minimo di 372 milioni di euro ad un massimo di 1571 miliardi di euro. Si è quindi proceduto a distinguere il campione in quattro gruppi dimensionali (banche piccole, medie, grandi e maggiori) sulla base della distribuzione del totale attivo medio degli anni 2005-06 (Tab. 4).

**Tab. 4 - Indicatori di bilancio (pre-crisi) per gruppi dimensionali (valori percentuali)**

	I quartile (piccole)		II quartile (medie)		III quartile (grandi)		IV quartile (maggiori)	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Impieghi/Totale attivo	71.33	72.64	75.00	76.18	57.49	57.99	38.72	39.29
Attività fuori bilancio/Totale attivo	11.60	6.94	16.46	6.24	25.44	21.99	16.71	15.92
Liquidità/Totale attivo	11.59	8.71	7.87	7.18	6.82	6.47	5.90	5.42
Posizione interbancaria netta/Totale attivo	2.34	4.59	0.81	1.42	-5.29	-3.57	-2.66	-4.10
Leverage	13.50	13.24	12.84	12.12	24.37	22.80	26.73	26.46
Margine interesse/Margine intermediazione	60.44	64.74	62.62	65.37	57.01	57.11	42.31	45.91
ROE	9.81	8.67	12.07	11.39	15.71	16.77	16.97	16.33
ROA	0.89	0.69	0.96	0.86	0.76	0.81	0.69	0.68
Commissioni nette/Totale attivo	1.52	0.98	0.86	0.80	0.65	0.65	0.71	0.70
Cost to income	58.25	59.25	56.06	57.03	56.96	55.87	59.87	60.59
TIER1/Risk weighted assets	19.86	9.45	9.69	7.80	7.36	7.25	8.48	7.70

Per le banche piccole e medie il portafoglio prestiti incide sul totale attivo maggiormente rispetto a grandi e maggiori (oltre il 70% contro il 57 e 39% rispettivamente).

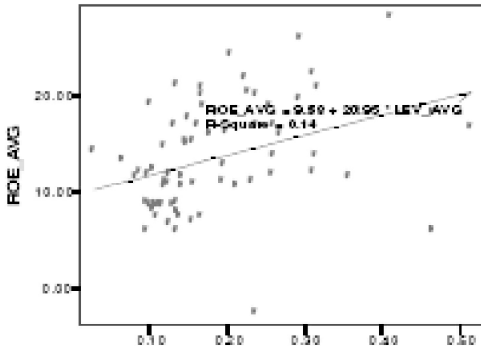
Ad una chiara focalizzazione sul *business* tradizionale si accompagnano condizioni finanziarie più equilibrate tanto sotto il profilo della liquidità quanto sotto quello della patrimonializzazione. Gli indicatori relativi alla posizione finanziaria risultano ovviamente più elevati rispetto alle grandi e maggiori istituzioni, tradizionalmente prenditrici nette sull'interbancario. Anche gli indicatori di liquidità e la leva finanziaria sono notevolmente più favorevoli.

L'orientamento all'attività di intermediazione tradizionale si accompagna ad una maggiore incidenza della componente dei ricavi da interesse sul margine di intermediazione, una maggiore redditività operativa (ROA) ma una redditività complessiva (ROE) strutturalmente più contenuta.

Se ne deduce che i livelli di redditività appaiono fortemen-

te influenzati dalle scelte di struttura finanziaria più che da differenze nei livelli di efficienza operativa (Fig. 6).

**Fig. 6 - Relazione tra ROE e leverage**



#### ***4. La relazione tra modello di business e valutazione del mercato***

Il passaggio successivo dell'indagine approfondisce la valutazione espressa dal mercato sui modelli di *business* adottati dalle banche, con specifica attenzione ai casi in cui le scelte operative siano riconducibili ad un modello OTD, sulla base degli indicatori di bilancio esaminati.

La correlazione tra i rendimenti di mercato pre-crisi (gennaio 2005-luglio 2007) e gli indicatori di bilancio espressivi dei modelli di intermediazione (modelli OTD, o più in generale con forte orientamento al mercato, da un lato, e modelli OTH, con caratterizzazione bancaria tradizionale) è molto labile. Tale risultato per certi versi conferma le indicazioni fornite dagli studi relativi alla relazione tra *performance* di mercato e valori contabili (per un'estesa rassegna si veda Kothari 2001<sup>1</sup>), che evi-

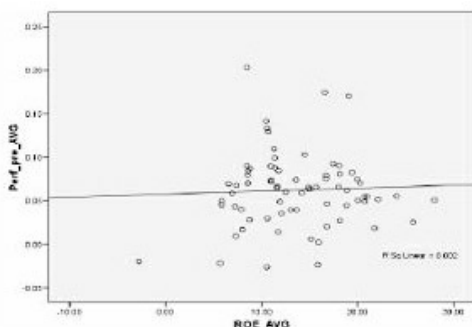
<sup>1</sup> Kothari, S.P. (2001). "Capital Market Research in Accounting", Journal of Accounting and Economics, Vol. 31.

denziano una limitata capacità dei prezzi di mercato di incorporare pienamente e con tempestività nei prezzi di mercato le variazioni nella *performance* contabile.

Tra le ipotesi avanzate in letteratura per spiegare la scarsa relazione tra rendimento di mercato e performance contabili si ricordano: il cosiddetto effetto *prices lead earnings*, la diffusa e notevole presenza di poste di natura transitoria nei valori contabili nonché la possibile inefficienza dei mercati.

Pur tenendo conto del limite derivante dall'assenza di forti legami tra indicatori di bilancio e *performance* si nota una relazione positiva tra redditività complessiva e andamento dei rendimenti di mercato nel periodo precedente la crisi (Fig. 7). Il mercato mostra cioè di rispondere positivamente alla maggiore redditività complessiva degli intermediari, a sua volta del resto trainata dal *leverage*.

**Fig. 7 - Relazione tra ROE e rendimenti di mercato pre-crisi**



Con l'avvio della fase di crisi la *performance* (negativa) di mercato delle banche del campione risulta fortemente

correlata e nella direzione attesa con gli indicatori di bilancio prescelti (Tab. 5). All'interno di una generale tendenza negativa, le banche contraddistinte da modelli di *business* più orientati all'attività di intermediazione tradizionale scontano una minore penalizzazione da parte del mercato; il profilo di tale modello è in questo caso associato sia al valore di indicatori di struttura (maggiore livello di prestiti su totale attivo), sia ad una maggiore solidità finanziaria (posizione interbancaria netta positiva e più elevati indici di liquidità) e ad una più elevata patrimonializzazione, sia, infine, ad una maggiore redditività operativa.

Perdite più elevate si riscontrano invece per quelle banche che presentano una combinazione di indicatori coerenti con modelli del tipo OTD, quali tipicamente la maggiore dimensione relativa delle poste fuori bilancio rispetto al totale dell'attivo ed elevati valori della leva finanziaria, associati a maggiore redditività del capitale proprio (ROE).

Tale risultato appare influenzato dalla consistente presenza nei bilanci delle banche con modelli del tipo OTD di *risk weighted asset* del loro portafoglio di titoli in proprietà, il cui valore di mercato è stato particolarmente penalizzato nella fase di crisi. Inoltre, posto che le sofferenze sui prestiti erogati tendono a manifestarsi con un certo lag temporale, il favore del mercato per le banche con modelli del tipo OTH potrebbe subire una revisione nei mesi a venire.

**Tab. 5 - Correlazioni tra indicatori di bilancio e performance di mercato durante la crisi**

	Performance durante la crisi	Performance durante la crisi aggiustata
Impieghi/Totale attivo	0.707**	0.692**
Attivit' fuori bilancio/Totale attivo	-0.390**	-0.414**
Liquidit' /Totale attivo	0.295*	0.214
Posizione interbancaria netta/Totale attivo	0.415**	0.376**
Leverage	-0.478**	-0.609**
Margine di interesse/Margine di intermediazione	0.574**	0.585**
ROE	-0.165	-0.146
ROA	0.350**	0.369**
Commissioni nette/Totale attivo	0.076	0.091
Cost to income	-0.287*	-0.282*
Tier1	0.331*	0.272*

L'analisi condotta nella medesima prospettiva con riferimento alle diverse classi dimensionali delle banche non fa emergere nel periodo precedente la crisi finanziaria significative differenze nella *performance* media di mercato in relazione al fattore dimensionale, fatta eccezione per l'evidenza di un marginale svantaggio per le banche maggiori (Tab. 6). Durante la crisi, invece, le penalizzazioni più marcate riguardano le banche di maggiori dimensioni, come possibile risultato di una diversificazione più spinta a favore dell'attività di mercato e di un'inclinazione verso il modello OTD. Perdite via via crescenti si associano infatti ad un aumento dimensionale: in particolare, tra agosto 2007 e dicembre 2008, le banche piccole hanno evidenziato una perdita massima del -44%, le medie del -61%, le grandi del -119% e le maggiori del -152%.



**Tab. 6 - Performance di mercato prima e durante la crisi per gruppi dimensionali (valori percentuali)**

	I quartile (piccole)		II quartile (medie)		III quartile (grandi)		IV quartile (maggiori)	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Rendimento pre-crisi	0.07	0.06	0.06	0.05	0.07	0.07	0.05	0.06
Performance durante la crisi	-56.47	-55.37	-50.82	-50.95	-121.97	-95.29	-152.06	-150.80

Per qualificare le relazioni osservate a livello univariato, si propone un'analisi di tipo multivariato, idonea ad apprezzare il peso congiunto di una combinazione di variabili significative sul valore della negativa *performance* di mercato durante la crisi. Innanzitutto, l'analisi multivariata per il periodo antecedente alla crisi conferma, come già trovato con l'analisi di correlazione, l'assenza di relazioni significative tra *performance* di mercato e indicatori di bilancio.

Durante la crisi, invece, la regressione OLS (nonché la regressione WLS che tiene conto dell'aspetto dimensionale) tra la *performance* di mercato aggiustata e gli indicatori di bilancio delle banche del campione conferma che il mercato ha certamente “premiato” le banche più solide e più liquide ma, al tempo stesso, quelle con *business* più focalizzato sull'attività di intermediazione tradizionale (Tab. 7). A livelli di patrimonializzazione maggiori corrisponde una minore perdita di mercato. Ugualmente, al crescere della liquidità si associa una riduzione della perdita massima di mercato (la relazione è peraltro significativa solo qualora il rendimento di mercato di ciascuna banca non sia aggiustato per l'andamento dell'indice di mercato). Effetti analoghi discendono anche dal modello di *business*: il mercato ha pena-

lizzato in misura minore un orientamento al *business* bancario tradizionale, approssimato da valori più elevati del margine di interesse sul margine di intermediazione e da una maggiore incidenza dei prestiti sul totale attivo.

Il potere esplicativo della regressione, in altre parole la bontà di adattamento ai dati reali del modello (misurata da Adj.  $R^2$ ), è elevato sia quando la variabile dipendente è la *performance* grezza (43,5%) sia quando è la *performance* aggiustata (45,4%).

Va segnalato, infine, l'elevato valore (negativo) dell'intercetta, ovvero il livello minimo di *performance* di mercato che si ottiene anche in presenza di valori nulli per tutte le variabili esplicative. Tale circostanza, valutata unitamente al buon livello del potere esplicativo del modello, sembra indicare un'apprezzabile capacità dei valori di intercetta nel catturare gli effetti della crisi. Tale interpretazione pare supportata anche dalla circostanza che la medesima regressione con le medesime variabili riferita al periodo pre-crisi presenta un valore sostanzialmente nullo per l'intercetta. Se ne deduce che durante la crisi un nuovo fattore va ad influenzare la relazione tra variabili esplicative del modello di *business e performance* di mercato. Tale fattore pare identificabile nel complesso di effetti che la crisi stessa esercita sulla *performance* di mercato.

**Tab. 7 - Analisi multivariata: performance (aggiustata) durante la crisi vs. indicatori di bilancio**

Variabile dipendente: Performance durante la crisi aggiustata		
	Coefficiente	t value
Intercetta	-202.89***	0.000
Margine interesse/Margine intermediazione 2007	1.326***	0.005
Impieghi/Totale attivo 2007	1.943**	0.017
Liquidit <sup>^</sup> /Totale attivo 2007	1.186	0.228
Patrimonio/Totale attivo 2007	4.029***	0.001
N. osservazioni	73	
Adj R <sup>2</sup>	0.454	

### *5. Le misure anticrisi adottate*

Alla luce di tale reazione del mercato nella fase di crisi, le banche di maggiori dimensioni - in ragione della complessità dei loro sistemi di governo dei rischi e dell'elevata articolazione della loro operatività - hanno avvertito con particolare urgenza la ricerca di misure anti-crisi.

L'esame della documentazione aziendale (rapporti trimestrali, presentazioni aziendali e prospetti informativi relativi alle operazioni sul capitale effettuate per mezzo di aiuti di Stato) riferita ad un ristretto gruppo di banche del campione consente di trarre alcune indicazioni in merito ai principali interventi ad oggi posti in essere. Le banche in oggetto corrispondono ai dieci operatori più penalizzati dalla crisi in termini di performance azionarie, oltre che ai maggiori gruppi bancari italiani presenti nel campione (Unicredit e Intesa San Paolo).

In sintesi, le misure sinora prefigurate possono essere raggruppate secondo alcune linee di intervento (Tab. 8):

- *aumento del livello di patrimonializzazione*, in partico-

lare del TIER1, a livelli ben superiori rispetto ai valori regolamentari; in quest'ottica è ipotizzato l'accesso ad aiuti statali subordinato alla preventiva verifica del ricorso ai canali di mercato. Undici dei dodici gruppi analizzati hanno posto in essere tale misura;

- *revisione della politica dei dividendi*, normalmente come conseguenza degli accordi formalizzati con le autorità governative. Sette dei dodici gruppi analizzati hanno attuato tale misura: a titolo di esempio, nel Regno Unito sono state introdotte covenants esplicite che impediscono la distribuzione di dividendi cash a favore degli azionisti ordinari fino a quando saranno presenti sul mercato le preference shares sottoscritte dall'operatore pubblico;

- *modifiche della corporate governance*, con avvicendamenti dei vertici aziendali, sia nei consigli di amministrazione sia nelle diverse tipologie di comitati di sorveglianza. Anche in questo caso sette dei dodici gruppi analizzati hanno adottato tale misura;

- *riduzione dell'incidenza dei risk weighted assets* sugli attivi di bilancio, anche attraverso razionalizzazioni di alcuni portafogli e la dismissione di partecipazioni non strategiche, di investimenti immobiliari e di attività non core. Ancora sette dei dodici gruppi analizzati hanno introdotto tale misura;

- *riferimenti espliciti ai sistemi di incentivazione del top management*, con l'obiettivo di limitare, almeno nel breve periodo, l'erogazione di bonus per cash e più in generale di ricollegare i meccanismi di remunerazione del top

*management* a configurazioni di *performance* di medio periodo e aggiustate per il rischio. Solo quattro dei dodici gruppi analizzati hanno introdotto tale misura.

**Tab. 8 - Le misure anticrisi adottate da un campione di banche europee**

Aumento del livello di patrimonializzazione	11
Revisione della politica dei dividendi	7
Modifiche nella corporate governance	7
Riduzione dei RWA	7
Revisione sistemi di incentivazione	4

## 6. Quale futuro per le banche?

Nel tentativo di tratteggiare le prospettive che è possibile prefigurare per le banche è innanzitutto necessario distinguere le diverse categorie dimensionali, in altre parole banche grandi da un lato e banche regionali di medie e piccole dimensioni dall'altro.

I pesanti costi che la crisi sta imponendo alle grandi banche, in termini di razionalizzazione dei portafogli e delle strutture finanziarie, sollecitano in prospettiva un *flight to simplicity* attraverso una ri-focalizzazione sul *business* più tradizionale. D'altro canto, la percezione di poter realizzare recuperi di redditività solo nel medio periodo, in uno scenario congiunturale complesso, potrà tradursi parallelamente in un *flight to relationship*, che torni a valorizzare la "specialità" della banca nell'attività di intermediazione. Presumibilmente ciò si accompagnerà ad un downsizing delle dimensioni operative,

quale effetto della riduzione dei *risk weighted* asset presenti nel portafoglio di proprietà. Lo stesso sistema di incentivazione del *management* dovrà essere calibrato, come ventilato da alcune banche, su logiche di creazione di valore di medio periodo, meno incentrate sui tradizionali indicatori di mercato e più idonee a misurare il contenuto relazionale dell'attività bancaria e l'efficacia dei processi di selezione.

Anche in un contesto congiunturale progressivamente più negativo, le banche di minori dimensioni hanno costantemente mantenuto il *focus su business* tradizionali e sfruttato le connotazioni territoriali per sviluppare o preservare il proprio portafoglio clienti valorizzando il contenuto relazionale dei rapporti. E' stata chiaramente una politica premiante in termini di quote di mercato sia sul lato degli impieghi che della raccolta: queste banche godono quindi di un vantaggio di posizione, che si presume possa essere agevolmente difendibile anche grazie alla semplicità del modello di *business* e delle strutture organizzative.

E' tuttavia prevedibile un aumento delle pressioni concorrenziali sui mercati locali con tempi peraltro non stimabili a causa delle incertezze legate alla durata della crisi e ai tempi di reazione delle singole banche nei rispettivi contesti nazionali.

La fase di transizione dovrebbe permettere alle banche minori di attuare interventi correttivi sui processi gestionali o sui profili strutturali che ancora presentano criticità. Un'area di intervento per molte banche è a titolo d'esempio rappresentata dalla sviluppo o dalla messa a punto dei sistemi gestionali e di controllo dei rischi.

Le differenze presenti nel segmento in termini di redditività e di rischiosità dell'attività di intermediazione saranno tuttavia gli elementi strutturali in grado di discriminare l'efficacia delle reazioni ad una possibile penetrazione delle banche maggiori nei propri mercati di riferimento.





## **Dott. Fabio Panetta - Banca d'Italia<sup>1</sup>**

Capo del Servizio Studi di Congiuntura e Politica Monetaria della Banca d'Italia

### **“Impatto della crisi e riflessioni sul futuro del sistema bancario italiano”**

Nel mio intervento effettuerò alcune riflessioni sulle indicazioni che la crisi fornisce sul futuro dell'attività delle banche, in particolare quelle italiane. Come premessa, voglio sottolineare che la crisi non può essere considerata conclusa; al contrario, mi aspetto che i suoi effetti si manifestino appieno solo nei prossimi mesi, quando la recessione che si profila per l'economia italiana si ripercuoterà sull'offerta di prestiti e sulla qualità del credito. Presumibilmente, le conseguenze si protrarranno nei prossimi anni.

Nella mia esposizione utilizzerò dei lucidi con figure e grafici, cui farò via via riferimento.

Gli argomenti che tratterò sono indicati nel primo lucido. Esaminerò innanzi tutto le motivazioni della crisi, concentrandomi sulle cause più strettamente legate al funzionamento del mercato creditizio (una trattazione esaustiva di un fenomeno così complesso richiederebbe molto tempo). Analizzerò poi le possibili conseguenze della crisi sul sistema finanziario e sull'attività delle banche. Dirò poi qualcosa sulle sfide che si profilano per gli stessi intermediari, in particolare quelli italiani.

---

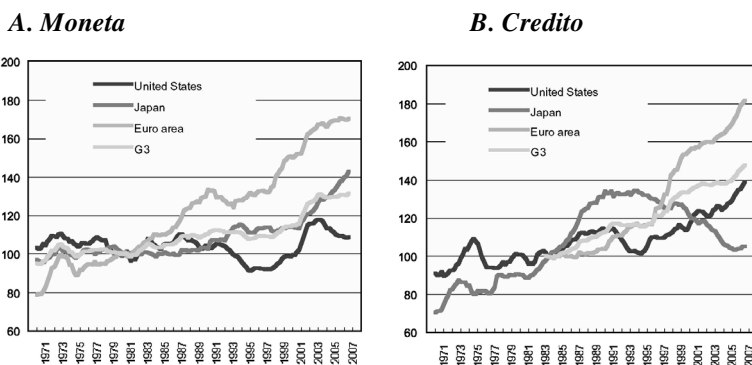
<sup>1</sup> Le opinioni espresse non impegnano in alcun modo l'Istituto di appartenenza.

## Le cause della crisi

Il lucido n. 2 elenca le principali cause della crisi. La prima è la politica monetaria eccessivamente espansiva seguita nelle principali aree economiche del mondo. La figura 1 mostra il rapido incremento della moneta e del credito nelle maggiori aree mondiali. I dati sono in rapporto al PIL e in deviazione dal *trend*: gli andamenti indicano che negli ultimi anni l'espansione del rapporto moneta/Pil e credito/Pil è stata assai rapida, superiore alla crescita di trend.

### Figura 1 - Crescita della moneta e del credito nelle maggiori aree

(numeri indice; scostamenti da un trend lineare)



La seconda causa della crisi è costituita dalla forte e diffusa sottovalutazione dei rischi sistemici. Negli anni scorsi l'introduzione di Basilea 2 ha accresciuto l'attenzione al grado di rischio dei singoli intermediari. Non si è però compreso appieno che la stabilità dei singoli intermediari non comporta necessariamente la stabilità del sistema nel suo complesso (si è avuto un esempio della cosiddetta "fallacia della composizione").

Il terzo problema è quello della pro-ciclicità del

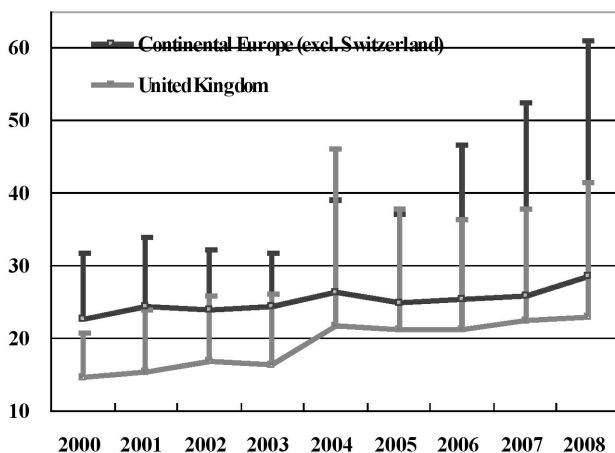
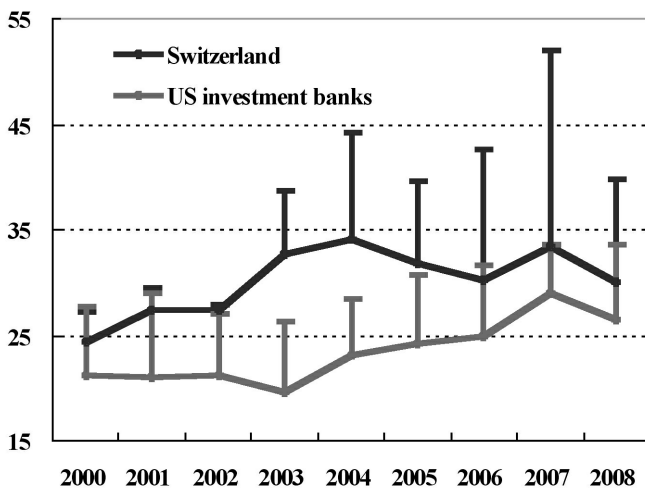
sistema finanziario. Numerose innovazioni di carattere normativo, contabile e di mercato hanno influito sul legame tra sistema finanziario ed economia reale, aumentando la capacità del sistema finanziario di accentuare le fluttuazioni dell'economia reale<sup>2</sup>. Problemi rilevanti derivano dalle norme che legano il capitale delle banche alla rischiosità dell'attivo (e che possono quindi accentuare le fluttuazioni cicliche imponendo agli intermediari un maggior fabbisogno di capitale nelle fasi recessive, quando il sistema economico è più vulnerabile); dalle norme contabili, quali il fair value, che rafforzano il legame tra prezzi degli assets e bilanci delle banche; dal sistema di incentivi adottato dalle aziende, soprattutto in materia di remunerazioni del management.

La pro-ciclicità del sistema finanziario è stata accentuata dall'elevato grado di indebitamento (*leverage*) di alcune grandi banche internazionali soprattutto negli Stati Uniti, in Svizzera e nel Regno Unito. Come si può vedere dalla figura 2, negli anni scorsi vi è stata una tendenza crescente del leverage, soprattutto per intermediari di valenza sistemica. Come emerge dalla figura qualche intermediario aveva un leverage pari a 55, aveva cioè un valore dell'attivo pari a 55 volte il capitale. Quando sono insorti i primi segni di instabilità, gli intermediari più indebitati sono stati costretti a vendite forzate che hanno provocato perdite rilevanti che a loro volta, attraverso il *fair value*, si sono rapidamente ripercosse sui bilanci delle banche, avviando un circolo vizioso.

---

<sup>2</sup> Le cause alla base della pro-ciclicità del sistema finanziario sono trattate in Panetta-Angelini (2009), "*Financial sector pro-cyclicality. Lessons from the crisis*", Questioni di Economia e di Finanza, n. 44, Banca d'Italia.

**Figura 2 - Rapporto tra totale attivo e patrimonio di alcune grandi banche internazionali**



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati Fitch-Ibca. Svizzera: tre maggiori banche commerciali. Europa: dieci maggiori banche commerciali. US Investment Banks: cinque maggiori banche d'investimento. UK: cinque maggiori banche commerciali.

Il quarto punto alla base della crisi è l'aumento della rilevanza delle mega-banche, le cosiddette *Large and Complex Financial Institutions (LCFI)*. La crisi è stata provocata almeno in parte dalle difficoltà di intermediari divenuti troppo grandi e complessi, troppo indebitati. Oggi, con il beneficio della retrospettiva, siamo in grado di comprendere appieno i rischi che si corrono quando gli intermediari creditizi raggiungono dimensioni eccessivamente elevate, al di là della soglia dell'efficienza.

L'ultimo fattore alla base della crisi è la sottostima dei rischi di liquidità. Negli anni scorsi alcune banche, soprattutto le grandi banche d'affari statunitensi, avevano riposto una fiducia eccessiva nella possibilità di basare il proprio modello di business su un elevato *mismatch* tra la durata delle attività e quella delle passività; si era ritenuto, a torto, che i mercati consentissero di finanziare l'attività di intermediazione anche in assenza di una base di raccolta stabile.

### **Gli effetti della crisi**

Veniamo ora, con il terzo lucido, agli effetti della crisi. La crisi ha provocato innanzitutto un'erosione del capitale finanziario che è alla base delle attuali difficoltà dei mercati internazionali. La tavola 1 mostra le rilevanti perdite subite dalle maggiori banche, ripianate in parte con la raccolta di capitale sul mercato e in parte con l'intervento delle autorità.

All'erosione del capitale finanziario si è associata una perdita di capitale reputazionale. Nei mesi scorsi le vicende di alcune grandi banche internazionali hanno fornito un esempio dei potenziali effetti del rischio repu-

## Tavola 1 - Svalutazioni, perdite e aumenti di capitale principali banche

(dati aggiornati al 5 marzo 2009; miliardi di dollari)

	Losses and writedowns	Capital injections					
		From markets		Government		Total	
		In \$ bn	As a % of losses	In \$ bn	As a % of losses	In \$ bn	As a % of losses
Global	813.5	494.6	60.8	357.8	44.0	852.4	104.8
North America	500.6	247.9	49.5	200.4	40.0	448.3	89.6
Europe	283.1	191.2	67.5	157.3	55.6	348.5	123.1
Asia	29.8	55.6	186.6	0.0	0.0	55.6	186.6

Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati Bloomberg relativi a 66 banche internazionali.

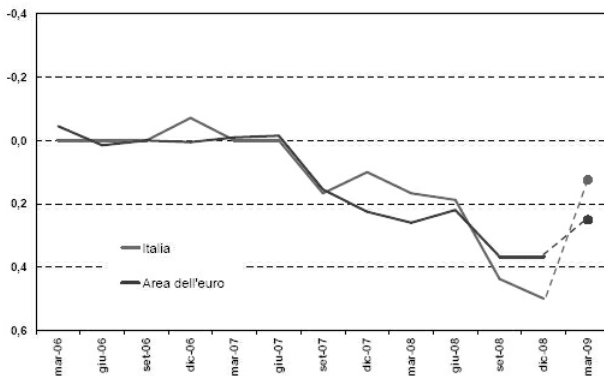
tazionale, che possono andare da un aumento del costo dei finanziamenti alla caduta rovinosa dei corsi azionari, dalla minore disponibilità di risorse alla fuga dei clienti dalla banca.

Vi è stato poi un aumento del costo del capitale. Si tratta di un fenomeno legato soprattutto all'incertezza circa il valore delle attività detenute dalle banche e che ha riguardato praticamente tutti gli intermediari, pur se in misura differenziata.

L'ultimo aspetto che voglio sottolineare è quello relativo all'esistenza di un *credit crunch* (ossia una restrizione esogena dell'offerta di credito) che possa trasmettere, aggravandole, le difficoltà e le tensioni dal mercato creditizio all'economia reale. I due grafici della figura 3 danno l'idea della situazione attuale. Il grafico 3 (a) riporta i risultati della *Bank Lending Survey* condotta dalla Banca d'Italia e dalle altre banche centrali nazionali dell'area dell'euro, in cui si raccolgono le indicazioni che le principali banche europee forniscono sulla

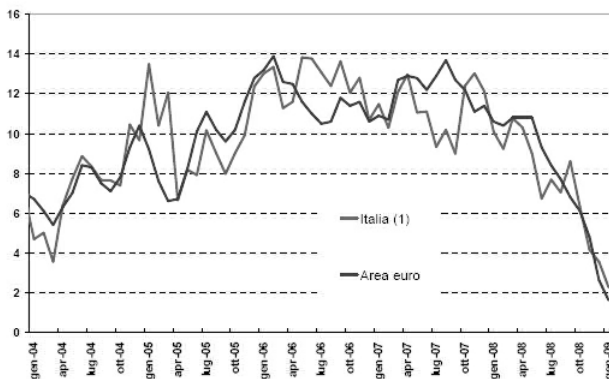
**Figura 3 - Andamento dell'offerta di credito: Italia e area dell'euro**

**(a): Indice di restrizione dell'offerta**



Grado di restrizione dell'offerta di credito. Un calo dell'indice indica una maggiore restrizione. La parte tratteggiata indica la previsione per il primo trimestre 2009. *Fonte: Bank Lending Survey.*

**(b) Crescita effettiva del credito**



Crescita trimestrale dei prestiti complessivi erogati dalle banche. Dati trimestrali corretti per la stagionalità e riportati in base annua.

loro attitudine all'offerta di credito. Il grafico 3 (b) riporta invece i tassi di crescita a tre mesi destagionalizzati e annualizzati del credito in Italia e nell'area dell'euro. Come si vede, nei mesi scorsi vi è stata una progressiva restrizione dei criteri di offerta di credito; i tassi di crescita dei prestiti sono via via scesi, ma si mantengono al di sopra dello zero.

### **Le prospettive**

Che cosa si prospetta per l'attività delle banche? Come vedete nel lucido successivo, mi aspetto che il futuro delle banche sia segnato da un calo sia dei rischi, sia della redditività.

In primo luogo, a seguito della crisi le autorità di vigilanza – ma anche il mercato – richiederanno un *leverage* più contenuto. Il grado di indebitamento, che in passato assumeva rilievo soprattutto nell'analisi del merito di credito delle imprese non finanziarie, oggi ha assunto un ruolo centrale anche per la valutazione delle condizioni finanziarie degli intermediari in genere e delle banche in particolare.

In secondo luogo, mi aspetto che i prossimi anni siano dominati da una minore propensione al rischio (*flight to quality*). Sembra inevitabile una tendenza ad assumere meno rischi: non solo rischi “cattivi” - cosa pienamente auspicabile - ma anche rischi “buoni”, ossia quei rischi fisiologici nell'attività dell'impresa bancaria. Il mercato in questo momento non sembra apprezzare intermediari che abbiano rischi elevati, pur se a fronte di prospettive di sviluppo.

Il terzo punto è quello della complessità. La crisi



che abbiamo di fronte è in ampia misura la conseguenza dell'eccessiva dimensione e complessità di alcuni grandi operatori internazionali. In prospettiva il mercato spingerà verso una minore complessità sia degli intermediari, sia dei prodotti finanziari.

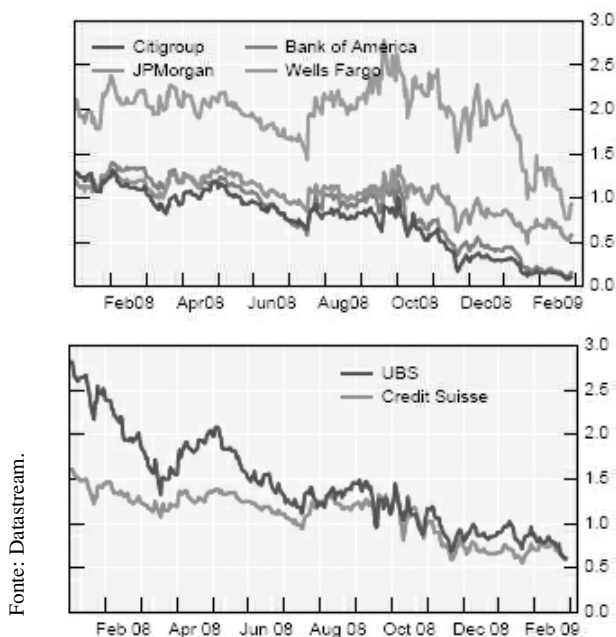
Qual è l'effetto congiunto di questi tre fattori? Minore leva finanziaria, minori rischi, minore complessità si rifletteranno necessariamente in un minor valore aggiunto e in una minore redditività del capitale bancario. L'attuale calo di profittabilità, avviato dalla crisi e rafforzato da fattori congiunturali, presumibilmente si estenderà su un orizzonte lungo, e potrebbe divenire una caratteristica strutturale del sistema bancario del futuro.

I primi sintomi di queste tendenze vanno già emergendo. La figura 4 riporta il *price-to-book* di alcune grandi banche internazionali. Dai grafici si evince che gli investitori stanno penalizzando il valore di mercato non solo di banche che in questo momento stanno "soffrendo" (come ad esempio UBS), ma anche di banche i cui bilanci si presentano in migliori condizioni. Una possibile spiegazione di questo fenomeno è che i mercati scontano sia uno sviluppo più moderato dell'attività delle banche, sia tassi di redditività più contenuti.

Allo stesso tempo, come vediamo dal lucido numero 5, nei prossimi anni si accentuerà la spinta ad operare con un'ottica di lungo termine: nell'attività delle banche assumeranno via via maggiore rilievo attività più tradizionali, forse più "noiose" ma sicuramente meno rischiose.

È innanzi tutto da attendersi un maggiore equili-

**Figura 4 - Price/book ratio di alcune grandi banche internazionali**



Fonte: Datastream.

bro tra la composizione dell'attivo e quella del passivo.

Ad esempio, la consapevolezza della potenziale rilevanza dei rischi di liquidità impedirà agli intermediari di operare con un *funding gap* (ossia la differenza tra il volume dei prestiti e quello dei depositi) elevato come quelli visti in passato. È altresì divenuta evidente l'infondatezza dell'idea, diffusa fino a solo pochi mesi fa, secondo cui i depositi rappresentano una fonte di finanziamento più costosa rispetto alla raccolta diretta sul mercato. Questi fattori renderanno ancor più rilevante la valenza della rete di sportelli nell'attività delle banche, e accresceranno la concorrenza sul mercato dei depositi.

Si tornerà inoltre a dare più valore ai rapporti di clientela. Questo non rappresenta certamente una novità per le banche italiane, che negli ultimi anni hanno mantenuto uno stretto contatto con le imprese. Al contrario, per alcune banche internazionali - soprattutto quelle di maggiori dimensioni - ciò rappresenta una correzione di rotta rispetto alle tendenze più recenti, che avevano visto una crescente diffusione del modello *originate-to-distribute*.

Per gran parte delle banche, l'attività presumibilmente si orienterà verso un numero meno ampio di settori e di prodotti, correggendo la precedente tendenza all'eccessiva diversificazione. La maggiore specializzazione – in ambito sia creditizio sia finanziario – dovrà associarsi all'offerta di prodotti mirati alle esigenze di famiglie e imprese.

Questi tre fattori - maggiore equilibrio tra la struttura dell'attivo e quella del passivo, rapporti più stretti con la clientela, maggiore specializzazione su prodotti e mercati *core* – si tradurranno in un'attività di intermediazione di maggiore "qualità", ma al tempo stesso ridurranno inevitabilmente i volumi intermediati. È difficile in questa fase valutare se ciò implicherà un innalzamento o una riduzione della redditività. Da un lato, minori volumi comportano minore redditività; dall'altro lato, prodotti di maggiore qualità possono consentire di accrescere i ricavi unitari e quindi la redditività.

### **Le sfide per le banche italiane**

La crisi finanziaria pone numerose sfide alle banche italiane. Un primo problema è quello dell'asset management (si veda il lucido n. 6), il cui *net present value* si è ridotto a seguito sia dei massicci riscatti netti

effettuati dai risparmiatori (a loro volta legati alle insoddisfacenti performance conseguite dai fondi comuni), sia del calo dei prezzi dei titoli, che ha ridotto il patrimonio gestito dai fondi.

Le opportunità di rilancio del settore non mancano. Lo sviluppo della previdenza complementare e il “rischio di longevità”<sup>3</sup> pongono rilevanti rischi finanziari in capo alle famiglie, accrescendone in prospettiva la domanda di servizi finanziari.

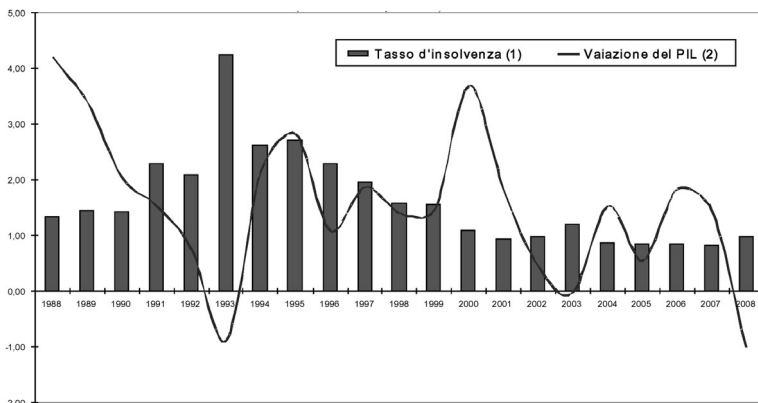
Il sistema bancario italiano dovrà riuscire a mantenere la fiducia delle famiglie, ad attrarne i risparmi. Si tratta di un elemento cruciale, che determinerà il successo o l’insuccesso degli intermediari nei prossimi anni. Strategie vincenti si dovranno necessariamente basare su prodotti semplici, a basso costo, in grado di seguire il cliente-risparmiatore lungo l’intero ciclo di vita. Prodotti di questa natura (quali i prodotti previdenziali o i prodotti di pianificazione finanziaria familiare) hanno una componente di valore aggiunto potenzialmente elevata ma un basso *turnover*. In assenza di una significativa spinta all’efficienza, il loro apporto alla redditività delle banche potrebbe essere pertanto contenuto.

Nella tradizionale attività di intermediazione, le banche italiane si trovano alla vigilia di una fase prolungata di aumento del rischio di credito (si veda il lucido n. 7). Come si vede dalla figura 5 (che riporta l’andamento del flusso netto di sofferenze in rapporto al credito complessivo nel ventennio 1988-2008) l’avvio di una fase recessiva si ripercuote negativamente sulle soffe-

---

<sup>3</sup> L’allungamento della vita media rappresenta un fenomeno positivo che può però sollevare rischi finanziari: il pensionato potrebbe infatti trovarsi a vivere una parte della sua vecchiaia senza i mezzi finanziari necessari a sostenere un adeguato tenore di vita (il cosiddetto “rischio di longevità”).

**Figura 5 - Tassi d'insolvenza dei prestiti e crescita del PIL**  
(valori e variazioni percentuali)



(1) Flusso di sofferenze rettificato in rapporto alle consistenze dei prestiti in essere alla fine dell'anno precedente. Dati annuali. (2) A prezzi costanti. Dati annuali

renze bancarie con notevole ritardo. L'aumento delle sofferenze è però persistente: ad esempio, a seguito della recessione dell'economia italiana a cavallo tra il 1992 e il 1993, il rapporto tra flusso di sofferenze e credito complessivo, dopo aver toccato un picco del 4,5 per cento nel 1993, è rimasto elevato (poco sotto il 3 per cento) per altri tre anni per poi scendere solo gradualmente verso i livelli pre-crisi. Alla luce dell'esperienza passata e in base alle attuali previsioni di crescita dell'economia italiana, è facile prevedere più anni di peggioramento della qualità degli attivi delle banche italiane. A rendere le prospettive più complesse, in questa fase contribuisce il fatto che la gestione del rischio di credito è oggi essa stessa più complessa. La crisi ha infatti reso estremamente illiquidi i mercati di alcuni strumenti –

quali le cartolarizzazioni, i prestiti sindacati, i *credit default swaps* – che in passato sono stati largamente utilizzati dalle banche per cedere sul mercato una parte dei rischi di credito.

L'insorgere del rischio di credito potrà essere contrastato rinsaldando i rapporti con la clientela: la crisi ha infatti confermato, rafforzandoli, i rischi e le difficoltà di operare a distanza dai debitori. Sotto questo aspetto, gli intermediari italiani, che negli anni precedenti la crisi non erano stati abbagliati dal miraggio di poter operare senza conoscere a fondo le vere condizioni dei debitori ma avevano anzi stretto ulteriormente i rapporti con i clienti, sono in una posizione di vantaggio a livello internazionale. Rimangono però nel nostro Paese forti ritardi strutturali nell'offerta di servizi *corporate*, sia in campo finanziario (si pensi ad esempio alla scarsa presenza in settori quali le fusioni e acquisizioni o l'assistenza alla quotazione) sia con riferimento al sostegno che le banche forniscono alle imprese nell'espansione sui mercati esteri.

Il terzo terreno di sfida, che ho più volte menzionato, è quello dell'organizzazione interna, dell'efficienza (si veda il lucido n. 8). Un problema fondamentale è quello della scala ottimale degli intermediari. Analisi passate avevano avanzato l'ipotesi che nel settore bancario la dimensione non fosse sufficiente a garantire l'efficienza, ma anzi potesse essere essa stessa fonte di inefficienza<sup>4</sup>. Le vicende dei mesi scorsi, e presumibilmente

---

<sup>4</sup> Si vedano le analisi contenute in Amel, Barnes, Panetta e Salleo: *Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence*, in *Journal of Banking and Finance* (2004), n. 10, e Panetta (2004): *Il sistema bancario italiano negli anni novanta. Gli effetti di una trasformazione*, Il Mulino, Bologna.

quelle dei mesi prossimi, confermano e rafforzano quella ipotesi. È emerso ancora una volta come le economie di scala e di scopo possano essere conseguite da intermediari di dimensioni al più medio-grandi; una crescita dimensionale eccessiva sembra dar invece luogo a diseconomie (ossia a una curva dei costi medi crescente con la dimensione). Anche i vantaggi della diversificazione si sono rivelati spesso effimeri: soprattutto nelle fasi di crisi, le correlazioni tra i diversi mercati aumentano repentinamente, annullando anche questo possibile beneficio della dimensione. Sono invece emersi pienamente i costi della complessità, i rischi di reputazione, i rischi operativi. I maggiori problemi sono emersi nelle funzioni di *risk management*, per la difficoltà di valutare correttamente il vero grado di rischio di intermediari troppo complessi e per la mancanza della indipendenza necessaria per segnalare per tempo il cumularsi dei rischi all'interno della banca. Queste debolezze andranno rapidamente corrette, anche conferendo alle unità di *risk management* la necessaria autonomia e ponendole in diretto contatto con i vertici aziendali.

L'ultimo punto è quello degli incentivi. In molte banche le retribuzioni, non solo quelle dei *top managers*, contenevano spesso una rilevante componente variabile basata su obiettivi di breve termine che non tenevano nel dovuto conto i rischi delle scelte operate dai managers. Il mercato e le stesse autorità di Vigilanza stanno ponendo su questo aspetto attenzione crescente, imponendo alle banche le necessarie correzioni.

Chiudo menzionando alcuni problemi aperti (si veda il lucido n. 9). La reazione alla crisi ci condurrà verso un assetto del mercato creditizio con più regole,

con più capitale, maggiore avversione al rischio. In un sistema di questa natura, chi finanzierà le imprese più giovani, innovative, per loro natura particolarmente rischiose? Anche nei mercati in cui operano intermediari specializzati nel finanziamento delle imprese innovative (con prospettive di sviluppo e rischi entrambi elevati), la maggior parte dei finanziamenti ai settori più dinamici proviene dalle banche. Un arretramento del sistema creditizio in questo campo pone il problema di come finanziare i settori più innovativi.

Il secondo fattore che potrà pesare sullo sviluppo del sistema creditizio è costituito dagli effetti futuri delle misure che oggi consentono di contenere l'impatto della crisi ma che in prospettiva potrebbero generare distorsioni e inefficienze di varia natura che finiranno per pesare sull'economia reale. Si pensi ad esempio ai finanziamenti concessi alle banche da parte dei governi dei maggiori paesi; questi interventi hanno evitato fallimenti bancari potenzialmente assai dannosi ma al tempo stesso hanno spesso mantenuto in vita intermediari inefficienti; o alle operazioni di acquisizione di intermediari in difficoltà, che rischiano di ricreare, ancora una volta, intermediari troppo grandi e complessi per operare alla frontiera dell'efficienza

Questi e altri problemi – alcuni dei quali menzionati nel lucido n. 9 – segneranno l'evoluzione del mercato creditizio nei prossimi anni. Dal modo con cui saranno affrontati e risolti dipenderanno le sorti delle banche e quelle della stessa economia reale.



## **Prof. Andrea SIRONI**

Ordinario di Economia degli intermediari finanziari nell'Università Bocconi

Buongiorno a tutti. Desidero anzitutto ringraziare l'Associazione per gli Studi di Banca e Borsa per avermi invitato a partecipare a questo prestigioso convegno, e in particolare il Presidente Vigorelli e l'amico Prof. Lossani.

Il mio ruolo, come diceva Marco Lossani, è quello di *discussant* dell'osservatorio che è stato presentato nei tre interventi precedenti il break. Intendo strutturare il mio intervento non tanto focalizzandomi sugli aspetti più tecnici dell'Osservatorio, quanto piuttosto cercando di cogliere alcuni spunti di riflessione in modo costruttivo relativi ai temi sollevati dalle diverse parti che compongono l'Osservatorio.

In particolare, cercherò di concentrarmi sui capitoli 3, 4 e in parte 5, che sono anche quelli più vicini alle mie competenze di ricerca; successivamente, svolgerò alcune considerazioni che si collegano ai temi trattati, relative ad alcuni problemi aperti dalla crisi.

Anzitutto lasciatemi dire che ho trovato il rapporto molto interessante, chiaro, e correttamente supportato da una rigorosa analisi delle evidenze empiriche. Si tratta di un'analisi molto approfondita, che presenta dati oggettivi molto chiari, senza lasciarsi andare a opinioni facili, ma piuttosto presentando in modo efficace i dati relativi all'evoluzione della situazione dei principali mercati finanziari e dell'industria bancaria.

Il primo capitolo, che qui non è stato presentato, ripercorre il quadro macroeconomico ed evidenzia gli aspetti che sono già stati menzionati negli interventi che mi hanno preceduto. L'unico aspetto che volevo menzionare, ripreso peraltro dall'intervento del Dott. Panetta, è quello legato alla qualità del credito e ai tassi d'insolvenza in particolare. Si tratta di un aspetto non affrontato nel rapporto, ma che giudico particolarmente rilevante dal punto di vista dell'industria bancaria.

Il Dott. Panetta si è soffermato sui flussi di sofferenza, riflessi nei tassi di decadimento registrati dalla Centrale dei Rischi. Un'evidenza simile si può riscontrare dai tassi di insolvenza del mercato obbligazionario.

A titolo esemplificativo, analizzando i tassi di *default* relativi al mercato dei titoli *high yield* o *non investment grade* statunitense, ossia quelli più sensibili al peggiorare della situazione economica, si osserva che nel biennio 2006-2007 essi si sono attestati su valori estremamente bassi rispetto alle medie storiche, inferiori all'uno per cento. Nel 2008 essi sono saliti al 4,6%. Occorre tuttavia tenere presente che in periodi di recessione meno pronunciati di quella che stiamo attraversando, questi tassi hanno superato il 10%.

Ritengo che questa evidenza sia coerente con il quadro delineato dal Dott. Panetta, relativo ai flussi di sofferenza in Italia e credo che si possa aggiungere un altro aspetto che, a mio avviso, avrà certamente rilevanza in questa fase di crisi, ossia il ritardo di emersione del problema delle sofferenze, che riguarda i *default* come riflessi nelle sofferenze, ma riguarda anche i tassi di recupero, ossia il complemento a uno del tasso di perdita in caso di insolvenza (LGD).

Numerosi studi empirici mostrano come in fase di crisi si verifichi, con un certo ritardo rispetto al deterioramento della crescita del PIL, sia un aumento dei tassi d'insolvenza, sia un decremento dei tassi di recupero o, se volete, un aumento dell'LGD. In sostanza un doppio effetto negativo e i motivi sono evidentemente i più disparati, non ultimo il fatto che i valori delle garanzie tendono a ridursi.

Sul secondo capitolo non mi soffermo in modo particolare, essendo peraltro stato molto efficacemente presentato da Angelo Baglioni. Un aspetto che a me interessa osservare è che nel rapporto si menziona il fatto che la politica della FED era inizialmente in equilibrio tra l'esigenza di tutelare la disciplina del mercato e quella di tutelare la stabilità finanziaria.

A me piace ricordare che il FDCIA del '91, provvedimento normativo adottato negli USA in seguito alla crisi della Bank of New England, faceva divieto alle autorità di vigilanza statunitensi (Federal Reserve, OCC, FDIC), di ricorrere operazioni di salvataggio delle banche (*bail out*). E' interessante osservare come le cose si siano evolute a meno di vent'anni di distanza.

Mi soffermo invece maggiormente sulla parte centrale del rapporto, quella più direttamente dedicata all'industria bancaria, illustrata in modo molto chiaro ed efficace da Elena Beccalli e da Paola Bongini.

Queste ultime si sono in modo particolare soffermate sulla questione legata al modello OTD, ossia al modello "*originate to distribute*". Io credo che su questo tutti abbiamo bene in mente quello che è successo.

Non vorrei tuttavia che si spostasse il pendolo un po' troppo dalla parte opposta, ossia che si arrivasse in modo

esclusivamente negativo il modello OTD.

Prendo una posizione, se volete, un poco controcorrente. Personalmente ho sempre pensato che il modello OTD avesse delle componenti positive. A livello di singola banca, si tratta di un'attività che consente di diversificare il portafoglio. A livello di sistema, si tratta di un modello che consente di migliorare l'allocazione dei rischi fra i diversi soggetti economici.

E' chiaro che in realtà questo modello può funzionare bene e produrre i propri effetti positivi subordinatamente ad alcune condizioni. Fra queste, il fatto che solo una quota dei prestiti generati da una banca vengano ceduti sul secondario e il fatto che la banca mantenga un incentivo a svolgere un'adeguata attività di *screening* e di monitoraggio.

Già sul finire degli anni ottanta alcune banche anglosassoni originavano prestiti e li rivendevano - non necessariamente mediante operazioni di titolarizzazione - a volte più semplicemente con operazioni di *loan sales*. La dimensione di questo fenomeno era tuttavia limitata. Esiste infatti un limite a questo tipo di attività, nel senso che quando una banca origina 100 e vende 99, è chiaro che l'incentivo a svolgere un'accurata selezione del credito e a monitorare i debitori viene meno. Non vorrei tuttavia che si pensasse che, nel corso della crisi recente, alla fine il problema degli asset che vengono originati e poi distribuiti non fosse più all'interno delle banche. In realtà la grande maggioranza di questi strumenti erano all'interno delle banche, soltanto che molto spesso, siccome titolarizzati, non erano più all'interno dei portafogli immobilizzati, se volete del *banking book*, ma piuttosto all'interno dei portafogli di negoziazione.

Si è dunque verificato un problema non tanto di opacità intrinseca agli strumenti: un titolo risultante da un processo di titolarizzazione, a meno di eccezioni particolari, non è di per sé così complesso da valutare. Se tuttavia esso viene inserito all'interno del *trading book*, dove tipicamente l'attenzione è prevalentemente rivolta ai rischi di mercato, si crea un problema. Abbiamo infatti uno strumento principalmente caratterizzato da rischio di credito, il quale viene valutato da qualcuno che in realtà non ha competenze di natura creditizie.

Sempre con riferimento al fenomeno dell'OTD, credo sia importante non concludere, alla luce della crisi recente, che operazioni di *loan sales* o di cessione del semplice rischio tramite derivati creditizi sia qualcosa di negativo. In realtà, se caratterizzato da alcuni elementi che mantengono quanto meno un *certification effect*, ossia un trasferimento del rischio incompleto in capo alla banca e, quindi, mantengono in vita gli incentivi a una corretta selezione e monitoraggio del rischio di credito, il fenomeno dell'OTD rappresenta un modello positivo che a mio avviso, passata la tempesta, tornerà a diffondersi, seppure con caratteristiche e dimensioni differenti.

Sul fronte delle prospettive per il futuro, il rapporto evidenzia una ridefinizione della propensione al rischio. Si tratta di un aspetto che è stato evidenziato anche dal Dott. Panetta. Io credo che, anche alla luce della verosimile evoluzione della qualità del credito, e dunque del costo del rischio di credito, si debba ragionare bene per capire se è corretto parlare di una riduzione della propensione al rischio o di una riduzione dell'assunzione di rischio. In un contesto in cui anche immaginassimo una

crescita dei portafogli prestiti delle banche nulla o leggermente positiva, come peraltro alcuni vincoli associati ai *Tremonti bond* richiedono, è difficile immaginare che negli anni a venire si verifichi una riduzione dell'assunzione di rischio da parte delle banche. Personalmente, credo accadrà il contrario.

Occorrerà fare molta attenzione, poiché la maggioranza delle banche si trova nella condizione di dover affrontare un verosimile deterioramento delle condizioni di qualità del credito, partendo da una situazione di relativa debolezza patrimoniale.

Venendo ora al tema dell'opacità, un problema più volte toccato nel rapporto, condivido il fatto che alcuni strumenti di mercato che sono stati costruiti negli ultimi anni - alcune enfattizzazioni delle operazioni di titolarizzazione, dove si è arrivati a strumenti il cui valore dipende non soltanto dalla PD, dal *default risk* dei singoli sottostanti, ma anche, per esempio, dalle correlazioni - rappresentano degenerazioni che rendono particolarmente opachi gli attivi degli intermediari che li negoziano. Credo tuttavia che sia anche importante osservare i risultati della letteratura empirica sull'opacità delle banche, una letteratura che in sostanza confronta le banche con le imprese non finanziarie e si domanda se sia più difficile capire quali saranno i risultati di una banca o quelli di un'impresa. Questa letteratura evidenzia come a volta gli attivi che creano problemi di opacità sono a volta a cassa o i *trading asset*; questo risultato deriva dal fatto che questi attivi liquidi lasciano molta discrezionalità in capo al management delle banche.

Il capitolo 4 dell'Osservatorio non è stato illustrato in questa sede ma rappresenta a mio avviso un'analisi

molto interessante. Esso esamina in modo dettagliato l'evoluzione delle linee-guida sia sovranazionali che a livello dei singoli paesi per gli interventi nei Governi relativamente delle banche in crisi. Quanto emerge dal rapporto è, in particolare a livello sovranazionale, un crescente sforzo di coordinamento e un'attenzione importante a tutelare il mercato, evitando eccessi di intervento statale. Per me questo è molto importante. Il rischio attuale, infatti, è che si vada verso un eccessivo spostamento del pendolo dall'altra parte, ossia dal mercato allo Stato. L'evoluzione della normativa sembra più rassicurante di quanto alcune dichiarazioni degli ultimi mesi di esponenti pubblici avrebbero fatto pensare.

Naturalmente quando parliamo di interventi dei Governi, c'è un aspetto, oggi relativamente trascurato, ma in prospettiva a mio modesto avviso molto importante. Si tratta della disciplina di mercato, quella enfatizzata dal terzo pilastro di Basilea 2.

E' piuttosto evidente che oggi la disciplina di mercato non è così rilevante in un contesto in cui le banche pagano *spread* elevati sul proprio indebitamento; se tuttavia dovessimo immaginare una situazione di ritorno alla normalità, ci troveremmo in un contesto nel quale il sistema ha sperimentato di fatto che se domani una banca va in crisi, c'è con un'elevata probabilità di un intervento esterno che salva i creditori, sia quelli protetti da assicurazione, sia quelli non protetti da assicurazione. Si tratta di un meccanismo che potrebbe generare fenomeni di *moral hazard* e dunque di un potenziale problema che andrà considerato. Credo peraltro che una novità introdotta dalla crisi recente è rappresentata dal passaggio dal "*too big to fail*" al "*too entangled to fail*".

Vi sono banche, magari dimensionalmente non così grandi come altre, ma che si caratterizzano per rapporti interbancari - non solo in termini di depositi interbancari, ma anche di derivati OTC - tali per cui l'autorità di vigilanza non si può permettere di generare un rischio sistemico che deriverebbe dalla relativa insolvenza.

Il capitolo 5 è anch'esso stato illustrato in modo molto chiaro ed efficace dal Prof. Baglioni. Credo sia molto importante la considerazione relativa al legame tra *funding liquidity risk* e *market liquidity risk*. Alcuni lavori recenti evidenziano come in realtà a una vigilanza micro che guarda alla solidità della singola istituzione finanziaria, è opportuno affiancare una vigilanza macro, che si preoccupi della stabilità del sistema nel suo complesso. Ciò in quanto alcuni interventi che vanno a salvaguardare la solvibilità del singolo intermediario, interventi anche manageriali di quella singola banca, possono avere ripercussioni molto negative a livello di rischio sistemico.

Un aspetto importante riguarda a mio avviso il tema che menzionavo prima, ossia l'*entanglement* degli intermediari finanziari. Questo fenomeno agisce su due fronti. Da un lato, se una banca ha posizioni debitorie nei confronti di altre banche, essa diventa un soggetto potenzialmente "*too entangled to fail*" e allora bisogna domandarsi se il mercato prezza questa forma di garanzia implicita, ossia dopo la crisi il mercato ha cominciato a prezzare il fatto che alcuni intermediari molto interconnessi di fatto hanno un minor rischio di insolvenza o, se volete, una maggiore probabilità di *bail out*.

Dall'altro c'è la situazione opposta, cioè quella di intermediari che hanno posizioni creditorie nel mercato inter-



bancario e in derivati OTC per le quali evidentemente il potenziale rischio aumenta. Un recente lavoro di Adrian e Brunnermeier ha introdotto una misura di rischio che cerca di riflettere anche questo aspetto, il cosiddetto *Conditional VAR*.

Su entrambi questi aspetti occorre riflettere in termini di implicazioni di *policy*, in particolare in termini di requisiti patrimoniali, per esempio considerando se banche maggiormente *entangled* debbano esse “pagare” un costo sotto forma di maggiore requisito patrimoniale.

Il lavoro di Adrian e Shin menzionato in diversi capitoli dell’Osservatorio Monetario, come evidenziato dagli Autori, mostra come in fase positiva del ciclo, quando i mercati finanziari crescono, in realtà le banche d’investimento aumentano consapevolmente il proprio grado di indebitamento, come misurato dal *leverage*. Su questo aspetto confesso di nutrire qualche perplessità in merito al fatto che il nesso causale sia veramente questo. Potrebbe infatti a mio avviso esistere una spiegazione più semplice. Se un intermediario, prevedendo un aumento dei prezzi, si indebita per acquistare, esso accresce il proprio grado di leva finanziaria e al contempo contribuisce a un aumento dei prezzi.

Il capitolo 6 del rapporto presenta un’analisi empirica condotta da Giovanni Petrella, a mio avviso molto approfondita ed efficace. Essa chiarisce in modo efficace quali sono i diversi provvedimenti che sono stati assunti nei mercati azionari di tutto il mondo per limitare le posizioni di *short selling* nei mercati azionari. Questo lavoro evidenzia in modo molto efficace come questi provvedimenti che restringono la libertà degli operatori hanno inevitabilmente un costo. In questo caso il

costo è rappresentato dalla diminuzione del grado di efficienza dei mercati nel recepire prontamente l'informazione.

Torno a questo su un aspetto che è stato menzionato dal Dott. Panetta. Da una ventina d'anni mi occupo di *risk management*, insegno corsi di strumenti derivati e siedo nell'*advisory board* di un'agenzia di *rating* internazionale: mi sento dunque un po' nel banco degli imputati in questa crisi. Ci si deve a mio avviso domandare, in un contesto come questo, se i sofisticati modelli di *risk management* sviluppati dalle banche di tutto il mondo negli ultimi venti anni abbiano totalmente fallito. Si potrebbe argomentare che essi hanno fallito il test di Keynes: è meglio essere approssimativamente corretti piuttosto che precisamente errati.

Credo vi sia una parte di verità in questo ragionamento, nel senso che la maggioranza di questi modelli si fonda su dati storici e quanto abbiamo visto negli ultimi mesi evidentemente la storia degli ultimi anni non lo mostrava. Occorre tuttavia anche ammettere che in realtà nella prima fase della crisi le misure di rischio prodotte da questi modelli erano significativamente aumentate e in molti casi il management delle istituzioni finanziarie non ha voluto credere a quello che i modelli dicevano, quanto meno nella fase iniziale.

Esiste tuttavia un problema più rilevante, un problema di *governance*, analogo per certi versi a quanto il Dott. Panetta chiamava il ruolo del *risk manager*. Ho l'impressione che esista un problema di asimmetria dei payoff. Si tratta di un problema che non riguarda solo i livelli decisionali più elevati, ma anche quelli più bassi. Di fronte a operazioni che presentano rischi e potenziali

profitti – mi riferisco al periodo precedente la crisi – molto elevati per la banca, abbiamo operatori che grazie al sistema incentivante in essere erano in grado di incamerare parte di questi profitti sotto forma di bonus molto elevati. Dall'altro lato, il *risk management*, anche nei casi in cui ha evidenziato chiaramente i rischi connessi a certe operazioni, è sempre stato vissuto come un freno all'operatività, un ostacolo all'obiettivo della redditività di breve periodo. Il *risk manager*, dal canto suo, non beneficia di premi elevati se blocca certe operazioni perché giudicate troppo rischiose. E' evidente che in una situazione asimmetrica come questa, il potere contrattuale dei diversi soggetti coinvolti risulta particolarmente sbilanciato.

C'è una bella intervista di un *risk manager* di una grande banca internazionale, anonima, che è stata pubblicata qualche mese fa dall'*Economist*, la quale evidenziava molto chiaramente questo aspetto. Si tratta in sostanza, come menzionavo prima, di un problema di forza contrattuale: da una parte abbiamo qualcuno che ha un fortissimo incentivo verso la conclusione di certe operazioni, e dall'altra qualcuno che non ha questo tipo di incentivo a frenare le stesse operazioni, anche se giudicate rischiose.

Io credo che sul ruolo del *risk management*, non soltanto a livello elevato di *governance* di un intermediario finanziario, ma anche ai livelli più bassi, si debba impostare un ripensamento importante.

Chiudo con una considerazione che riguarda un imputato della crisi che è stato più volte menzionato: Basilea 2. Devo dire non tanto nell'Osservatorio Monetario, quanto più in generale nel dibattito che si è generato in segui-

to alla crisi. Continuo a essere uno strenuo difensore di Basilea 2, se non altro per il lavoro importante che credo un po' tutti nel sistema accademico, nelle banche e negli organi di vigilanza hanno dedicato a questo provvedimento normativo. Credo che esso rappresenti un importante miglioramento rispetto al passato e non condivido le analisi critiche che mettono sul banco degli imputati Basilea 2, prima di tutto perché Basilea 2 non c'era quando è nata la crisi, essendo entrato in vigore dopo l'inizio della crisi.

Alcuni sostengono che l'interazione fra i nuovi principi contabili fondati sul concetto di *fair value* e Basilea 2 ha determinato maggiore pro ciclicità. Personalmente ho l'impressione che questa interazione dei principi contabili sarebbe stata uguale con Basilea 1, nel senso che avrebbe prodotto gli stessi, identici effetti.

Un bel lavoro recente di due studiosi della Banca d'Italia, Francesco Cannata e Mario Quagliariello, espone in modo sistematico e rigoroso le linee di difesa di Basilea 2 su tutti i diversi punti. Vi sono in particolare due aspetti sui quali vorrei soffermare l'attenzione. Primo, Basilea 2 nasceva proprio con l'intento di frenare certi arbitraggi regolamentari che di fatto venivano realizzati con operazioni di titolarizzazione, le stesse operazioni poi finite sul banco degli imputati. Si potrebbe dunque forse argomentare che Basilea 2 è arrivata troppo tardi.

Tutto questo non vuol dire ovviamente che Basilea 2 non abbia problemi. E' vero, ad esempio, che Basilea 2 è più prociclico di Basilea 1, nel senso che la prociclicità – la quale è intrinseca in qualunque tipo di sistema di adeguatezza patrimoniale - con Basilea 2 è accentuata perché non agisce solo sulle sofferenze, ossia sui *default*,

ma anche sulle variazioni di *rating*. Questa prociclicità è tuttavia stata molto alleviata nell'ultima versione di Basilea 2. Se uno guarda semplicemente alle ponderazioni per il rischio dell'approccio standard, passando da un *rating* di singola A a uno di singola B, abbiamo un aumento della ponderazione per il rischio di tre volte. Il rapporto fra i corrispondenti tassi di *default* è all'incirca pari a cento volte. In questo senso l'incremento di requisito patrimoniale connesso a un peggioramento del *rating* non è certo allineato all'effettivo peggioramento del rischio. Anche Basilea 2 non riflette dunque appieno il rischio che c'è nel mercato. E' evidente che nel momento in cui si disegna un sistema di adeguatezza patrimoniale che chiede più patrimonio quando c'è più rischio, inevitabilmente esso diventa prociclico.

Ci sono altri modi per cercare di smussare questa prociclicità, per esempio agendo sugli accantonamenti a riserva invece che sul patrimonio. E' quanto effettuato in Spagna mediante il sistema del *dynamic provisioning*. Credo si debba, come peraltro implicitamente osservava anche il Dott. Panetta, affiancare alle regolamentazioni di questa natura, che sono di tipo micro e mirano a tutelare la solvibilità della singola banca, anche delle forme di regolamentazione prudenziale di tipo macro, che si preoccupano maggiormente degli effetti di natura sistemica.



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

Allfunds Bank, S.A.  
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.  
Anima SGR S.p.A.  
Asset Banca S.p.A.  
Associazione Nazionale per le Banche Popolari  
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino  
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 S.p.A.  
Banca Popolare di Intra S.p.A.  
Banca Popolare Lodi S.p.A.  
Banca Popolare di Marostica  
Banca Popolare del Mezzogiorno 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 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 Scpa  
Banco di San Giorgio S.p.A.  
Banco di Sardegna S.p.A.  
Barclays Bank Plc  
Carichieti S.p.A.  
Carifermo S.p.A.  
Cariromagna 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 Friuli Venezia Giulia 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 del Veneto S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.  
Cedacri S.p.A.  
Centrobanca S.p.A.  
Cerved S.r.l.  
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.  
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  
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.  
Meliorbanca S.p.A.  
SEC Consorzio Bancario Servizi Informatici  
Sedicibanca S.p.A.



SIA-SSB S.p.A.  
UBI Banca Scpa  
UBI Banca Private Investment S.p.A.  
UBI Pramerica SGR S.p.A.  
UGF Banca S.p.A.  
Unibanca S.p.A.  
Unicredit Banca S.p.A.  
Unicredit Credit Management Bank S.p.A.  
Unicredit Banca di Roma S.p.A.  
Unicredit MCC S.p.A.  
Unicredito Italiano S.p.A.  
Veneto Banca Holding Scpa

*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 S.p.A.  
Casse del Centro S.p.A.

## ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO  
[www.assbb.it](http://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'ATTIVITA' BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA"  
V. Desario - aprile 2003
- N. 203** "I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITA' DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITA' 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. Curcurutu - maggio 2003
- N. 205** "I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITA' 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 - S.E. D. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208** "STRUTTURA E OPERATIVITA' 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"**  
G.Morcaldò - S.Rossi - M.Lossani - luglio 2004
- N. 214 **"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. D.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. Morcaldò - 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 DI 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. Morcaldò - 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. Ambrosanio - 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 - luglio 2007
- N. 238 **"LA DIRETTIVA MIFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO"**  
V. Conti - G. Sabatini - C. Comporti - 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
- N. 240 **"LA CONGIUNTURA MONETARIA INTERNAZIONALE E I CONDIZIONAMENTI DELLA CRISI DEI MUTUI AMERICANI"**  
D. Delli Gatti - G. Verga - R. Hamai - aprile 2008
- N. 241 **"LA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE PICCOLE MEDIE IMPRESE"**  
G. Gobbi - A. Sanguinetto - P. Modiano - L. Filippa - maggio 2008

- N. 242 **"LA RELAZIONE DI FIDUCIA TRA LA BANCA E IL CLIENTE"**  
C. Salvatori - L. Crisigiovanni - F. Anelli - N. Pagnoncelli - maggio 2008
- N. 243 **"IL FUTURO DELL'IMPRESA BANCARIA,  
TRA MALIA DELLA FINANZA E RICHIAMO DEL TERRITORIO"**  
M. Sarcinelli - novembre 2008
- N. 244 **"ESPERIENZE DI AVVIO DEGLI ORGANISMI  
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001"** - novembre 2008
- N. 245 **"ESPERIENZE DI AVVIO DEGLI ORGANISMI  
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001"** - novembre 2008
- N. 246 **"BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO"**  
A.M. Tarantola - M. Sarcinelli - T. Bianchi - aprile 2009
- N. 247 **"GLI IMPATTI DELLA CRISI SUGLI ASSETTI PROPRIETARI  
E SUL CAPITALE DELLE BANCHE"**  
V. Calandra Buonauro - G. Napolitano - aprile 2009
- N. 248 **"LA REAZIONE DELLE BANCHE ALLA CRISI  
E LE STRATEGIE PER IL FUTURO" (1° PARTE)**  
G. Vaciago - G. Zadra - aprile 2009
- N. 249 **"LA REAZIONE DELLE BANCHE ALLA CRISI  
E LE STRATEGIE PER IL FUTURO" (2° PARTE)**  
R. Nicastro - M. Fiordi - A. Azzi - G. Viani - aprile 2009
- N. 250 **"BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO" Commenti**  
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009

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

Finito di stampare Luglio 2009