

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

1/2009

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 F. Meda n. 2/4 - c/c n. 40625



Università Cattolica del S. Cuore
LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2009

Autori del presente rapporto sono: Domenico Delli Gatti (cap. 1), Giovanni Verga (cap. 2), Elena Beccalli, Paola Bongini e Arturo Patarnello (cap. 3), Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri (cap. 4), Angelo Baglioni e Andrea Monticini (cap. 5), Giovanni Petrella (cap. 6).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a 25 febbraio 2009.

Laboratorio di Analisi Monetaria:
Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:
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. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – UN SISTEMA FINANZIARIO GLOBALE DA (RI)COSTRUIRE	pag. 1
PARTE I - ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	pag. 3
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	3
1. Da <i>financial turmoil</i> a <i>global crisis</i> : la crisi finanziaria si accentua ...	3
2. ... e l'economia reale entra in recessione	3
3. Dalla stagflazione al rischio deflazione	6
4. USA: la recessione più lunga	6
5. La recessione colpisce anche l'Europa	8
6. Se l'Europa va male, l'Italia (generalmente) peggio ...	10
7. Le sfide della politica economica	10
2 – CRISI FINANZIARIA, TASSI DI MERCATO ED EVOLUZIONE DELLE POLITICHE MONETARIE	12
1. La FED: la crisi di settembre	12
2. Dal controllo dei tassi al <i>credit easing</i>	14
3. La zona-Euro	17
4. La situazione attuale e le prospettive	20
PARTE II - L'IMPATTO DELLA CRISI SULL'INDUSTRIA BANCARIA	23
3 – MODELLI DI INTERMEDIAZIONE DELLE BANCHE EUROPEE E LA VALUTAZIONE DEL MERCATO	23
1. I processi di cartolarizzazione e il modello OTD	24
2. Attività di mercato e intermediazione bancaria: una analisi dei trend in Europa	26
3. Linee di diversificazione del business e il modello OTD: un'analisi a livello micro	30
4. Conclusioni	37
4 – L'INTERVENTO DEI GOVERNI A SOSTEGNO DELLA SOLVIBILITÀ DELLE BANCHE	41
1. Le linee guida sovra-nazionali	41
2. Le disposizioni (in vigore) della Commissione Europea in tema di piani di ricapitalizzazione	45
3. I piani di ricapitalizzazione in Europa	48
4. Alcune considerazioni di sintesi	58
5 – MERCATO MONETARIO, CRISI DI LIQUIDITÀ E INTERVENTI DELLE BANCHE CENTRALI	60
1. Introduzione	60
2. Crisi di liquidità: teoria ed evidenza empirica	60
3. Il mercato monetario negli USA e gli interventi della FED	66
4. Il mercato monetario dell'area Euro e gli interventi della BCE	75
5. Conclusioni	78



6 – IL MERCATO AZIONARIO E IL DIVIETO DI VENDITE ALLO SCOPERTO	81
1. Introduzione	81
2. Regolamentazione	82
3. Analisi empirica	86
4. Conclusioni	93

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è focalizzato su un tema – cause e implicazioni della crisi finanziaria globale per l'industria bancaria – sviluppato nella parte II. Questa sezione monografica segue un aggiornamento congiunturale sviluppato nella parte I.

PARTE I: ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Il primo capitolo si occupa dell'andamento del quadro macroeconomico internazionale sempre più condizionato dall'evoluzione della crisi finanziaria ormai diventata – soprattutto dopo il fallimento di Lehman Brothers – la Grande Crisi o la *Crisi Globale*.

Parallelamente all'acutizzarsi della crisi sul versante finanziario, nel secondo semestre dello scorso anno abbiamo assistito alla trasmissione della crisi al versante reale dell'economia: tutti i paesi industrializzati sono infatti entrati in una fase recessiva caratterizzata da un'intensità che, valutata in base ai dati riguardanti il quarto trimestre del 2008, è senza precedenti.

La speranza di un *decoupling* tra la dinamica congiunturale nei paesi avanzati (destinata a diventare negativa per effetto della crisi finanziaria) e quella dei paesi emergenti (che si auspicava rimanesse sostenuta) si è quindi rivelata illusoria. Stiamo assistendo ad una accentuata *sincronizzazione* del ciclo tra paesi avanzati e a una trasmissione della fase ciclica da questi ultimi verso quelli emergenti. La recessione, congiuntamente al ridimensionamento drastico e repentino dei prezzi delle materie prime, ha azzerato il rischio inflazionistico che si era imposto all'attenzione dei commentatori nella primavera-estate del 2008. Oggi, a differenza di nove mesi orsono, l'inflazione non è più un

problema. Si pone semmai il problema opposto del rischio deflazionistico.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi dei tassi di mercato e alla spiegazione delle principali azioni intraprese dalle banche centrali per fronteggiare la grave crisi di liquidità e di sfiducia che ha raggiunto il suo culmine nei primi giorni dello scorso ottobre, quando le principali banche centrali hanno concordato fra loro una serie di interventi volti ad evitare il diffondersi di panico. Sia la banca centrale americana che quella europea hanno ridotto i tassi ufficiali e fornito ampia liquidità al sistema. In particolare, la Fed, dopo aver praticamente azzerato i suoi tassi a dicembre, ha inaugurato una nuova politica di finanziamenti "diretti e selettivi" definita *credit easing*. La BCE ha invece tolto ogni limite quantitativo al finanziamento del sistema bancario. Al momento questa crisi sembra in buona parte superata, ma permangono timori per la redditività e solvibilità di alcuni istituti finanziari e per l'andamento dell'economia in continuo peggioramento.

PARTE II - L'IMPATTO DELLA CRISI SULL'INDUSTRIA BANCARIA

L'analisi svolta nel terzo capitolo delinea la misura e l'intensità con cui all'avvio della crisi i sistemi finanziari europei presentavano un orientamento del modello di intermediazione verso i mercati, nonché i tratti operativi caratterizzanti il modello di business delle banche. L'analisi si propone inoltre di verificare in quale misura la risposta dei mercati nelle fasi precedenti e contestuali alla crisi sia direttamente ricollegabile al modello di business prescelto. Da ultimo il lavoro svolto nel capitolo cerca di individuare possibili misure di intervento sui modelli di intermediazione quale risposta di



medio termine alla crisi. La conclusione cui si perviene è decisamente chiara: la crisi ha messo in discussione la preferibilità di modelli di intermediazione orientati verso i meccanismi di mercato e impone alle banche una revisione del proprio ruolo nell'architettura dei sistemi finanziari e un recupero delle proprie specificità.

Il quarto capitolo ripercorre l'evoluzione delle linee guida sovra-nazionali con riferimento alle misure di ricapitalizzazione delle banche ed evidenzia che BCE e Commissione Europea hanno progressivamente delineato un quadro sempre più dettagliato e stringente entro il quale i singoli governi hanno potuto varare le misure di ricapitalizzazione delle banche.

Vengono poi esaminati i piani di intervento a sostegno della solvibilità delle banche varati dai governi dei principali paesi europei: Regno Unito, Francia, Germania e Italia. Le misure adottate ed il loro stato di attuazione sono differenziati sotto diversi profili:

- per importi massimi stanziati, più elevati, per Germania e Regno Unito (3,3% e 2,5% del Pil);
- per importi utilizzati: più elevati nel Regno Unito e Germania (1,8% e 1% del Pil);
- per numero di banche che hanno aderito: più elevato in Francia (6 banche);
- per ammontare di capitale sottoscritto in ciascuna banca: più elevato nel Regno Unito (20 e 37 miliardi di sterline) e in Germania (16 miliardi in Commerzbank).

Gli stanziamenti massimi previsti per le banche quotate italiane saranno al massimo pari a quelli previsti in Francia (circa l'1,2%) dove già 6 banche hanno aderito per importi singoli compresi tra 0,95 e 3 miliardi di euro a condizioni di remunerazione differenziate tra banche e dove si prevede a breve l'utilizzo completo dello

stanziamento a condizioni non dissimili da quelle previste per le banche italiane.

Le banche italiane hanno dichiarato che valuteranno in tempi rapidi se aderire al nuovo piano approvato dalla Commissione, non appena verrà emanato il decreto di attuazione dell'art.12 della legge 2, 2009 e non potranno non tener conto dei risultati definitivi dell'esercizio 2008, in corso di definizione in questi giorni.

Il quinto capitolo analizza i principali avvenimenti che hanno caratterizzato l'operatività del mercato monetario nell'ultimo anno e mezzo, concentrandosi in particolare sugli interventi svolti dalle banche centrali. I problemi emersi nel mercato del credito immobiliare hanno 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 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. 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 sesto capitolo si concentra sull'analisi delle principali misure volte a limitare le vendite allo scoperto di azioni di banche e assicurazioni.

Le misure restrittive in materia di vendite allo scoperto influenzano negativamente il processo di *price discovery* e producono una riduzione del livello di efficienza informativa dei prezzi, in particolare nelle fasi di mercato al rialzo. Ciò avviene in quanto tali misure escludono dal mercato operatori informati con aspettative

negative, la cui attività di negoziazione contribuisce a incorporare nei prezzi le informazioni negative e riduce il rischio di sopravvalutazione dei corsi azionari.

I comportamenti osservati fanno ritenere che le autorità di regolamentazione preferiscono sopportare i costi di una riduzione temporanea del livello di efficienza informativa e della liquidità del mercato azionario, pur di evitare comportamenti manipolativi dei prezzi che – in una fase prolungata di *distress selling* – potrebbero minacciare la stabilità delle istituzioni finanziarie.

INTRODUZIONE

UN SISTEMA FINANZIARIO GLOBALE DA (RI)COSTRUIRE ♦

La crisi finanziaria è lungi dall'essere superata e nel frattempo vi si è aggiunta prima la recessione (negli Stati Uniti a fine 2007; in Europa dal secondo trimestre 2008; in tutto il mondo dal quarto trimestre 2008) e poi, dall'ottobre scorso, la crisi dell'industria. Oggi, è l'intera economia globale ad avere problemi, mentre i principali Governi rischiano solo di sbagliare nel tentativo di porvi rimedio.

Una vecchia regola di politica economica (e di buon senso) dice che se hai tre problemi dovresti usare tre strumenti per curarli. Qualcosa che è più facile a dirsi che a farsi, visto che i problemi stessi tendono ad evolvere in modo carsico, scomparendo e poi all'improvviso tornando a presentarsi a volte in modo drammatico.

Nell'ultimo anno, è ogni tanto sembrato che una grande banca stesse per fallire, ma appena l'emergenza veniva in qualche modo superata, la stessa crisi finanziaria era dimenticata e si dava priorità a misure Keynesiane o per rinforzare gli ammortizzatori sociali perché nel frattempo era la recessione che si aggravava. Salvo poi scoprire che da ottobre sono crollati gli investimenti e quindi (in tutto il mondo!) c'è un bel pezzo di industria che sta chiudendo. E allora servono con urgenza provvedimenti volti a favorire una qualche parte dell'industria. Una volta finito il giro, poi si ricomincia ad occuparsi della crisi finanziaria.

Questo modo tutto sommato casuale di curare i nostri maggiori problemi a seconda della quotidiana emergenza non lascia abbastanza tempo per mettere a fuoco il problema davvero

più importante, che è quello del sistema finanziario internazionale da ricostruire.

Continua infatti il dibattito su ricapitalizzazione delle banche *versus* “bad bank” *versus* “reverse auctions” per liberare i portafogli delle banche dai titoli di valore più dubbio. Ed è un dibattito tra autorità, operatori, e studiosi in cui sembra che tutti possano esprimere opinioni senza che nessuno mai debba prendere decisioni. E' peraltro evidente che nessuno sa porre rimedio alla crisi se non c'è consenso su come dovrà essere il “nuovo” sistema finanziario che emergerà dalle macerie di quello andato a pezzi.

Ciò vale sia per i tanti aspetti di regolamentazione già messi a fuoco dal *Financial Stability Forum* sia per gli aspetti di *policy* sottolineati dal G-20. Ma vale a maggior ragione per gli aspetti di fondo del sistema finanziario e quindi per i rapporti – quanto a operatori, prodotti e regole – tra (avremmo detto una volta) banca e borsa, o in termini più moderni tra sistema bancario (compreso quello “ombra”) e mercati.

Il dibattito sulle cause della crisi finanziaria odierna è infatti servito a confrontare due principali responsabilità: quella macroeconomica, dell'eccessiva espansione monetaria e fiscale; e quella microeconomica, del deficiente disegno delle competenze dei diversi intermediari e dei loro rapporti (diretti o *via* mercato).

Nel primo caso, una politica troppo espansiva combinata con una divisione del lavoro tra consumatori-occidentali e produttori-risparmiatori-orientali, ha prodotto squilibri alla lunga insostenibili, con una successione di *bolle speculative* che è infine sfociata in una crisi gravissima.

Nel secondo caso, le responsabilità sono altrettanto gravi, ma diverse, perché il problema trae origine dalla impressionante crescita di

♦ A cura di Giacomo Vaciago.



strumenti finanziari “ibridi”¹ che pur avendo l’apparenza dei titoli, da negoziare sull’appropriato mercato, in modo trasparente e ben regolamentato, in realtà non hanno affatto avuto tale caratteristica.

Mentre il primo è un caso di “fallimento del mercato”, il secondo è un caso ben diverso: è il fallimento del “non-mercato”! Cosa ci insegna tutto ciò per il compito più importante, relativo al disegno del sistema finanziario del futuro che meglio combini efficienza e stabilità? A maggior ragione nel momento in cui si discute delle Autorità le cui responsabilità di vigilanza dovranno essere potenziate - e per quanto ci riguarda la proposta è che ciò riguardi soprattutto

la BCE - è evidente l’importanza di ridefinire il rapporto tra ciò che si fa come credito, e quindi in quanto banca, e ciò che è invece tipico strumento finanziario destinato ad essere scambiato – e valutato! – su un mercato della qualità appropriata. Da questo punto di vista, il sistema finanziario che ci serve è semplicemente da costruire perché quello che è andato a pezzi era tutto meno che un buon mercato. Sappiamo da Adam Smith (1776) che la crescita economica è spiegata dall’aumentato ruolo e dimensione del mercato, ma sappiamo anche che il peggio avviene quando pensavamo che il mercato ci fosse, e non era vero.

¹ Vedi il mio *Una crisi da ignoranza*, “Osservatorio Monetario”, 3/2007.

ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

1. IL QUADRO MACROECONOMICO ♦

1. Da *financial turmoil* a *global crisis*: la crisi finanziaria si accentua ...

Manifestatasi nell'estate di due anni fa – anche nei commenti dei giornali – come *turbolenza finanziaria* (*financial turmoil*), la crisi finanziaria si è sviluppata con virulenza e su scala tale da diventare – soprattutto dopo il fallimento di Lehman Brothers – la Grande Crisi o la *Crisi Globale*.

La crisi ha percorso uno schema evolutivo “a strappi”. All'esplosione dell'agosto-settembre 2007 aveva fatto seguito un periodo di bonaccia che era sfociato nella turbolenza del dicembre 2007-gennaio 2008. Le tensioni erano poi rientrate per riacutizzarsi nuovamente in marzo, all'epoca dell'acquisizione di Bear Stearns da parte di J.P. Morgan Chase. Ogni fase acuta della crisi si è manifestata con un ampliamento repentino e significativo dello *spread* a 3 mesi tra Libor e tasso sui titoli di stato o sull'Overnight Interest Swap (OIS).

La tarda primavera e l'inizio dell'estate 2008 erano ancora di bonaccia, ma le tensioni si sono improvvisamente e drammaticamente riacutizzate tra settembre e ottobre. Per dare un'idea della natura e della dimensione del nuovo “strappo” basta ricordare gli avvenimenti che si sono succeduti a partire da settembre:

- sono stati nazionalizzati Fannie Mae e Freddie Mac;
- è fallita Lehman Brothers;
- Merrill Lynch è stata acquistata da Bank of America;

- è stata salvata AIG;
- sono state salvate Fortis, Dexia e nazionalizzate altre banche europee di dimensioni non irrilevanti;
- è stata salvata Citigroup.

Sui mercati azionari si sono verificati crolli in numerose sedute, talvolta consecutive (dando origine a diverse *black week*).

Il mercato interbancario è entrato in fibrillazione. Lo “strappo” è stato più violento che nelle precedenti occasioni come segnalato dall'impennata dello *spread* tra Libor e tasso sui titoli di Stato USA – discusso a fondo nel capitolo 2 – che ha toccato i 4,5 punti percentuali in ottobre superando di gran lunga i picchi precedenti (collocati tra il 2 e il 2,5 %).

Il fallimento di Lehman ha segnato uno spartiacque nello sviluppo della crisi perché i mercati hanno percepito nettamente il rischio del *financial meltdown*.

Gli interventi massicci delle banche centrali – su entrambe le sponde dell'Atlantico – e dei governi (con il piano TARP negli USA e i piani di ricapitalizzazione delle banche in Europa – che verranno discussi nel capitolo 4) hanno impedito la liquefazione dei mercati finanziari e avviato una fase di progressivo ma lentissimo scongelamento dell'interbancario, che tuttavia rimane ben lungi da un'operatività normale. Il mercato del credito però ha subito un nuovo contraccolpo: la concessione del credito bancario ha rallentato drasticamente e i termini a cui il credito viene concesso sono diventati più restrittivi.

2. ... e l'economia reale entra in recessione

Parallelamente all'acutizzarsi della crisi sul versante finanziario, nel secondo semestre dello scorso anno abbiamo assistito alla trasmissione della crisi dal versante finanziario a quello reale:

♦ A cura di Domenico Delli Gatti.

tutti i paesi industrializzati sono entrati in recessione.

Nella TAB. 1 presentiamo il tasso di crescita congiunturale annualizzato (d'ora in poi c.a.) del PIL nei principali paesi industrializzati nel corso del 2008. Il dato relativo al quarto trimestre – disponibile solo per alcuni paesi – è davvero impressionante. Esso mette in luce il pessimo momento congiunturale sia in USA che in Europa, Gran Bretagna e soprattutto Giappone. Le indicazioni che provengono dalle ultime indagini congiunturali, confermano il quadro negativo sia nello scorcio finale del 2008, sia in quello iniziale del 2009.

TAB. 1 Paesi industrializzati: tassi di crescita congiunturali annualizzati del PIL

	I-08	II-08	III-08	IV-08
Stati Uniti	0.9	2.8	-0.5	-3.8
Giappone	2.4	-3.7	-1.8	-12.7
UK	1.2	0.0	-2.0	-5.9
Area Euro	2.8	-0.8	-0.8	-6%
Francia	2.6	-1.3	0.5	n.d.
Germania	6.1	-2.0	-2.1	-8
Italia	1.9	-1.6	-2.0	-7.2

La parte avanzata del mondo quindi è alle prese con la recessione. Ma cosa succede negli emergenti? In un precedente numero di OM abbiamo evidenziato come nel primo trimestre del 2008 si fosse manifestato un *decoupling* (tra USA in fase di semi-stagnazione ed Europa che stava sperimentando un tasso di crescita soddisfacente) nel *decoupling* apparentemente in corso tra paesi già industrializzati e paesi emergenti (che ancora crescevano a ritmi sostenuti). Che ne è stato del *decoupling*?

Nella TAB. 2 presentiamo il tasso di crescita tendenziale del PIL nei principali paesi emergenti – i cosiddetti BRIC – nel corso del 2008. Il dato relativo al quarto trimestre è disponibile solo per alcuni paesi. L'espansione

nei paesi emergenti, pur essendo ancora in corso, ha rallentato al punto che molte di queste economie si trovano in una vera e propria fase di recessione da crescita.

TAB. 2 Paesi emergenti: tassi di crescita congiunturali annualizzati del PIL

	II-08	III-08	IV-08
Brasile	6.1	9.0	n.d.
Russia	7.8	6.2	1.1
India	7.9	7.6	n.d.
Cina	10.1	9.0	6.8

Ciò vale per i paesi prevalentemente trasformatori come la Cina e i paesi del sud-est asiatico (ad esempio la Corea) e a maggior ragione per i paesi produttori di petrolio e materie prime, come i paesi arabi e la Russia, che non possono più contare sulla crescita degli introiti di vendita sui mercati internazionali delle loro materie prime, visto il crollo dei prezzi del petrolio su cui ci soffermeremo tra breve.

Il quadro macroeconomico internazionale, quindi, considerato sotto il profilo della crescita, è molto preoccupante. Non stupisce che il PIL mondiale e il commercio mondiale siano pertanto in fase di drammatica decelerazione. Alcuni pre-consuntivi collocano il tasso di crescita del PIL mondiale nella media del 2008 attorno all'1% contro il 4% del 2007, mentre il commercio internazionale dovrebbe diminuire del 2%.

La speranza di un *decoupling* tra la dinamica congiunturale nei paesi avanzati (destinata a diventare negativa per effetto della crisi finanziaria) e quella dei paesi emergenti (che si auspicava rimanesse sostenuta) si è quindi rivelata illusoria. Stiamo assistendo ad una accentuata *sincronizzazione* del ciclo tra paesi nella parte avanzata del mondo e ad una trasmissione della fase ciclica dei paesi avanzati a quelli emergenti. Le dinamiche cicliche sono

quindi *coupled* ossia appaiate e a condurre le danze, come sempre in passato, sono gli avanzati, a cominciare dagli USA: se la locomotiva si ferma, i vagoni non possono sopravanzarla.

Il fenomeno è particolarmente grave per gli emergenti perché finora, nel variegato mondo dei paesi non appartenenti al club degli avanzati, la crescita è stata trainata dagli investimenti e dalla domanda estera netta. E gli investimenti hanno avuto una dinamica vivace proprio perché i comparti industriali nei paesi in via di sviluppo dovevano attrezzarsi per sostenere la competizione internazionale.

I paesi emergenti, dunque, non hanno esperienza di crescita trainata dai consumi interni, né hanno a disposizione strumenti adeguati per passare da una crescita trainata dalla domanda estera ad una trainata dalla domanda interna. Il rallentamento quindi rischia di trasformarsi in recessione anche nell'area finora rivelatasi più dinamica dell'economia mondiale. Si concretizzerebbe quindi lo scenario *worst case* nel quale tutte le economie, industrializzate ed emergenti, si allineano lungo un sentiero di recessione generalizzata.

Possiamo individuare un lato positivo della recessione? A dire il vero, cercando bene se ne possono trovare almeno due.

In primo luogo ci si può legittimamente attendere che la recessione contribuisca a eliminare gli *squilibri globali*, la cui manifestazione più eclatante è il deficit americano di parte corrente - che attualmente viaggia attorno al 5% del PIL (dopo aver toccato il 7%) - e la sua controparte rappresentata dal surplus dei movimenti di capitale.

In un certo senso si sta materializzando lo scenario di “atterraggio duro” (*hard landing*) dell'economia statunitense che era già stato preso in considerazione quando la crescita

americana era ancora sostenuta e a cui gli analisti e i commentatori tendevano ad associare una probabilità piuttosto bassa. In questo scenario, il *gap* tra importazioni ed esportazioni si chiuderebbe per effetto di una drastica riduzione delle prime a seguito della diminuzione del reddito USA.

A finanziare il deficit di parte corrente americano erano e sono tuttora prevalentemente le economie emergenti, a cominciare da quelle asiatiche, e le loro banche centrali, desiderose di evitare il deprezzamento del dollaro nei confronti delle valute domestiche.

La recessione USA, inducendo una progressiva riduzione del disavanzo di parte corrente, dovrebbe attenuare la tendenza del dollaro – su cui peraltro ha positivamente agito in questi ultimi mesi proprio il dispiegarsi del processo di *deleveraging* – a deprezzarsi. A parità di altre condizioni, l'incentivo delle banche centrali asiatiche a sostenere il cambio del dollaro per evitare la perdita di competitività delle proprie merci dovrebbe venire progressivamente meno.

Non siamo convinti che questo scenario sia particolarmente attraente per i paesi emergenti e in particolare per la Cina. Ancora una volta, per sostenere i ritmi di crescita sperimentati finora in un contesto globalmente più equilibrato come quello che si profila al termine della crisi finanziaria e della recessione – un contesto in cui gli USA riducono progressivamente l'assorbimento e quindi non si espongono alla penetrazione delle importazioni dal resto del mondo – le economie emergenti dovrebbero imparare a correre con le loro gambe, ossia avere un motore interno della crescita, uno scenario a cui non sono abituate e di cui non si vedono i segnali.

Il secondo effetto positivo è dovuto al fatto che la recessione, congiuntamente al ridimensionamento drastico e repentino dei

prezzi delle materie prime, ha azzerato il rischio inflazionistico che si era imposto all'attenzione dei commentatori nella primavera-estate del 2008. Oggi, a differenza di sei-nove mesi fa, l'inflazione non è più un problema. Si pone semmai il problema opposto del rischio deflazionistico.

3. Dalla stagflazione al rischio deflazione

Con riferimento alla dinamica dei prezzi, il rischio principale nel breve termine è diventato la deflazione, dal momento che l'inflazione è in caduta libera. In larga misura ciò è dovuto al contro-shock petrolifero intervenuto nella seconda metà del 2008.

Attualmente, il prezzo di un barile di petrolio si colloca al di sotto dei 40 dollari, dopo aver toccato punte di 150 dollari nell'estate del 2008. Nell'arco di un semestre quindi si è verificato un decremento superiore al 70%.

La TAB. 3 mette a confronto il dato più recente relativo al tasso di crescita tendenziale dei prezzi al consumo (dicembre 2008 o gennaio 2009 a seconda dei paesi) – riportato nella prima colonna – e quello registrato un anno addietro nello stesso mese. Negli USA, a fine 2007 l'inflazione viaggiava attorno al 4% e in Europa oltre il 3%. Nel corso del primo semestre del 2008 la probabilità di una recrudescenza inflazionistica era diventata molto alta. Successivamente si è verificata una rapida decelerazione dei prezzi. Attualmente molti paesi industrializzati registrano tassi di crescita dei prezzi dell'ordine di poco più dell'1%. Anche nei BRIC si è registrata una consistente decelerazione. Alcuni paesi quindi sono a rischio deflazione.

Se la deflazione dovesse effettivamente materializzarsi, ci troveremmo in presenza di un cocktail di prezzi decrescenti, tassi di interesse prossimi allo zero e liquidità “tesoreggiata” dal

sapere inequivocabilmente giapponese. Non ce la sentiamo di attribuire una probabilità molto alta a questo scenario, ma essa tuttavia non è nulla.

TAB. 3 Inflazione: tasso di variazione tendenziale

	Dicembre 08	Un anno fa
Stati Uniti	0.1	4.1
Giappone	0.4	0.7
UK	3.1	2.1
Area Euro	1.1*	3.2*
Francia	1.0	2.6
Germania	0.9*	2.8*
Italia	1.6*	3.0*
Spagna	1.4*	4.2*
Brasile	5.8*	4.6*
Russia	13.4*	12.6*
India	9.7	5.5
Cina	1.0*	7.1*

Note: l'asterisco indica che il dato è riferito a gennaio.

4. USA: la recessione più lunga

Secondo la nuova metodologia messa a punto dal NBER – che impiega una batteria di indicatori più ampia del PIL *sic et simpliciter* – la recessione negli USA è iniziata sul finire del 2007. In effetti nel quarto trimestre del 2007 si era registrato un decremento del PIL, ma nella prima parte del 2008 il tasso di crescita trimestrale congiunturale annualizzato del PIL negli USA è rimasto in territorio positivo. Nel secondo trimestre del 2008 poi, la dinamica del PIL è risultata discreta nonostante l'accumularsi di cattive notizie provenienti dal mercato del lavoro.

La recessione si è manifestata nei dati di contabilità nazionale solo nel terzo trimestre del 2008 – periodo nel quale il tasso di variazione percentuale congiunturale annualizzato del PIL è risultato pari a -0,5%. La caduta è stata rilevante

(ma per molti versi inferiore al previsto) nel quarto trimestre del 2008: -3,8%.

Nella TAB. 4 riportiamo i tassi di crescita congiunturali annualizzati delle principali componenti della domanda aggregata.

TAB. 4 USA: Tassi di crescita congiunturali annualizzati delle principali componenti della domanda (valori percentuali)

	I-08	II-08	III-08	IV-08
PIL	0.9	2.8	-0.5	-3.8
Consumo	0.9	1.2	-3.8	-3.5
Investimento	-5.8	-11.5	0.4	-12.3
Spesa pubblica	1.9	3.9	5.8	1.9
Esportazioni	5.1	12.3	3.0	-19.7
Importazioni	-0.8	-7.3	-3.5	-15.7

Quali sono le fonti dell'incipiente recessione negli USA?

Per rispondere basta calcolare i contributi alla crescita del PIL provenienti dalle diverse componenti della domanda aggregata.

Alla contrazione degli investimenti fissi – questa volta soprattutto di quelli non residenziali – sono riconducibili oltre tre punti percentuali di diminuzione del PIL. Circa 2 punti e mezzo sono invece attribuibili alla flessione dei consumi. La domanda estera netta ha fornito un contributo nullo alla crescita perché il contributo negativo delle esportazioni – che sono diminuite – è stato compensato da quello positivo delle importazioni (anch'esse in diminuzione).

Se null'altro fosse variato il PIL sarebbe diminuito del 5,5% circa. Qualche altra componente della domanda, quindi, ha in parte compensato la caduta, facendo da rete di protezione dell'attività produttiva. In effetti si è registrato un consistente accumulo di scorte che ha contribuito per 1,3 punti percentuali alla crescita del PIL. Inoltre la spesa pubblica ha contribuito per 0,4 punti percentuali.

Il dato aggregato, ossia il decremento del -3,8%, è quindi la somma algebrica di -5,5%, attribuibile a consumi e investimenti fissi, e +1,7%, attribuibile all'investimento in scorte e alla spesa pubblica.

La variazione delle scorte, come è noto, rappresenta una quota molto piccola del PIL, ma la sua volatilità è altissima e può essere determinante nella spiegazione della *dinamica* del PIL stesso. In condizioni recessive, l'investimento in scorte si può interpretare in buona sostanza come l'effetto di un accumulo indesiderato di prodotti finiti invenduti.

L'occupazione si è ridotta di circa 2 milioni di unità tra agosto e dicembre 2008. Il tasso di disoccupazione è salito al 7,6% in gennaio.

Quale storia raccontano questi indicatori? Alcuni elementi di questa vicenda sono già noti ed erano largamente attesi. Innanzitutto si conferma che all'origine della recessione è la crisi del mercato immobiliare. Essa ha generato la crisi dei mutui *subprime* secondo i meccanismi ormai noti, che sono stati esaminati anche su queste pagine. Inoltre ha contribuito alla determinazione di un clima congiunturale non positivo per effetto della contrazione degli investimenti residenziali.

Ma il *fallout* della crisi del mercato immobiliare è stato ancora più devastante, innanzitutto per l'effetto ricchezza negativo ad essa associato.

Il prezzo delle case secondo l'indice Case-Shiller è sceso nell'ottobre 2008 del 25% rispetto al picco raggiunto a metà del 2006. Al crollo dei prezzi degli immobili, che continua ancora nel momento in cui scriviamo, si affianca quello del mercato azionario. Attualmente la dinamica dei prezzi azionari è parallela a quella dei prezzi degli immobili, e continua a esacerbare gli effetti ricchezza negativi. Si calcola che a fine settembre 2008 la ricchezza delle famiglie nel suo complesso fosse scesa al

500% del reddito disponibile, contro il 600% dell'anno precedente.

Sono in fase di flessione gli indicatori di fiducia delle famiglie. La componente dei consumi che sta decelerando in modo più rilevante e vistoso è quella dei beni durevoli e in particolare delle automobili, le cui vendite risentono sia dell'attuale calo della fiducia che delle condizioni restrittive sul mercato del credito. Si è infatti assottigliato il flusso di credito che giunge alle famiglie. In ottobre la Fed ha reso noti i risultati della *Senior Loan Officer Opinion Survey* da cui emerge un'ulteriore restrizione degli standard per la concessione del credito. L'elemento relativamente nuovo che catalizza la recessione amplificandone gli effetti è la dinamica degli investimenti fissi. Ci si trova quindi nella fase nella quale le imprese ridimensionano i piani di ampliamento della capacità produttiva perché scontano l'affievolirsi della domanda futura.

Il tasso di inflazione al consumo, che aveva raggiunto il 4,4% nell'agosto 2008, è diminuito nel giro di un trimestre fino all'1,4% di novembre. Si tratta di inflazione *headline*: il crollo del tasso di inflazione è quindi riconducibile in primo luogo alla dinamica dei prezzi dei carburanti e degli alimentari. Ma anche l'inflazione *core* sta gradatamente rallentando. In un contesto potenzialmente deflazionistico questa non è una buona notizia.

Di fronte alla duplice sfida rappresentata dalla crisi finanziaria e dalla recessione, i responsabili di politica economica hanno reagito con uno sforzo senza precedenti, sia sul fronte della politica monetaria che su quello della politica fiscale.

Il tasso sui *Fed Funds* è stato praticamente azzerato e la banca centrale americana ha intrapreso un cammino di *quantitative easing* ossia di decisa espansione degli aggregati

monetari (di cui tratteremo più a lungo all'interno del capitolo 4): un quadro che richiama alla mente la ZIRP, ossia la *Zero Interest Rate Policy*, adottata nel corso della crisi degli anni '90 dalla banca centrale giapponese. Quanto alla politica fiscale, la nuova amministrazione Obama ha varato un nuovo pacchetto di stimolo fiscale, comprensivo di tagli alle imposte e aumento di spesa pubblica pari al 6% del PIL.

L'incognita è ora rappresentata dalla l'efficacia di queste misure. Agli ottimisti che vedono la ripresa già nella seconda metà del 2009 per effetto degli interventi di politica economica, si contrappongono i pessimisti che sottolineano la lentezza nella risposta del sistema economico agli stimoli monetario e fiscale: i tassi di interesse hanno già praticamente toccato il fondo e famiglie e imprese hanno adottato comportamenti guardinghi, dominati da un clima di sfiducia generalizzata. Le famiglie si avviano sempre più lungo un sentiero di risparmio precauzionale. Le imprese vorranno in futuro smaltire le scorte di magazzino e aspettare finché si manifesteranno i primi segni di ripresa della domanda prima di riprendere ad investire.

5. La recessione colpisce anche l'Europa

La recessione ha colpito in modo generalizzato l'Europa, dalla Gran Bretagna alla Germania, dalla Spagna all'Italia.

Fuori dall'UME, il paese che sta subendo i contraccolpi più gravi della crisi sul piano della attività produttiva è il Regno Unito.

Quanto all'Eurozona nel suo complesso, essa è entrata in territorio recessivo nel secondo trimestre del 2008 e da quel momento l'economia si è avvilita su se stessa, come risulta dalla TAB. 5. Nel quarto trimestre del 2008 la diminuzione congiunturale annualizzata del PIL dell'Eurozona è stata dell'ordine del 6%.

Come è stato recentemente detto, il 2009 rischia di essere l'*annus horribilis* dell'economia dell'Eurozona. La crisi inoltre proietta ombre sinistre sulla stessa sopravvivenza dell'area dell'euro, come emerge da alcune analisi del rischio di *break-up* dell'UME. Si tratta di preoccupazioni chiaramente esagerate ma danno il senso del grado di inquietudine che permea l'intera area.

All'interno dell'UME, la recessione ha colpito molto duramente Germania, Italia e Spagna, meno gravemente la Francia.

Nella TAB. 5 abbiamo riportato i tassi di crescita congiunturali annualizzati delle principali componenti della domanda aggregata nell'Eurozona.

TAB. 5 Eurozona: Tassi di crescita congiunturali annualizzati delle principali componenti della domanda (valori percentuali)

	I-08	II-08	III-08
PIL	2.8	-0.8	-0.8
Consumo	0.0	-0.8	0.4
Investimento	5.6	-4.0	-2.4
Spesa pubblica	1.2	3.2	2.8
Esportazioni	6.8	-0.4	0.0
Importazioni	6.4	-2	5.6

Sia nel secondo che nel terzo trimestre del 2008, nell'Eurozona il PIL è diminuito dello 0,8% (c.a.). Si inverte così il momento congiunturale che ancora nel primo trimestre poteva considerarsi soddisfacente, sebbene la crescita del primo trimestre del 2008 fosse stata determinata anche da fattori contingenti. Il ciclo europeo è quindi entrato in una sintonia perversa con quello statunitense. A trainare il calo dell'attività economica sono stati prevalentemente gli investimenti fissi. In alcuni paesi, ad esempio Spagna e Irlanda, è stata la

componente residenziale degli investimenti a trascinare il PIL verso il basso.

I consumi hanno contribuito a spingere l'economia in recessione nel secondo trimestre. Sia nel primo che nel terzo trimestre il loro apporto alla crescita è stato praticamente nullo.

Le esportazioni nette, invece, hanno sostenuto, sebbene in modo debole, la crescita nel secondo trimestre del 2008 mentre hanno contribuito in modo rilevante alla recessione nel terzo trimestre.

L'accumulazione di scorte, infine, ha seguito lo stesso *pattern* del contributo alla crescita del PIL da parte dei consumi. Il decumulo di scorte ha contribuito a spingere l'economia in recessione nel secondo trimestre mentre l'accumulo del terzo trimestre ha fornito un apporto positivo. Come si è già detto precedentemente a proposito degli USA, questa non è necessariamente una buona notizia: quando è involontario – ed in condizioni recessive l'investimento in scorte molto probabilmente lo è – esso si può interpretare come un segnale di debolezza della domanda che dà luogo ad un ampliamento indesiderato dello stoccaggio di merci invendute.

Famiglie e imprese stanno probabilmente sentendo il morso del *credit crunch* come in USA ma in misura differenziata da paese a paese.

Per le imprese esportatrici, il calo di fiducia è dovuto al ridotto assorbimento del principale mercato di sbocco, ossia gli USA.

Ma anche le imprese che producono per il mercato interno soffrono per la stagnazione o la contrazione dei consumi e degli investimenti, specialmente quelli residenziali e soprattutto in alcuni paesi come Irlanda e Spagna.

6. Se l'Europa va male, l'Italia (generalmente) peggio ...

Il *pattern* evolutivo prevalso finora nell'Eurozona è chiaro: se l'Eurozona cresce, l'Italia cresce di meno (o resta al palo). La recessione in corso ci obbliga a una chiosa sconcertante: se l'Eurozona entra in recessione, l'Italia subisce (in generale) una recessione più grave. Siamo ritardatari nell'espansione, ma guidiamo l'avvitamento verso il basso della recessione. Il PIL italiano infatti ha conosciuto una contrazione dell'1,2% c.a. nel secondo trimestre, dello 0,6% nel terzo trimestre e del 7,2% nel quarto trimestre. Quest'ultimo dato è il peggiore dal 1980, ossia dall'inizio della serie storica su cui si calcolano le variazioni percentuali trimestrali del PIL. In Europa, peggio dell'Italia è andata solo la Germania, che nello stesso trimestre ha registrato una contrazione di oltre l'8% c.a..

Su base annua, il PIL è diminuito di quasi l'1% nel 2008. Si tratta della recessione più grave dal 1993. Ancora più preoccupante è l'effetto di trascinarsi, ossia l'eredità (in questo caso negativa) che il 2008 lascia al 2009 in termini congiunturali, pari al -1,8%. Se si tiene conto del clima congiunturale attuale, non è difficile giungere a previsioni di contrazione del PIL nella media dell'anno in corso nell'intorno del 3%. Si tratterebbe della recessione più grave del dopoguerra.

Quali sono le ragioni della contrazione del 2008? Praticamente tutte le componenti della domanda hanno dato un contributo negativo alla crescita del PIL, che a sua volta spiega la gran parte della decelerazione conosciuta dai prezzi (TAB. 3).

7. Le sfide della politica economica

Questa, in estrema sintesi, la fotografia del momento congiunturale attuale. Le informazioni

in essa contenute inducono al pessimismo. Gli sviluppi futuri sono incerti solo nel *timing*.

A questo stadio della crisi, pertanto, le questioni che i responsabili di politica economica devono affrontare nei paesi avanzati sono due. Si tratta di consolidare le fondamenta del sistema finanziario – e in prospettiva di ri-regolarlo e riformarlo per ridurre il rischio del ripetersi di una crisi di portata globale e sistemica – e allo stesso tempo di far fronte alla recessione, dovuta alla netta caduta della domanda aggregata.

Entrambe le questioni richiedono interventi massicci di natura espansiva, sia sul piano monetario che su quello fiscale.

Tuttavia questi interventi, ancorché inevitabili, sollevano perplessità e presentano rischi sotto un triplice profilo.

Innanzitutto c'è un problema di *efficacia* degli interventi espansivi. La politica monetaria ha notoriamente effetti asimmetrici. E' efficace nel porre fine ad un'espansione, molto meno affidabile come strumento per rilanciare l'economia. Quanto alla politica fiscale, l'esperienza giapponese lascia più di un dubbio sulla prontezza con cui l'economia risponde allo stimolo fiscale.

In secondo luogo c'è un problema di *disponibilità di risorse*. Nel fronteggiare la crisi del sistema bancario sia la politica monetaria che quella fiscale hanno già dato fondo – nella maggior parte dei paesi avanzati – a molte delle "risorse" disponibili. Rimane quindi poco spazio per gli interventi anti-recessivi. Ciò è particolarmente vero per la politica fiscale, in quanto ci troviamo di fronte ad un effetto che potremmo impropriamente definire di *spiazzamento*: in altre parole, l'uso di risorse volto a sostenere il piano di ricapitalizzazione del sistema bancario-finanziario sottrae una elevata quantità di risorse alla realizzazione di interventi con valenza anti-ciclica.

Infine c'è un problema di *sostenibilità*. L'intervento massiccio di natura espansiva per stabilizzare l'economia nel breve periodo rischia di creare un problema di sostenibilità nel medio-lungo periodo sia per la politica fiscale che per quella monetaria. Per la prima si tratterà prima o poi di rientrare dai notevoli squilibri di finanza pubblica indotti dall'intervento condotto a

favore delle banche. Per la seconda, l'insostenibilità si configura come rischio inflazionistico (nel medio-lungo periodo) che al momento il mercato non considera, ma che potrebbe materializzarsi in seguito come conseguenza delle necessarie iniezioni di liquidità dovute al *quantitative easing* in atto.

2. CRISI FINANZIARIA, TASSI DI MERCATO ED EVOLUZIONE DELLE POLITICHE MONETARIE ♦

La crisi finanziaria che avuto inizio nel 2007 si è aggravata nel settembre dello scorso anno, quando sono apparsi in difficoltà alcuni grandi istituti finanziari americani. Dopo l'insolvenza di Lehman Brothers si è ripresentata una crisi di liquidità e di sfiducia che ha raggiunto il massimo della sua gravità attorno all'8 ottobre, quando le principali banche centrali hanno concordato fra loro una serie di interventi particolarmente incisivi e volti ad evitare il diffondersi di panico tra gli investitori. Sia la banca centrale americana che quella europea hanno ridotto i tassi ufficiali e fornito ampia liquidità al sistema. In particolare, la Fed, dopo aver praticamente azzerato i suoi tassi a dicembre, ha inaugurato una nuova politica di finanziamenti "diretti e selettivi" definita *credit easing*. La BCE ha invece tolto ogni limite quantitativo al finanziamento del sistema bancario. Al momento questa crisi sembra in buona parte superata, ma permangono timori per la redditività e solvibilità di alcuni istituti finanziari e per l'andamento dell'economia in continuo peggioramento. Questo capitolo è dedicato all'analisi dei tassi di mercato e a spiegare i principi ispiratori delle azioni delle banche centrali lasciando ad altre parti dell'*Osservatorio* un'analisi più specifica sulle operazioni di liquidità, sulla ricaduta della crisi sul sistema bancario, sui problemi di controllo e vigilanza e sugli interventi posti in atto dai vari governi.

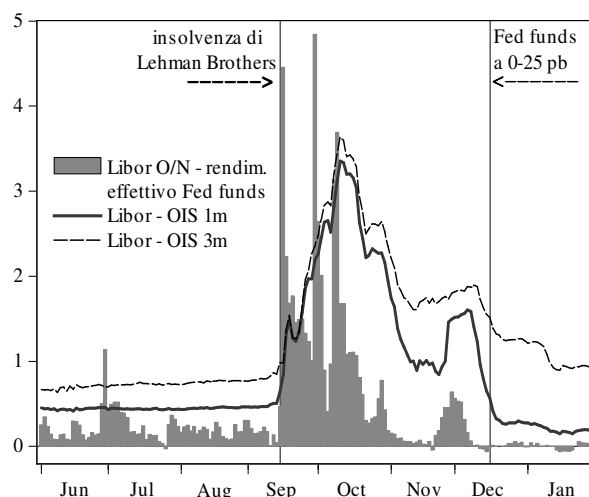
1. La FED: la crisi di settembre

La crisi finanziaria degli USA, che verso giugno risultava aver perso di intensità, ha ripreso tutta la

sua virulenza a settembre subito dopo la diffusione delle difficoltà incontrate da alcuni grossi istituti americani. La crisi è culminata, il giorno 15, nell'insolvenza di Lehman Brothers, un istituto fino a poco prima considerato solido, che ha gettato nel panico gli investitori e ha di nuovo bloccato il mercato monetario.

L'eccezionale carenza di liquidità che ha immediatamente colpito gli Stati Uniti ha portato sui massimi storici assoluti il differenziale tra il Libor O/N e il rendimento *target* dei *federal funds* (FIG. 1). Nel contempo, i timori per la solvibilità del sistema bancario associati allo squilibrio tra domanda e offerta nell'interbancario innescavano una forte tendenza al rialzo del differenziale tra il Libor e l'OIS che attorno all'8 ottobre raggiungeva il suo massimo.

FIG. 1 Tassi Libor meno rendimento effettivo dei Fed funds e OIS



Fonte: Fed, BBA e Reuters.

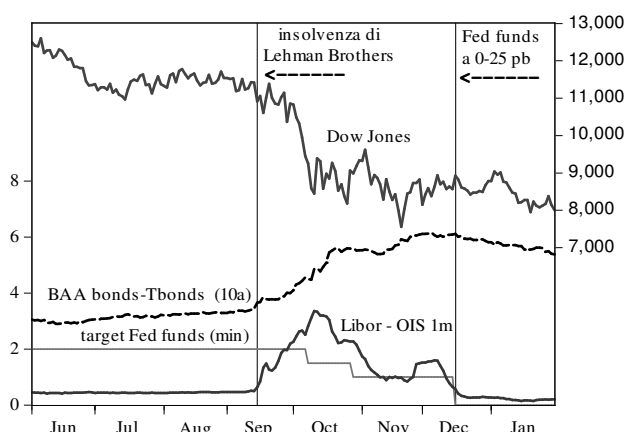
Nello stesso periodo alla crisi di sfiducia si aggiungevano le pessime notizie sull'andamento del settore reale, che minacciavano di portare a una situazione assolutamente insostenibile per i mercati finanziari e creditizi. Lo *spread* fra i

♦ A cura di Giovanni Verga.



rendimenti delle obbligazioni *corporate* e i Titoli del Tesoro a lunga cominciavano infatti a salire, mentre dalla fine di settembre la borsa subiva un vero e proprio tracollo (FIG. 2).

FIG. 2 Indice azionario, spread tra BAA e TBonds, tasso ufficiale e differenziale tra Libor e OIS a 1 mese



Fonte: Fed, BBA, Reuters, Yahoo Finance.

Davanti alla minaccia di un vero e proprio collasso finanziario, la Fed si accordava allora per una collaborazione con tutte le altre principali banche centrali e, per quanto di sua competenza, faceva rapidamente e massicciamente ricorso a tutte e tre le *componenti della strategia* della sua politica monetaria con una serie di interventi che continuavano poi nei mesi successivi:¹

- 1) Una *riduzione del tasso di policy* fino al suo (quasi) azzeramento, con la promessa ufficiale di continuare a mantenere espansiva la politica monetaria anche nei mesi successivi. L'8 ottobre, punto massimo della crisi, il rendimento *target* sui *Fed funds* è stato così abbassato dal 2% all'1,5% e poi ulteriormente ridotto all'1% nella riunione del FOMC del 29

¹ Questi elenchi, come quelli successivi, sono ricavati dei discorsi di Bernanke e dai comunicati ufficiali della Fed.

ottobre. Infine il 16 dicembre al rendimento *target* sui *Fed funds* è stata assegnata una fascia di oscillazione dello 0-0,25%, cioè un livello pressoché azzerato per la prima volta nella storia americana.

- 2) Un'abbondante *fornitura diretta di liquidità* ai prestatori e agli investitori in mercati creditizi di particolare rilevanza, anche con importanti innovazioni strutturali².
- 3) Uno sforzo massiccio a favore del mantenimento della *stabilità di importanti istituzioni finanziarie* ritenuta fondamentale per evitare panico in un periodo di estrema fragilità finanziaria, come peraltro già avvenuto in precedenza per il caso di Bear Sterns.

Per quanto riguarda in particolare quest'ultimo punto, va osservato che il Presidente della Fed ha sempre appoggiato gli sforzi del ministro del Tesoro Paulson a favore di alcuni grossi intermediari in difficoltà e del settore finanziario in generale. Il 7 settembre, infatti, il Tesoro USA, abbandonando il vecchio principio di deregolamentazione e di assenza di intervento pubblico nei mercati, aveva già salvato le due banche parastatali (GSE) Fannie Mae e Freddie Mac ponendole sotto il suo diretto controllo (*conservatorship*) mediante la FHFA (Federal Housing Finance Agency). Il 15 settembre, tuttavia, nonostante gli sforzi messi in atto da più parti, veniva formalizzata l'insolvenza di una delle più importanti banche d'affari, la Lehman Brothers. Il 16 settembre, invece, veniva attuato un altro salvataggio: il Tesoro, con l'aiuto della Fed, assumeva il controllo di una delle maggiori compagnie assicurative del mondo, l'American International Group Inc. (AIG). L'operazione è consistita in un prestito biennale dell'importo di 85 miliardi di dollari erogato alla AIG dalla Fed al

² Si veda a questo proposito il cap. 5 del presente Osservatorio.

tasso di 8,5 punti percentuali sopra il Libor e garantito dalle attività della compagnia. In cambio al Tesoro è passato il diritto sul 70,8% delle sue azioni, mediante rilascio di *warrants*.

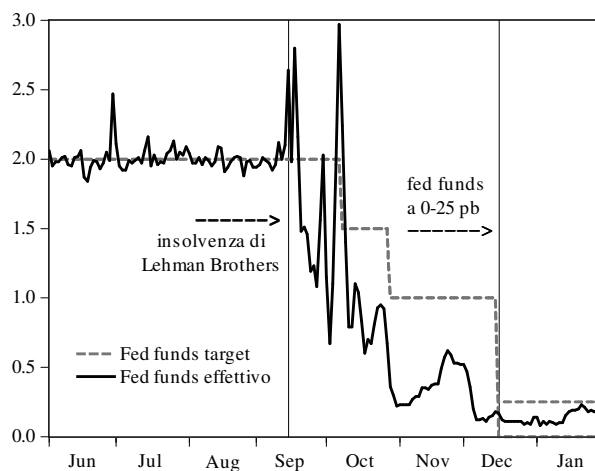
Questo appoggio della Fed agli interventi del Tesoro è giustificato, secondo Bernanke, dal fatto che in condizioni di fragilità finanziaria alcuni salvataggi sono assolutamente indispensabili per evitare il diffondersi di panico tra i depositanti e gli investitori. E ciò deve prevalere sui timori di favorire atteggiamenti di “rischio morale” e di incidere negativamente sulla “disciplina” dei mercati. A questo proposito va sottolineato che già nel lontano 2004 il Presidente della Fed aveva bollato come “famigerata” (*infamous*) la cosiddetta tesi “liquidazionista”, propugnata al tempo della Grande Depressione dall’allora segretario del Tesoro e condivisa da numerosi membri della Banca Centrale, secondo cui “estirpare” le banche deboli era un prerequisito duro ma necessario per il recupero del sistema bancario. Questo spiegherebbe incidentalmente il motivo per cui Bernanke abbia voluto far sapere che il mancato salvataggio della Lehman Brothers è dovuto all’assoluta impossibilità di poterlo fare: nessun compratore si era fatto vivo e il suo collaterale disponibile risultava insufficiente per un prestito da parte della Fed abbastanza elevato da permetterne la sopravvivenza.

2. Dal controllo dei tassi al *credit easing*

La politica dei “tassi zero” introdotta dalla decisione del FOMC di ridurre, a partire dal 16 dicembre 2008, il rendimento *target* sui *Fed funds* a una fascia compresa fra 0 e 25 punti base, ha di fatto reso da quel momento inutilizzabile il tradizionale *modus operandi* della Fed, che consisteva nella manovra verso il basso del tasso ufficiale come strumento di una politica monetaria espansiva.

Anche se si tratta della prima volta che ciò accade negli USA, in realtà il passaggio dalla precedente politica dei tassi alla nuova cosiddetta politica “quantitativa” è avvenuto *gradualmente* nel periodo settembre-dicembre dello scorso anno quando il tasso ufficiale, già basso, è stato ulteriormente abbassato esauendo così, di fatto, gli spazi per ulteriori significative riduzioni. Il segnale del cambiamento nella politica monetaria è ben visibile nelle FIGG. 3 e 4: ben prima del 16 dicembre il tasso *effettivo* sui *Fed funds* era sceso a valori vicini allo zero e comunque ben al di sotto del suo obiettivo ufficiale; nel contempo la base monetaria delle banche iniziava una rapida crescita dovuta all’enorme aumento dei finanziamenti che la banca centrale non controbilanciava più con un pari incremento degli assorbimenti.

FIG. 3 Rendimento target sui Fed funds e rendimento effettivo



Fonte: Fed

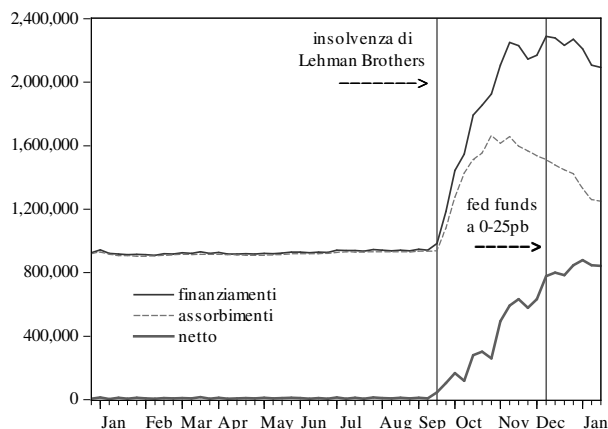
La politica di mantenere il rendimento effettivo dei *Fed funds* allineato al tasso *target* togliendo al sistema bancario, mediante operazioni di mercato aperto (assorbimenti), la base monetaria che lo stesso riceveva tramite i finanziamenti, era stata



infatti progressivamente accantonata a favore di un intervento che lasciasse crescere la liquidità complessiva netta del sistema.

Va comunque segnalato che l'abbandono della strategia di politica monetaria basata sul tasso è stata determinata non solo dall'impossibilità pratica di introdurre ulteriori *significative* riduzioni nel tasso ufficiale. Vi è infatti un secondo importante elemento che la stessa Banca Centrale ha identificato nel fatto che "la convenzionale politica monetaria focalizzata a incidere sui tassi a breve si era dimostrata insufficiente per superare gli effetti della crisi finanziaria sulle condizioni creditizie e l'economia nel suo complesso".

FIG. 4 Base monetaria delle banche: finanziamenti, assorbimenti e base monetaria netta (milioni di dollari)



Fonte: Fed

Tale politica per risultare efficace richiede infatti un buon grado di funzionamento, efficienza e integrazione fra i vari mercati monetari e creditizi, senza significativi fenomeni di penuria di liquidità che permangono concentrati in alcuni settori: è solo sotto queste condizioni che il tradizionale controllo del tasso a breve, cui si aggiunge l'effetto sulle aspettative delle dichiarazioni

ufficiali relative alla futura politica monetaria (e che costituiscono la seconda importante componente della politica dei tassi), è in grado di determinare i movimenti dei rendimenti delle varie attività e dei tassi bancari.

Nel caso attuale, però, i vari mercati, secondo la Fed, appaiono "segmentati", mentre si è notevolmente ridotto il flusso di fondi tra settori/operatori in surplus di liquidità e settori in deficit, col risultato di togliere alla politica monetaria tradizionale gran parte della sua efficacia. Per le diminuite interrelazioni tra i diversi mercati e i diversi operatori, in parte dovuti a problemi di asimmetria informativa sul rischio di insolvenza delle controparti, vi è stato infatti un significativo aumento della preferenza per la liquidità e una diminuzione della propensione a concedere prestiti. Il risultato è che numerosi operatori e/o settori continuano a pagare tuttora tassi relativamente alti anche dopo la riduzione del tasso ufficiale, e soffrono carenza di liquidità e non riescono ad accedere al credito in maniera sufficiente (razionamento), nonostante altri settori/operatori posseggano un ammontare abbondante di liquidità. Poiché alcuni di questi settori/operatori in difficoltà sono considerati rilevanti dalla Fed, la politica tradizionale che non riesce ad eliminare i loro problemi è vista come *inadeguata* rispetto agli interventi diretti *specifici* da parte dell'autorità monetaria che si trova a dover adempiere a quel ruolo di fornitore di fondi che, fino a luglio del 2007, era invece egregiamente svolto dai mercati.

Il funzionamento della nuova politica monetaria americana, dopo il cosiddetto "azzeramento" del tasso ufficiale, è stato chiarito dallo stesso Bernanke nei suoi discorsi di gennaio e febbraio 2009, in cui viene anche precisata la differenza tra il nuovo approccio seguito dalla Fed e quello del cosiddetto *quantitative easing* (QE) adottato alcuni anni fa in Giappone.

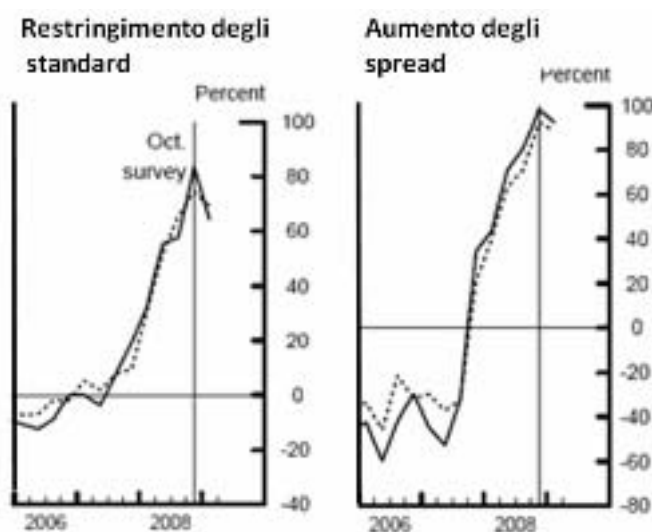
Il Presidente ha infatti sostenuto che in una vera e propria politica di *QE* viene definito un obiettivo quantitativo di politica monetaria come nel caso giapponese del periodo 2001-2006, quando la BOJ aveva definito il suo target in termini dell'*ammontare di riserve bancarie*.

L'attuale strategia della Banca Centrale Americana, invece, è molto più complessa e consiste, secondo l'espressione introdotta da Bernanke, in un *credit easing* (*CE*).

Alla base della differenza fra i due approcci *QE* e *CE* ci sono le diverse condizioni finanziarie ed economiche dei due casi: giapponese ed americano.

Nella situazione attuale americana, gli *spread* sul credito sono molto più alti che nella realtà giapponese di allora, mentre le disfunzioni del mercato creditizio sono maggiori. Per stimolare la domanda aggregata, quindi, la Fed deve far in modo che questi *spread* si riducano e che il mercato del credito privato riprenda a funzionare (FIG. 5).

FIG. 5 Condizioni del credito erogato alle imprese americane (gen 2006-gen 2008)



Fonte: Fed <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200902>

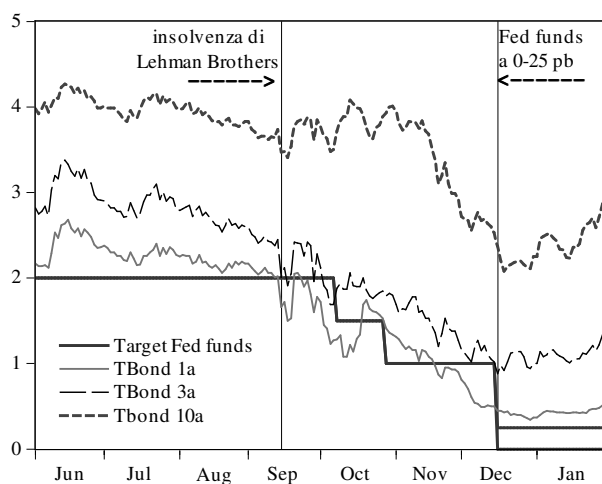
Per raggiungere questo scopo occorre tutta una combinazione appropriata di programmi di finanziamenti e di acquisto di titoli da parte della Banca Centrale, perché né il “totale” delle riserve bancarie né il totale della base monetaria sono un indicatore corretto della “forza” dell’espansione la quale dipende, invece, dalla *composizione* degli interventi. Come sostiene Bernanke, “quando, come nella situazione attuale, i mercati sono illiquidi e gli arbitraggi effettuati dai privati risultano impediti da vincoli di bilancio e altri fattori, gli acquisti di titoli a lunga mediante operazioni di mercato aperto non hanno lo stesso effetto di un dollaro prestato direttamente alle banche; a sua volta, un dollaro prestato alle banche ha un impatto diverso da un dollaro prestato a favore del mercato della carta commerciale.” I finanziamenti erogati dalla Fed vanno quindi calibrati alle necessità dei beneficiari dei vari interventi che, a causa del malfunzionamento dei mercati, non ottengono finanziamenti dalle loro usuali controparti private. Il totale della liquidità esistente non è pertanto una *buona misura* dell’effettiva penuria o abbondanza di liquidità perché il sistema è come diviso in compartimenti stagni. In queste condizioni non deve destare preoccupazioni se la liquidità erogata a chi ne ha bisogno, aggiunta a quella di chi ne ha già in abbondanza ma non la cede, può portare a una crescita abnorme del totale della massa di base monetaria, dato che la seconda componente, rimanendo inoperosa, non ha alcun effetto sull’economia. Chi è preoccupato che l’attuale crescita abnorme di base monetaria rappresenti un pericolo inflazionistico, secondo Bernanke, sbaglia: al momento spinte inflazionistiche non ce ne sono e, una volta risolta la crisi finanziaria e superate le difficoltà del sistema creditizio, i mercati torneranno ad essere integrati e la Fed toglierà al sistema tutta la liquidità in eccesso che nel frattempo si è accumulata.



Invece gli *strumenti* che la Fed sta utilizzando per l'attuazione del nuovo tipo di politica e che ovviamente valgono anche nel caso di tasso ufficiale nullo, secondo Bernanke sarebbero i seguenti:

1. *Politica della comunicazione.* Anche in presenza di tassi a breve nulli la Fed mantiene un certo controllo sui *tassi a medio e a lungo termine*, mediante la diramazione di informazioni riguardanti la futura politica dei tassi ufficiali. L'esempio citato dal Presidente si riferisce alla fase di pressione verso il basso sui tassi a lunga manifestatasi a dicembre a seguito dell'affermazione resa dal FOMC secondo cui l'attuale basso livello del *Fed-fund* sarà mantenuto per un certo periodo di tempo (FIG. 6).

FIG. 6 Rendimento target sui Fed funds e TBonds di scadenza 1, 3 e 10 anni



Fonte: Fed

2. *Sostegni al mercato del credito.* Questi interventi, la cui efficacia è sempre valida indipendentemente dal livello dei tassi, possono a loro volta essere ripartiti in tre gruppi:

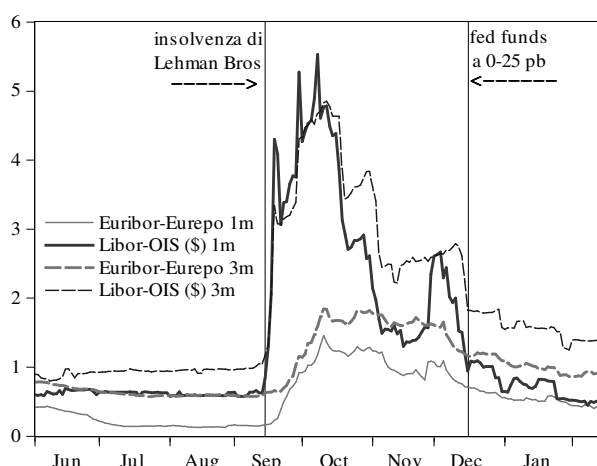
- *Tradizionale fornitura di liquidità* a istituzioni finanziarie “sane” mediante concessione di credito o operazioni di mercato aperto (coerentemente col ruolo di prestatore di ultima istanza della Banca). In questo gruppo di strumenti sono incluse le innovazioni (come le TAF e le Primary Dealer Credit Facility, ecc.), l’allungamento della vita delle operazioni e l’ampliamento dello spettro di attività accettate come collaterali e gli accordi bilaterali (*swaps*) con altre banche centrali.
- *Fornitura diretta di liquidità* a particolari debitori e investitori di mercati creditizi considerati “importanti”, come per esempio le *facilities* introdotte per l’acquisto di carta commerciale di buona qualità e la fornitura di liquidità ai fondi d’investimento monetari. In questo gruppo di strumenti si può includere anche la nuova *facility* (da attivare in collaborazione col Tesoro) contro titoli AAA collateralizzati da prestiti agli studenti, acquisto di auto, carte di credito etc., e che dovrebbe contribuire a ridurre i tassi offerti a questi piccoli debitori e facilitarne l’accesso al credito.
- *Acquisto di particolari titoli a lunga*, come per esempio è avvenuto per i debiti e *mortgage backed securities* delle GSE (Government Sponsored Enterprises), compresi Fannie Mae, Freddie Mac e la Federal Home Loan Bank (e che già al loro annuncio hanno fatto scendere i tassi ipotecari).

3. La zona-Euro

Come già nei precedenti episodi di recrudescenza della crisi finanziaria americana, le condizioni di rischio e illiquidità dei mercati interbancari europei hanno ricalcato, seppur con ritardo e minore intensità, quelle degli Stati Uniti. All’aumento dello *spread* tra i rendimenti dei depositi interbancari garantiti e non garantiti

(Libor-OIS) sul dollaro ha corrisposto un analogo andamento sul mercato interbancario in euro (Euribor-Eurepo o Euribor-OIS) (FIG. 7).

FIG. 7 Differenziali di rendimento tra operazioni monetarie non garantite e garantite (dollaro e euro)



Fonte: Euribor®, Eurepo, BBA e Reuters.

Nonostante tutto ciò, però, la Banca Centrale Europea, che solo a luglio aveva aumentato il tasso ufficiale di 25 punti base portandolo al 4,25% non prendeva forti provvedimenti, limitandosi ad effettuare operazioni di immissione di liquidità.

Questo atteggiamento si è mantenuto fino alla riunione del Consiglio Direttivo del 2 ottobre, anche se in quell'occasione, pur confermando il Repo al 4,25%, nella conferenza stampa del pomeriggio il Presidente per la prima volta comunicava ufficialmente che i rischi per la stabilità dei prezzi erano diminuiti, mentre l'economia si stava indebolendo e la crescita degli aggregati, pur ancora forte, mostrava ulteriori segni di moderazione (TAB. 1). Queste espressioni, che tradizionalmente segnalano una tendenza alla futura diminuzione dei tassi ufficiali, venivano immediatamente recepite dagli

operatori e i rendimenti monetari dell'Eurepo e dell'OIS, per la scadenze dai 2 ai 6 mesi, calavano di 10-20 punti base.

TAB. 1 Sintesi delle conferenze stampa del Presidente (parole chiave su inflazione e situazione economica)

Data	Rischi per la stabilità dei prezzi	Andamento dell'economia
Giu 2008	increased further	<i>sound</i>
Lug 2008	upside	<i>sound; downside risks prevail</i>
Ago 2008	upside	<i>weakening</i>
Set 2008	upside risks prevail	<i>weakening; downside risks prevail</i>
Ott 2008	diminished but not disappeared	<i>weakening; increased downside risks</i>
Nov 2008	improved further	<i>Some downside risks have materialised</i>
Dic 2008	diminishing further; inflation is expected in line with stability	<i>significant slowdown</i>
Gen 2009	improved further; inflation is expected in line with stability	<i>significant slowdown</i>
Feb 2009	inflation is expected in line with price stability	<i>extended period of significant economic downturn</i>

Fonte: BCE, nostra sintesi

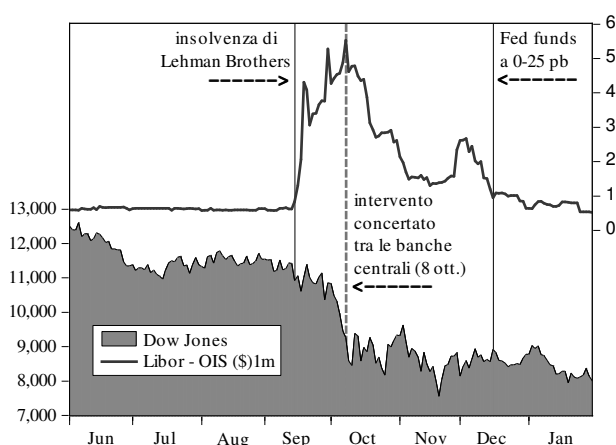
La situazione finanziaria però si degradava rapidamente a livello mondiale e soprattutto negli Stati Uniti, con forme di panico favorite anche dagli articoli allarmistici dei media. L'8 ottobre, cioè appena 6 giorni dopo la precedente riunione, col differenziale Libor-OIS sul dollaro che raggiungeva il suo massimo assoluto e le quotazioni del mercato azionario in picchiata (FIG. 8), la BCE adottava - in una riunione telematica straordinaria, ma coordinata con la Fed e con le altre banche centrali, mentre anche i Governi cominciavano a intervenire - queste misure urgenti:

- passaggio del meccanismo di collocamento delle operazioni di rifinanziamento principali



- settimanali all'asta a tasso fisso (pari al Repo), con piena aggiudicazione dell'importo richiesto;
- riduzione, a partire dal 9 ottobre, da 200 a 100 punti base del *corridoio dai tassi* di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (lo scopo era di rendere l'andamento dell'EONIA più vicino a quello del tasso ufficiale);
 - riduzione del *Repo* da 4,25 a 3,75% (-50pb).

FIG. 8 Il culmine della crisi: l'8 ottobre 2008



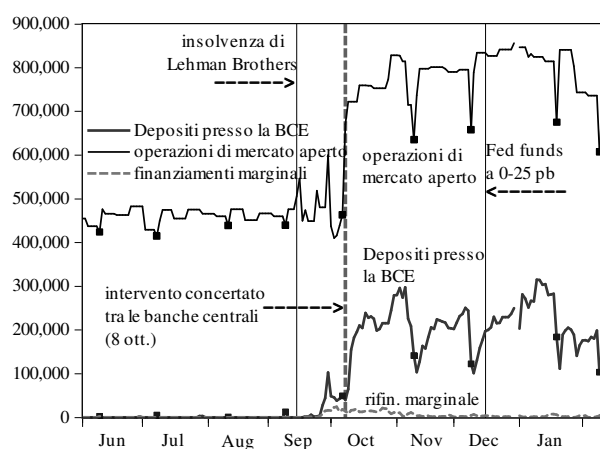
Fonte: Fed, Reuters, Yahoo Finance.

Dopo queste decisioni i rendimenti dell'Eurepo e dell'OIS si adeguavano subito alle nuove condizioni poste dalla BCE, mentre le banche cominciavano immediatamente e massicciamente ad avvalersi della possibilità di indebitamento illimitato e aumentavano la loro scorta di liquidità, che tenevano però in buona parte depositata presso la Banca Centrale e non affluiva quindi sull'interbancario. L'aumentata preferenza per la liquidità delle banche e le loro necessità di risorse monetarie in presenza di un interbancario bloccato venivano così soddisfatte dalla BCE tanto che le operazioni di rifinanziamento marginali si riducevano quasi a zero (FIG. 9).

Il mercato *overnight* vedeva così ridursi la domanda di fondi e l'EONIA si avvicinava al

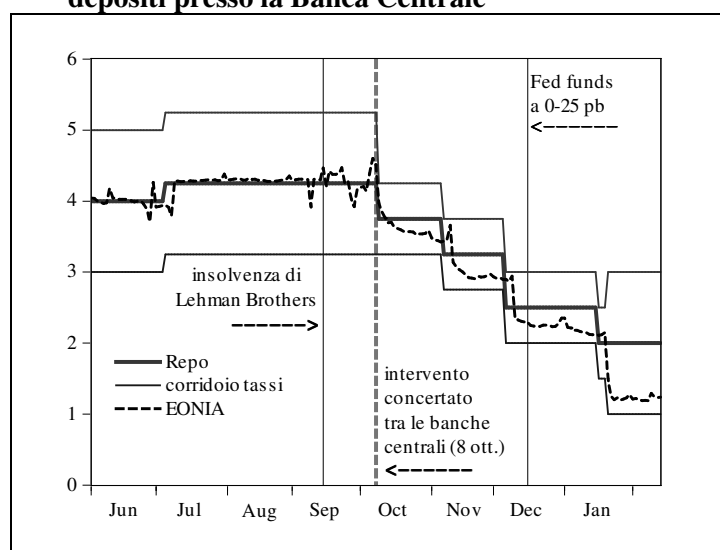
rendimento dei depositi degli istituti bancari presso la banca centrale pari a 50 punti base sotto il Repo (FIG. 10).

FIG. 9 Operazioni di mercato aperto (comprese ORP), depositi presso la banca centrale e operazioni di rifinanziamento marginali



Fonte: BCE (I quadratini corrispondono all'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria)

FIG. 10 Differenziale fra l'EONIA e il tasso sui depositi presso la Banca Centrale



Fonte: BCE e Euribor ®

Anche l'Euribor, pur rimanendo elevato per la componente di rischio in esso contenuta, diminuiva in coerenza col livello del nuovo tasso ufficiale.

Risolto in questo modo il problema della carenza di liquidità, la Banca Centrale Europea nelle riunioni successive ha proceduto con tre forti diminuzioni del Repo (pari rispettivamente a 50 bps il 6 novembre, 75 bps il 4 dicembre e 50 bps il 15 gennaio), portando il tasso al 2% e lasciando intendere che il suo livello potrebbe ancora diminuire. Queste operazioni sono volte a stimolare l'economia in presenza di un'inflazione ritenuta in linea con gli obiettivi di medio periodo e di prospettive di crescita in continuo peggioramento.

Tutte queste riduzioni del tasso ufficiale erano comunque già attese dagli investitori, almeno per quanto riguarda la tempistica delle decisioni se non per quanto concerne gli importi esatti delle diminuzioni, in conseguenza sia del contenuto sempre più pessimistico delle conferenze stampa del Presidente, che delle dichiarazioni possibiliste sui prossimi interventi della BCE che lo stesso Trichet ha sempre rilasciato qualche giorno prima delle riunioni.

A gennaio il Presidente dichiarava invece che a febbraio ci sarebbe stata un'interruzione nella discesa dei tassi che, eventualmente, potrebbe riprendere a marzo, una volta analizzati i nuovi dati sull'andamento dell'economia. Nella Conferenza di febbraio Trichet ha comunque lasciato intendere la possibilità di un'ulteriore riduzione a marzo di 50 punti base.

Va infine osservato che nella riunione del Consiglio Direttivo del 18 dicembre la Banca Centrale Europea aveva riportato l'ampiezza del corridoio dei tassi al suo precedente e tradizionale valore di 200 punti base (con la conseguenza di far scendere ulteriormente l'EONIA) e ha deciso che l'attuale forma delle operazioni di

rifinanziamento principale è prorogata sino a quando sarà ritenuto necessario e comunque almeno fino al prossimo 31 marzo.

4. La situazione attuale e le prospettive

Sia la Fed che la BCE hanno operato in modo eccezionalmente espansivo per affrontare la crisi finanziaria che aveva ripreso vigore dopo l'insolvenza di Lehman Brothers. I tassi di *policy* sono stati progressivamente portati a livelli prossimi allo zero negli USA e, per ora, al 2% nella zona-Euro. Entrambe le banche centrali hanno inoltre rifornito i relativi sistemi di una liquidità particolarmente abbondante per aggirare il congelamento sofferto dai mercati monetari: la Fed attraverso la diminuzione delle operazioni di assorbimento e introducendo nuove forme di finanziamento dirette a favorire certi intermediari non bancari e certi tipi di debitori considerati meritevoli; la Bce attraverso l'utilizzo delle tradizionali operazioni di rifinanziamento principali, passando però dall'asta competitiva all'erogazione di quantità illimitate di credito a tasso fisso. In alcuni casi, come per gli *swaps* sul dollaro, le stesse banche centrali si sono coordinate tra di loro.

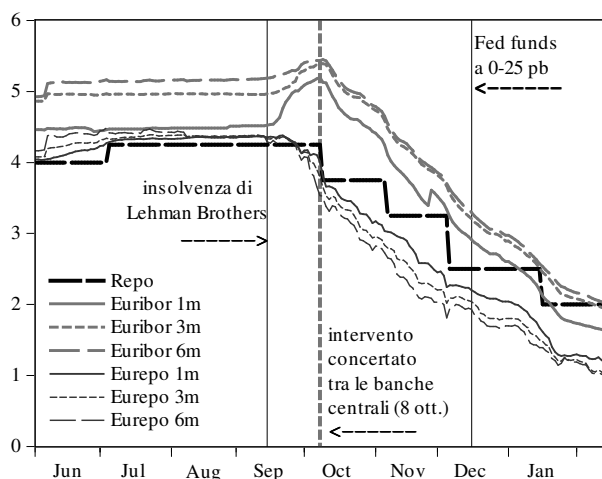
Ne è risultata in entrambe le zone una significativa riduzione dei tassi su tutte le scadenze (a parte i decennali americani che stanno salendo dopo una forte diminuzione legata anche a forme di *flight to quality*) e, nei mercati monetari, una netta diminuzione degli *spread* tra rendimenti delle operazioni garantite e non pur se, per le scadenze a 3 e 6 mesi le condizioni non sono ancora tornate alla normalità.

La Fed sembra a questo punto essere meno pessimista rispetto al passato sulla futura evoluzione della crisi finanziaria, anche se le erogazioni di credito si sono ridotte e la borsa ha recentemente raggiunto dei nuovi minimi. Essa ha fatto comunque notare che, a gennaio, c'è stato



qualche miglioramento sulle condizioni a cui il credito è erogato (FIG. 5) e che, dopo i suoi interventi diretti, i tassi della carta commerciale si sono molto ridotti e così pure i tassi sui mutui ipotecari, mentre lo *spread* fra obbligazioni *corporate* e titoli di Stato (si vedano le varie figure precedenti) si è ridotto. Il problema, ora – e sempre che la crisi sia veramente finita – è il cattivo andamento dell'economia reale su cui stanno agendo anche i governi (quello americano *in primis*).

FIG. 11 Andamento di Repo, Euribor e Eurepo



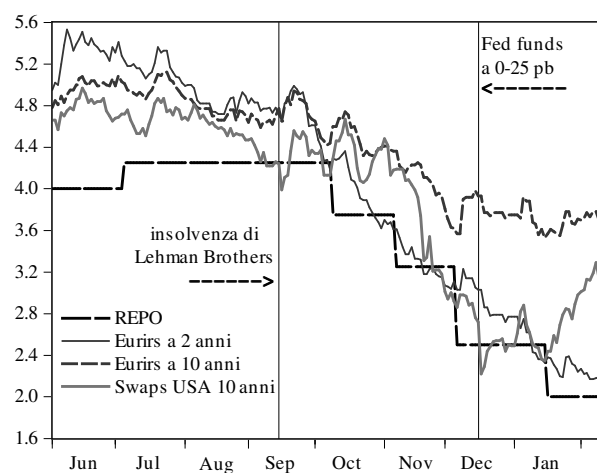
Fonte: BCE, Euribor ® e Eurepo

Anche la Banca Centrale Europea è egregiamente riuscita nel suo scopo di ridurre tutti i tassi di mercato, tanto che l'Euribor si è riallineato, dopo molti mesi, al tasso ufficiale (FIG. 11). Il risultato è tanto più importante in quanto molti tassi bancari sono tuttora legati all'Euribor (si pensi per esempio ai mutui a tasso variabile, etc.).

Va comunque osservato che la diminuzione dell'Euribor è per buona parte la conseguenza della politica al ribasso del tasso ufficiale (il cui impatto sembra non essere cambiato nel tempo sia per quanto concerne la fissazione del Repo, sia per quanto riguarda gli effetti dei comunicati sulle

aspettative degli operatori). Permane infatti un certo *spread* tra l'Euribor e l'Eurepo (e l'OIS) che, però, è controbilanciato dal livello delle operazioni monetarie garantite che è attualmente particolarmente basso per effetto dell'abbondante creazione di base monetaria (si confronti la FIG. 11 con le precedenti FIGG. 9 e 10).

FIG. 12 Andamento del Repo e dei tassi a medio e lungo termine



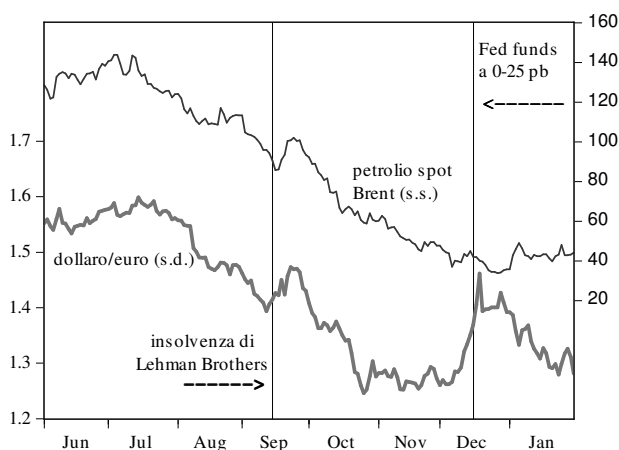
Fonte: BCE, Akerfinance e Fed

La diminuzione dei tassi della zona-Euro ha comunque riguardato tutte le scadenze (FIG. 12), anche se è stata meno rilevante per il decennale che è influenzato dalle aspettative a più lunga scadenza. Il nostro tasso a lunga resta superiore a quello americano, anche se il movimento verso l'alto di dicembre-gennaio dello *swaps* americano ha notevolmente diminuito il divario.

E' invece calato in modo significativo il prezzo del petrolio, destinato a rimanere basso fino a quando non vi sarà un significativo miglioramento dell'economia mondiale con effetto positivo per le imprese e l'inflazione (FIG. 13). Il cambio dollaro/euro, che aveva raggiunto un massimo a luglio, si poi progressivamente mosso a favore del dollaro, nonostante la temporanea controtendenza

di dicembre quando i tassi a lunga americani avevano raggiunto il loro punto di minimo.

FIG. 13 Andamento del cambio dollaro/euro e della quotazione del petrolio



Fonte: BCE e EIA

Per quanto riguarda le prossime azioni della BCE, va osservato che, per bocca di Trichet, la nostra banca centrale ha lasciato intendere di non avere intenzione di condurre una politica di “tasso zero” analoga a quella americana. Qualche ulteriore riduzione del Repo è comunque ancora possibile: la più probabile (che dovrebbe essere di 50 punti base) è attesa per il prossimo 5 marzo. Le previsioni ricavate dai tassi impliciti dell'Euribor e dell'OIS, corretti per una stima dell'effetto dell'attuale abbondante liquidità, suggerirebbero per il Repo un pavimento dell'1-1,5%. Queste indicazioni sono sostanzialmente coerenti con quelle di *consensus* raccolte all'inizio di febbraio da *bfinance*, le quali assegnano invece ad aprile un tasso probabile dell'1,5% (la fascia delle previsioni dei vari istituti va da un minimo di 1,25 a un massimo di 1,75%) e a giugno un valore dell'1% (da un minimo di 0,5 a un massimo di 1,5%).

In ogni caso il principale problema finanziario rimane tuttora la generalizzata mancanza di

fiducia - si tratti di intermediari finanziari, imprese, consumatori e risparmiatori - che costituisce una delle cause della bassa domanda che, a sua volta, contribuisce a deprimere l'economia. E' quindi importante per la BCE essere trasparente, attiva e convincente per ridare fiducia ai mercati e a questo proposito Trichet ha affermato che in caso di una nuova emergenza, la BCE, non potendo ridurre ancora i tassi, sarebbe disponibile ad assumere azioni definite “non standard”, le quali sarebbero però decise solo quando e se fosse necessario.

Da una nostra analisi econometrica risulta comunque che anche in questo periodo la Banca Centrale Europea ha mantenuto la sua capacità di manovrare i rendimenti sia delle operazioni garantite sia (tramite il loro impatto) su una parte significativa dei movimenti delle altre attività. E questo sia direttamente tramite le variazioni del tasso ufficiale, sia facendo leva sulle aspettative degli operatori, come si è già accennato per esempio per il caso delle Conferenze Stampa. Dalla stessa analisi è anche emerso che negli ultimi mesi la gestione del tasso ufficiale ha pesantemente risentito dell'andamento delle stesse variabili economiche (inflazione, crescita, etc.) a cui guardava prima della crisi, cui si è semplicemente *aggiunta* un'ulteriore pressione al ribasso legata all'evoluzione del differenziale Euribor-Eurepo: i maggiori sforzi della BCE per combattere la crisi finanziaria hanno quindi riguardato gli interventi sulla liquidità che, come tali, sono efficaci anche a tasso nullo.

L'IMPATTO DELLA CRISI SULL'INDUSTRIA BANCARIA

3. MODELLI DI INTERMEDIAZIONE DELLE BANCHE EUROPEE E LA VALUTAZIONE DEL MERCATO ♦

La crisi che ha investito il sistema finanziario internazionale è da alcuni mesi oggetto di analisi, con l'obiettivo di delinearne le determinanti, le responsabilità dei diversi attori di mercato ed il ruolo svolto dalle banche. Le indagini concordano nel segnalare tra i *drivers* del fenomeno alcuni aspetti dei processi di finanza strutturata che hanno innescato distorsioni nei meccanismi di intermediazione e hanno alimentato una crisi di fiducia nei confronti dei mercati e nella capacità dei sistemi bancari di fronteggiare situazioni di instabilità diffuse e persistenti (ECB, 2008; Commission Bancaire, 2007).

Dal canto loro, gli organismi di vigilanza, nell'indicare possibili soluzioni alla crisi, hanno sottolineato a più riprese l'esigenza di una revisione della regolamentazione prudenziale e di una estensione dello spettro dei controlli ai diversi soggetti operanti nei mercati (in primo luogo Credit Rating Agencies); la visione regolamentare ha enfatizzato, al tempo stesso, le relazioni tra vigilanza sui rischi e trasparenza delle prassi operative al fine di prevenire i fenomeni di instabilità (Conti, 2009; Draghi, 2008; Group of Thirty, 2009).

Pur con differenti prospettive, le analisi segnalano come principali criticità:

- uno sviluppo esasperato dei processi di innovazione finanziaria: le soluzioni di finanza strutturata e in particolare le

operazioni di cartolarizzazione hanno poggiate su una crescente complessità degli schemi e dei prodotti: l'opacità informativa che ne è derivata ha determinato forti asimmetrie informative tra gli operatori coinvolti nei processi, soprattutto a svantaggio degli investitori finali;

- una diversa visione del ruolo delle banche nel modello di intermediazione: l'intervento delle banche negli schemi di cartolarizzazione ha ampiamente sfruttato un modello OTD (*Originate to Distribute*), che privilegia un'attività sistematica di *originating* finalizzata alla trasformazione dei portafogli in titoli negoziabili destinati al collocamento;
- un aumento delle interconnessioni di mercato e degli effetti di contagio tra mercati e sistemi bancari: l'attività di titolarizzazione ha determinato trasferimenti di rischio tra aree geografiche di mercato ed ha agevolato la diffusione di crisi di liquidità nei mercati bancari, come combinazione dell'emergere di *market liquidity risk* e di *funding risk*.

La crisi mette in discussione la preferibilità di modelli di intermediazione basati sui meccanismi di mercato; impone alle banche una revisione del proprio ruolo nell'attuale architettura dei sistemi finanziari e un recupero delle proprie specificità. L'analisi delinea le modifiche prodotte nei modelli di intermediazione dallo sviluppo dei mercati dei titoli e dai processi di innovazione finanziaria nei principali sistemi finanziari europei; si propone inoltre di verificare in quale misura l'esposizione delle banche alla crisi sia direttamente ricollegabile al modello di business prescelto.

Ci si chiede in primo luogo in quale misura e con quale intensità all'avvio della crisi i sistemi finanziari avevano manifestato un orientamento del proprio modello di intermediazione verso

♦ A cura di Elena Beccalli, Paola Bongini e Arturo Patarnello. Hanno collaborato: Dario Giannini e Gianfranco Forte.

l'attività di mercato e come i mercati azionari hanno valutato tali scelte nella fase pre-crisi.

Ci interessa inoltre chiarire i tratti operativi secondo cui si è differenziato negli ultimi anni il modello di business delle banche europee in un contesto generale di sviluppo dei circuiti di mercato per apprezzare anche in questo caso la risposta dei mercati durante la crisi.

L'analisi si propone da ultimo di individuare possibili linee di revisione dei modelli di intermediazione come soluzione di medio periodo allo stato di crisi, anche sulla scorta delle indicazioni che possono essere desunte dalle misure adottate o annunciate per i prossimi mesi dalle banche maggiormente penalizzate dai fenomeni di instabilità.

1. I processi di cartolarizzazione e il modello OTD

Lo sviluppo della finanza di mercato negli ultimi anni ha caratteristiche molto diverse rispetto all'evoluzione fisiologica sperimentata nella parte finale del secolo scorso. Gli anni '90 erano stati infatti contraddistinti da una articolazione della gamma di intermediari e da uno sviluppo dei mercati organizzati che avevano favorito una sostanziale semplificazione dei circuiti di intermediazione e delineato modelli di divisione del lavoro più nitidi.

La fase recente si segnala viceversa per il prevalere di processi di intermediazione a più stadi (*multi-level*) basati sulla generazione di strumenti di mercato complessi. L'opacità dei prodotti di finanza strutturata, risultato di strutture di cartolarizzazione complesse sotto il profilo tecnico e contrattuale, ha impedito al mercato di svolgere in modo efficiente su questi strumenti una funzione di *price discovery* a vantaggio degli investitori finali ed ha generato imperfezioni nella redistribuzione degli incentivi alla valutazione dei rischi tra partecipanti

(*originators*, intermediari e soggetti terzi, quali *servicers*, Credit Rating Agencies e fornitori di garanzie). L'effetto è stato quello di diluire le responsabilità dei diversi attori sia nella fase di selezione che in quella del monitoraggio dei rischi.

Il modello Originate-to-Distribute

Gli episodi di crisi sono stati interpretati anche come il risultato dell'orientamento delle banche verso un modello di intermediazione *Originate To Distribute* (OTD) che fa dipendere i volumi dell'attività di *lending* dalla capacità delle banche *originator* di trasferire sistematicamente le esposizioni generate a società terze (veicoli e *conduit*). La preferenza verso modelli di intermediazione OTD è il risultato di una revisione delle strategie delle maggiori banche, che ha comportato, in una congiuntura di bassi tassi di interesse, una modifica del profilo di rischio desiderato e la ricerca di opportunità di profitto attraverso la diversificazione del business. L'affermarsi del modello è stato favorito dalla elevata liquidità dei mercati.

E' opinione diffusa che il modello riduca l'incentivo delle banche a selezionare e a monitorare correttamente il rischio sulle operazioni originate, trasferendo tale ruolo a soggetti terzi/esterni (agenzie di *rating*, in primo luogo, e terze parti in veste di *servicer* delle operazioni o di *credit enhancers*)

Il modello OTD ha avuto intensità maggiore nei mercati statunitensi rispetto all'area europea. Ha sostenuto negli USA lo sviluppo dell'attività di prestito nel segmento dei mutui *subprime* ed in genere è stato utilizzato intensivamente nei segmenti al dettaglio del mercato del credito su operazioni di prestito standardizzate; è stato tuttavia diffusamente utilizzato anche come tecnica di *funding* nelle operazioni di finanza straordinaria, generalmente operazioni di LBO o

sindacazione di prestiti verso controparti *corporate*, proprie dell'intermediazione creditizia *wholesale*.

Sotto il profilo economico gli schemi OTD esasperano i problemi di agenzia che caratterizzano le relazioni tra partecipanti, a svantaggio degli investitori finali, a causa di divergenze negli obiettivi perseguiti e degli elevati costi informativi. Le analisi condotte in questa prospettiva hanno enfatizzato soprattutto l'esistenza di imperfezioni nei meccanismi di incentivo per i diversi partecipanti con riferimento alla valutazione del rischio. Tali imperfezioni sono direttamente correlate alla complessità e al grado di "disintegrazione" delle strutture e sono rafforzate dalla potenziale sovrapposizione di responsabilità negli schemi di cartolarizzazione, al cui interno le stesse banche possono assumere una pluralità di ruoli, prevalentemente nella veste di *originators* ma spesso anche come di fornitori di protezioni.

Gli elementi citati incoraggiano la tendenza ad esternalizzare i processi di *screening* ma soprattutto attenuano gli incentivi al monitoraggio continuo degli strumenti risultato delle titolarizzazioni.

Questa condizione indebolisce i vantaggi competitivi delle banche connessi proprio alla fase di valutazione dei rischi in presenza di informazioni incomplete e ne attenua in definitiva il carattere di specialità tradizionalmente riconosciuto dal mercato in quest'ambito.

La crisi ha tuttavia mostrato come la ripartizione di responsabilità e i conflitti di interesse, generati dal modello OTD hanno effetti negativi principalmente sulla reputazione delle banche, che tendono a trasferirsi secondo un classico effetto domino su una pluralità di mercati in cui le stesse operano (dai mercati del credito ai mercati interbancari e ai mercati azionari).

I fenomeni di contagio tra macro aree di mercato sono perciò spiegati da una duplice prospettiva. Da un lato i meccanismi di mercato hanno favorito il trasferimento fra sistemi bancari dei rischi incorporati nelle attività titolarizzate, convenzionalmente identificate come attività tossiche hanno anzi interessato le banche europee con intensità più che proporzionale rispetto al ruolo da esse assunto nella strutturazione delle operazioni ed alla diffusione del modello OTD (ECB, 2008a). Dall'altro, la crisi di fiducia sperimentata dai mercati ha successivamente obbligato le banche a reintermediare nel proprio bilancio i rischi trasferiti con la cartolarizzazione, riacquistando parte degli attivi ceduti, di norma le tranches a più elevato rischio, o garantendo sostegno finanziario ai veicoli sotto forma di *liquidity* o *credit enhancement*.

La cartolarizzazione: da processo virtuoso a degenerazione della finanza di mercato

La diffusione iniziale delle operazioni di cartolarizzazione come elemento di un più generale processo di sviluppo della finanza di mercato ha certamente eroso la quota di intermediazione delle banche e le ha sottoposte a pressioni concorrenziali a seguito dell'attenuarsi dei vantaggi comparati nella gestione delle informazioni riservate e dell'indebolirsi della forza contrattuale nei confronti dei debitori (Llewellyn, 1999); d'altro canto, a fronte di fenomeni di *shortage* strutturale nei mercati di raccolta al dettaglio di molti sistemi nazionali, la cartolarizzazione ha costituito per le stesse banche, oltre che per gli *originators* non bancari, una fonte di *funding* alternativa alla raccolta tradizionale. L'innovazione ha prodotto quindi inizialmente effetti desiderabili per gli operatori di mercato: *originators* (finanziari e non finanziari), debitori originari e investitori finali.

In una prospettiva “evoluzionistica” dei sistemi finanziari il fenomeno è stato letto come parte di una trasformazione fisiologica verso l’intermediazione di mercato (Rybczynski, 1984; Gardener 1986; Llewellyn 1999) che avrebbe avuto effetti positivi sull’efficienza dei mercati riducendone le imperfezioni e ampliando la gamma di strumenti a disposizione degli operatori

In sintesi, è stato sottolineato come l’innovazione abbia contribuito:

- a standardizzare e a completare il set di strumenti finanziari con effetti positivi sulla liquidità del mercato;
- a migliorare i processi di valutazione contenendo i costi di gestione delle informazioni e rendendo più efficiente la fase di *bundling* dei rischi e la loro ripartizione tra operatori diversi, in primo luogo *originator* e investitori.

Il ricorso alle titolarizzazioni da parte delle banche è stato nella prima fase guidato da una sequenza di obiettivi riconducibile in primo luogo ad esigenze di riequilibrio delle strutture finanziarie. Ha consentito infatti:

- di trasferire rischi di credito e di liquidità (*mismatching*) agli operatori di mercato attraverso la vendita di *assets*, a fronte della scelta di spossessarsi parzialmente o in toto del processo di valutazione;
- di liberare capitale regolamentare;
- di attivare fonti alternative di liquidità - anche in questo caso con l’effetto di trasferire ad altre controparti i rischi connessi.

In questa prospettiva gli effetti economici si traducono prevalentemente in una riduzione dei costi delle risorse finanziarie (raccolta e capitale di rischio).

Negli anni più recenti, un utilizzo intensivo del processo di cartolarizzazione, unitamente alla complessità delle strutture adottate, ne ha

determinato la degenerazione ed ha costituito un’importante determinante della crisi attuale.

Sebbene l’intervento delle banche nella fase recente sia ancora sostanzialmente motivato dalla ricerca di efficienti strategie di *funding*, lo sfruttamento delle opzioni offerte dal modello OTD, in uno scenario di informazione opaca e di incentivi imperfetti, appare dipendere marcatamente da una differente priorità di obiettivi rispetto allo scenario “classico”.

L’applicazione del modello sembra aver consapevolmente subordinato il problema della efficiente valutazione dei rischi trasferiti:

- ad obiettivi di carattere reddituale: gli effetti economici sono chiaramente individuabili nella ricerca di una differente composizione dei ricavi a favore del *non-interest income*, con il fine di stabilizzare la redditività e di svincolarla dalla congiuntura dei tassi; la ricomposizione a vantaggio della componente *fee based* è in parte riconducibile agli impegni Off Balance Sheet generati dall’intervento nei processi con ruoli diversi dall’*origination*;
- all’esigenza di ottimizzare la combinazione tra debito e capitale di rischio: il controllo sui fabbisogni di capitale rispetto alla combinazione desiderata rendimento/rischio si realizza sfruttando maggiormente l’effetto di leva finanziaria.

2. Attività di mercato e intermediazione bancaria: una analisi dei trend in Europa

Una prima prospettiva di analisi, di tipo macroeconomico, contribuisce a chiarire i tratti di specializzazione dei sistemi finanziari nazionali a livello paese.

Tale prospettiva assume che la diffusione del modello OTD in Europa abbia come presupposto le modifiche prodotte sui modelli di intermediazione dallo sviluppo dei mercati dei titoli.

Nel periodo esaminato (1996-2006) i sistemi finanziari sono stati interessati da ritmi elevati di innovazione finanziaria e da diffusi processi di concentrazione e di internazionalizzazione degli intermediari. La crescita dimensionale e lo sviluppo dell'attività *cross-border* hanno rappresentato *drivers* importanti nella qualificazione dei modelli di business delle banche.

L'esame è successivamente completato da informazioni contabili aggregate riferite ai sistemi bancari europei e limitate ad un periodo più recente (2003-2006).

L'analisi macro

Le trasformazioni strutturali sono sintetizzate da indicatori aggregati – credito bancario/PIL e capitalizzazione di borsa/PIL – per individuare tendenze idonee a confermare la teoria evoluzionistica classica, o in altri termini le tesi che interpretano l'evoluzione dei sistemi finanziari come naturale trasformazione verso un modello di intermediazione basato prevalentemente sui circuiti di mercato (Rybczynski, 1984).

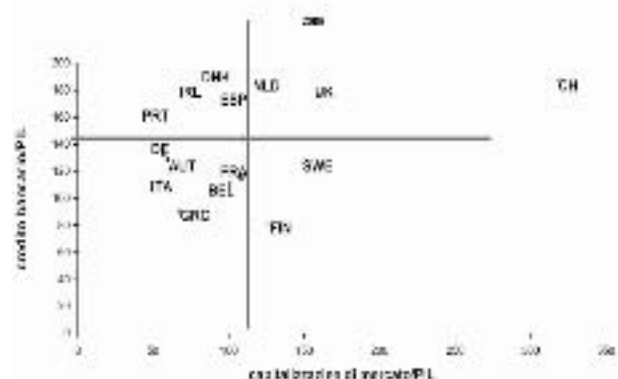
L'indagine è condotta sui principali sistemi finanziari dell'Europa a 15¹, integrati dalla Svizzera. Gli indicatori consentono di tipizzare la morfologia dei sistemi finanziari in termini di prevalenza di circuiti diretti e indiretti e di approssimare l'intensità dell'orientamento al mercato dei sistemi finanziari.

La posizione relativa dei due indicatori rispetto alla media europea consente di collocare i sistemi nazionali in quattro quadranti (FIG. 1)² ai

quali possiamo far corrispondere in modo semplificato macro modelli di intermediazione. Alla vigilia della crisi, si identificano:

1. sistemi *completi* con elevata capitalizzazione di mercato e contestualmente volumi di credito bancario superiori alla media (II quadrante in alto a destra: Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera);
2. sistemi *debolmente finanziarizzati* con volumi di credito bancario e capitalizzazione di mercato inferiori alla media (IV quadrante in basso a sinistra: Austria, Belgio, Francia, Germania, Grecia e Italia);
3. sistemi *bank oriented*, in cui prevalgono volumi di credito superiori alla media (I quadrante: Danimarca, Irlanda, Portogallo e Spagna);
4. sistemi *market oriented*, caratterizzati da capitalizzazione di mercato superiore alla media (III quadrante: Finlandia e Svezia).

FIG. 1: L'orientamento al mercato dei sistemi finanziari europei (anno 2006)



Fonte: World Bank, database "World Development Indicators"

¹ Ad esclusione del Lussemburgo per la specificità del suo settore finanziario, che lo rende un *unicum* nel panorama europeo.

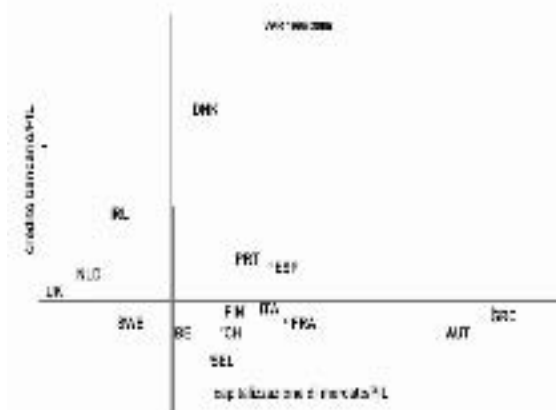
² Si noti in proposito che è stato anche considerato il valore mediano, in luogo del valore medio, senza che peraltro i risultati dell'analisi venissero modificati.

Una rappresentazione dinamica del fenomeno (FIG. 2), indirizzata ad analizzare i processi interni di tendenza, induce a focalizzare l'attenzione sul terzo quadrante (in basso a destra) che evidenzia per un consistente numero

di sistemi (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia e Svizzera) una crescita degli indicatori di mercato sensibilmente più marcata rispetto all'incremento del credito bancario. Questa tendenza si colloca in un quadro in cui in media la capitalizzazione di mercato è aumentata per un valore triplo rispetto all'incremento dell'offerta di credito bancario, ossia in un contesto di rafforzamento dei circuiti di mercato nell'assetto complessivo dell'intermediazione.

Una tendenza opposta si segnala per Olanda, Regno Unito e Irlanda, caratterizzati da una contrazione del livello di capitalizzazione sul PIL, pur mantenendo elevati livelli dell'attività di mercato.

FIG. 2: Il trend nello sviluppo dei circuiti di intermediazione (1996-2006)



Fonte: World Bank, World Development Indicators

Sebbene il quadro descritto non differenzi in modo netto i sistemi paese in base ai modelli di intermediazione, consente comunque di ipotizzare che il generale sviluppo dei circuiti di mercato abbia prodotto differenze nei sistemi finanziari europei apprezzabili solo approfondendo le specificità dei modelli di business bancario.

L'analisi macrocontabile

Prendendo in considerazione l'evoluzione degli aggregati creditizi e finanziari riferiti al totale delle banche europee (FIG. 3) appare evidente, sul fronte della raccolta del risparmio, un processo di disintermediazione delle banche a vantaggio dei circuiti di mercato come risultato della canalizzazione di quote crescenti di risparmio verso gli investitori istituzionali (colto dall'indicatore AUM/depositi). Questo processo è un ulteriore sintomo di accresciute pressioni concorrenziali ed è il risultato di una naturale maggiore articolazione dei sistemi finanziari nel segmento dei servizi di investimento.

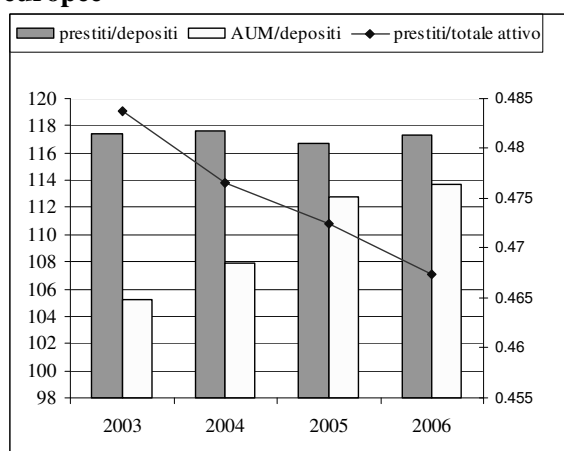
Parallelamente si registra una flessione del peso del portafoglio prestiti sul totale dell'attivo fino all'emergere della crisi, pur in presenza di una sostanziale stabilità del rapporto prestiti/depositi. L'insieme di queste indicazioni definisce alcuni tratti evolutivi dei sistemi europei:

- una strutturale contrazione dell'attività creditizia, accentuata da una congiuntura di bassi tassi di interesse: la riduzione è motivata in molti mercati da *shortage* strutturale delle fonti di raccolta a basso costo e da una riduzione dei margini come risultato della loro sostituzione con raccolta di mercato;
- una più generale tendenza all'arretramento dell'attività bancaria tradizionale e conseguentemente una ricomposizione del portafoglio di rischi;
- infine evidenti sollecitazioni alla diversificazione del business, verso cui presumibilmente è orientata anche l'attività di *asset management* attraverso l'articolazione dei gruppi bancari.

Un parziale recupero dei margini di profitto sul *banking business* è stato ricercato con una ricomposizione del portafoglio prestiti a favore del segmento *retail* e verso strutture tecniche

standardizzate, tipicamente i mutui residenziali (FIG. 4); l'orientamento *retail* dell'attività di prestito è del resto una tendenza ormai consolidata non solo per l'attrattiva in termini di margini, ma anche perché l'elevata standardizzazione delle operazioni consente l'abbattimento dei costi tipici del *lending*.

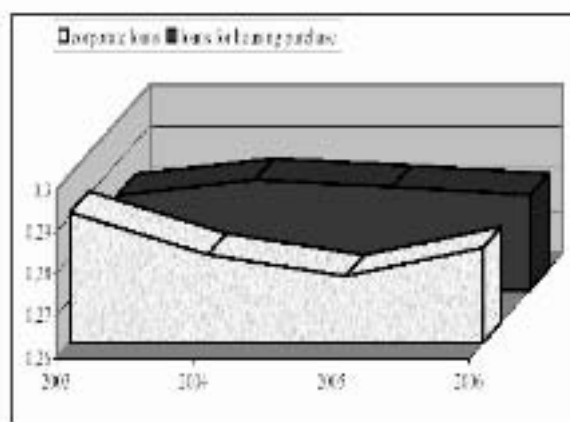
FIG. 3: Macro indicatori contabili – banche europee



Fonte: ECB, 2008b.

Scala di destra: prestiti su totale attivo; scala di sinistra: AUM/depositi e Prestiti/depositi

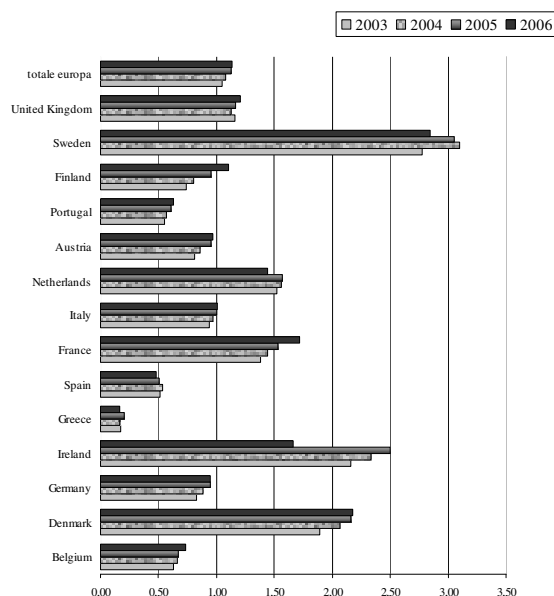
FIG. 4 Composizione portafoglio prestiti (2003-2006) – banche europee



Fonte: ECB, 2008b.

La tendenza alla contrazione del business tradizionale è sicuramente diffusa tra i paesi europei ma non è totalitaria (FIGG. 5, 6 e 7). Una relativa eterogeneità è peraltro spiegabile da una pluralità di fattori che riguardano lo stadio di sviluppo dei sistemi bancari e la struttura assunta dai mercati del credito unitamente alle differenti dinamiche del mercato del risparmio che differenziano i diversi sistemi in termini di costo e composizione del *funding*.

FIG. 5 Rapporto Asset under management (investitori istituzionali³)/Depositi bancari



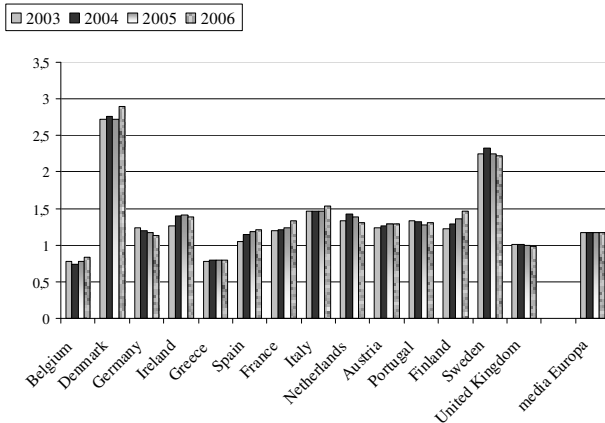
Fonte: ECB, 2008b.

In non pochi casi le tendenze degli indicatori contabili confermano le linee di evoluzione dei rispettivi sistemi finanziari, illustrate in apertura. Le evidenze sembrano rafforzare la tesi, per l'Italia e la Francia in particolare, di una

³ Fondi pensione, fondi comuni di investimento, assicurazioni

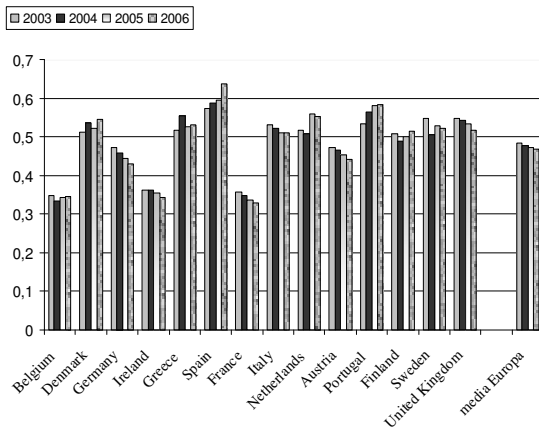
riconversione dei modelli di intermediazione verso l'attività di mercato.

FIG. 6: Rapporto Impieghi/Depositi (2003-2006)



Fonte: ECB, 2008b.

FIG. 7: Rapporto Impieghi/Totale Attivo (2003-2006)



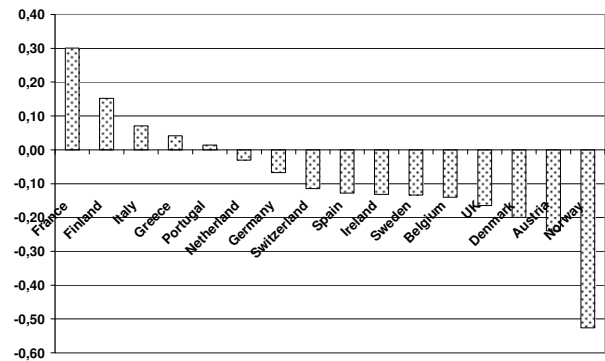
Fonte: ECB, 2008b.

Le analisi condotte dalla Banca Centrale Europea, nel suo rapporto semestrale⁴ sulla stabilità dei sistemi finanziari europei, indicano che la ricomposizione degli attivi ha prodotto nel periodo recente una crescita del *trading book*,

⁴ ECB, 2008c

evidentemente risultato di una revisione del profilo di rendimento-rischio del complessivo portafoglio di attività.

FIG. 8: Performance dell'indice finanziario rispetto all'indice di mercato (MSCI) – Periodo pre-crisi (2005 - 31 luglio 2007)



Fonte: Bloomberg

Fino all'emergere della crisi, i mercati hanno mostrato di valutare positivamente, al di là delle specificità delle singole banche, tale riconversione in tutti i principali sistemi.

Le performance dei prezzi azionari sintetizzate dagli scostamenti tra indice settoriale (finanziario) e indice generale di mercato (FIG. 8) hanno valorizzato in molti casi le banche appartenenti a quei paesi in cui più evidente è stato lo spostamento del modello di intermediazione verso l'attività di mercato.

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

Le scelte strategiche delle banche nel mercato europeo non possono essere ricondotte unicamente a fattori di natura strutturale quali la morfologia e le tendenze evolutive dei rispettivi sistemi finanziari nazionali. Elementi *firm-specific*, quali la dimensione e il grado di internazionalizzazione, e gli stessi caratteri dei processi di crescita possono mettere in evidenza

omogeneità nei modelli di business di banche appartenenti a diversi sistemi nazionali.

Un'indagine microeconomica consente di approfondire i modelli di business attraverso l'analisi delle strutture di bilancio e di verificare in quale misura profili di operatività specifici, espressivi delle politiche aziendali, siano generalizzabili come modelli di intermediazione OTD rispetto al tradizionale modello OTH (*Originate-To-Hold*).

Questa diversa prospettiva di analisi si presta a verificare la presenza di possibili relazioni tra scelte di business e valutazione del mercato nelle fasi precedenti e contestuali alla crisi finanziaria in atto.

Nel periodo 2005 - 2007⁵ è stato analizzato un campione di 73 gruppi bancari (o banche europee quotate) appartenenti ad un insieme di paesi rappresentativo dei sistemi finanziari classificati nei quattro quadranti precedentemente identificati: Belgio, Francia, Germania, Italia, Olanda, Spagna, Svezia, Svizzera e UK (TAB. 1).

TAB. 1: Numero banche del campione per paese

Paese	N. banche
Belgio	2
Francia	7
Germania	8
Italia	16
Olanda	2
Regno Unito	6
Spagna	9
Svezia	4
Svizzera	19

Gli indicatori, ricavati dai bilanci consolidati di gruppo, sono stati selezionati al fine di qualificare il grado di diversificazione del

business e più specificamente l'orientamento all'attività di mercato (TAB. 2).

TAB. 2: Indicatori di bilancio, conto economico e di mercato

Indicatori di	Ratio
STRUTTURA	Impieghi/Totale Attivo
	Attività fuori bilancio /Totale attivo
POSIZIONE FINANZIARIO - PATRIMONIALE	Liquidità/Totale attivo
	Posizione interbancaria netta/ Totale attivo
	Leverage (Totale attivo/equity)
	Tier1/ Risk weighted asset
	Margine di interesse/margine di intermediazione
REDDITIVITÀ	ROE
	ROA
	Commissioni nette /totale attivo
	Cost to income
MERCATO	Rendimento di mercato pre-crisi
	Massima perdita durante crisi

Il set di indicatori è stato prescelto con l'obiettivo di approfondire i seguenti profili di analisi:

- la tipologia del business (prevalentemente sintetizzata dagli indicatori di struttura);
- i tratti operativi con cui il business è condotto (posizione finanziaria e posizione patrimoniale);
- 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

⁵ Si è scelto di non considerare i dati antecedenti il 2005 per problemi di comparabilità dovuti all'introduzione degli IFRS.

taluni indicatori di struttura e degli indicatori reddituali espressivi del grado di diversificazione. La TAB. 3 riporta le statistiche descrittive, in merito a ciascun indicatore, negli anni sotto osservazione, suddivise per paese di appartenenza dell'intermediario⁶.

L'analisi *cross-country* 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 e di patrimonializzazione 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.

La classificazione del campione 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).

⁶ Il dataset è stato costruito sulla base dei dati di bilancio forniti da Bankscope e dei prezzi di mercato ottenuti da Datastream.

TAB. 3: Indicatori di bilancio e performance di mercato per le banche nel campione (valori percentuali, 2005/2007)

Indicatore	Anno	Svezia	UK	Francia	Germania	Italia	Spagna	Belgio	Olanda	Svizzera
Impegni/Totale attivo	2005	59.10	50.71	40.03	55.76	36.67	69.83	50.17	56.63	72.05
	2006	60.57	49.97	41.86	53.35	37.30	72.51	49.91	58.69	72.39
	2007	62.14	47.36	43.00	53.22	38.42	75.04	44.72	57.91	72.39
Attività fuori bilancio/Totale attivo	2005	25.30	24.18	22.26	13.98	25.51	29.54	46.80	5.55	2.75
	2006	31.78	22.63	25.31	17.24	26.46	28.70	52.55	4.40	3.15
	2007	35.49	25.93	21.43	12.30	23.29	27.92	57.22	2.90	3.54
Liquidità netta/Totale attivo	2005	8.60	3.29	7.17	9.22	3.00	7.45	7.84	1.52	12.50
	2006	8.18	4.21	8.44	8.08	3.85	8.28	5.68	4.98	12.47
	2007	7.19	6.04	6.70	11.33	5.55	8.00	3.94	6.03	12.05
Posizione interbancaria netta/Totale attivo	2005	-3.36	-0.09	-2.82	-11.91	0.94	1.59	-8.93	0.24	2.70
	2006	-4.26	0.00	-3.66	-10.00	1.90	2.42	-13.40	-0.57	2.92
	2007	-4.32	2.33	-2.94	-9.66	3.60	0.72	-14.18	-0.04	2.99
Leverage	2005	25.65	21.61	21.90	26.75	29.45	15.67	23.01	20.31	12.80
	2006	24.96	21.41	21.51	31.69	29.87	16.46	24.26	19.82	12.46
	2007	25.65	21.61	21.90	26.75	29.45	15.67	23.01	20.31	12.80
Margine interesse/Margine intermediazione	2005	53.34	53.64	42.52	65.29	48.22	61.52	54.35	51.99	61.51
	2006	50.49	50.73	37.68	58.40	41.84	61.16	45.98	48.90	59.64
	2007	52.80	51.35	33.48	45.90	41.38	62.57	44.75	42.12	59.58
ROE	2005	19.81	17.71	11.07	12.14	15.65	15.71	14.12	19.51	10.51
	2006	20.53	18.47	15.31	11.39	18.85	16.99	20.27	17.90	12.02
	2007	18.84	17.73	14.24	9.26	17.67	13.63	18.62	19.15	11.25
ROA	2005	0.79	0.77	0.53	0.41	0.52	0.96	0.77	0.91	0.90
	2006	0.81	0.82	0.68	0.35	0.63	1.03	0.86	0.84	0.90
	2007	0.78	0.84	0.64	0.36	0.61	0.87	0.71	0.81	0.78
Commissioni nette/Totale attivo	2005	0.59	0.63	0.85	0.53	0.48	0.73	0.50	0.62	0.71
	2006	0.62	0.64	0.84	0.61	0.51	0.70	0.49	0.68	0.80
	2007	0.58	0.60	0.87	0.56	0.49	0.69	0.45	0.86	0.88
Cost to income	2005	51.10	53.65	63.51	66.84	60.30	46.33	55.06	61.40	60.54
	2006	51.37	51.78	58.41	62.37	55.64	48.92	52.87	58.20	58.73
	2007	53.96	53.25	61.82	60.61	57.50	50.98	56.06	59.66	60.44
Tier 1/Risk weighted assets	2005	7.08	8.52	7.60	6.78	7.72	7.18	30.70	9.00	14.80
	2006	7.15	8.22	8.25	7.00	7.84	7.17	8.60	10.00	17.54
	2007	7.10	7.88	7.65	8.03	7.64	7.43	8.50	9.40	21.04
Rendimento di mercato pre-crisi	2005	-0.06	-0.08	-0.12	-0.11	-0.11	-0.04	-0.07	-0.04	0.00
	2006	0.07	0.05	0.11	0.10	0.07	0.12	0.07	0.05	0.07
Massima perdita crisi	ago-dic 2007	-1.13	-1.62	-1.20	-1.34	-1.63	-0.81	-2.71	-1.17	-0.40

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Bankscope e Datastream

Per le banche piccole e medie il portafoglio prestiti incide sul totale attivo maggiormente rispetto 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.

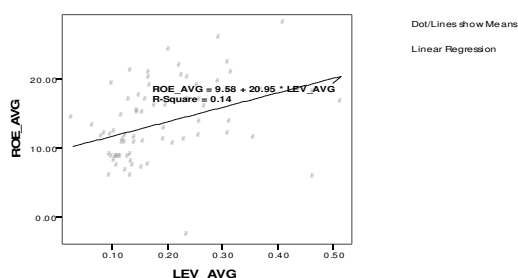
TAB. 4: Indicatori di bilancio (pre-crisi) e performance di mercato per gruppi dimensionali (valori percentuali)

	I quartine (piccole)		II quartine (medie)		III quartine (grandi)		IV quartine (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/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
Rendimento pre-crisi	0.07	0.06	0.06	0.05	0.07	0.07	0.05	0.06
Massima perdita crisi	-56.47	-55.37	-50.82	-50.95	-121.97	-95.29	-152.06	-150.80

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Bankscope e Datastream

In altri termini i livelli di redditività appaiono fortemente influenzati dalle scelte di struttura finanziaria più che da differenze nei livelli di efficienza operativa (FIG. 9).

FIG. 9: Relazione ROE leverage



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.

Osservando gli andamenti dei prezzi azionari delle banche del campione (performance grezza) e gli scostamenti rispetto agli indici generali e settoriali (performance aggiustata) è possibile apprezzare il giudizio del mercato in relazione ai modelli prescelti precedentemente e durante la crisi.

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 massima perdita subita dagli intermediari⁷ nella fase di crisi da agosto 2007 a dicembre 2008 (si veda TAB. 3).

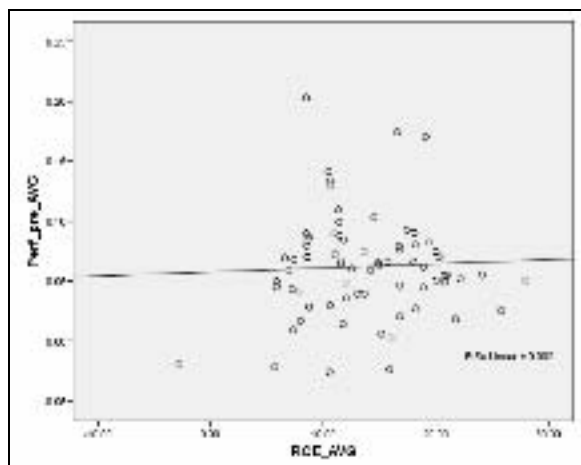
La correlazione tra i rendimenti di mercato pre-crisi e gli indicatori di bilancio espressivi di modelli di intermediazione (modelli OTD, o più in generale con forte orientamento al mercato, da un lato, e modelli OTH, con caratterizzazione bancaria tradizionali) è molto labile. Tale risultato per certi versi conferma le indicazioni fornite dagli studi relativi alla relazione tra

⁷ La perdita massima è 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 .

performances di mercato e valori contabili (per un'estesa rassegna si veda Kothari 2001), che evidenziano una limitata capacità dei prezzi di mercato di incorporare pienamente e con tempestività nei prezzi di mercato le variazioni nella performance contabile⁸.

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. 10).

FIG. 10: Relazione ROE e rendimenti di mercato pre-crisi



Il mercato mostra cioè di rispondere positivamente alla maggiore redditività complessiva degli intermediari, a sua volta del resto trainata dal *leverage*.

L'analisi condotta nella medesima prospettiva con riferimento alle diverse classi dimensionali di banche non fa emergere nel periodo precedente la crisi finanziaria significative

differenze nelle performance medie di mercato in relazione alle dimensioni delle banche, fatta eccezione per l'evidenza di un marginale svantaggio per le banche maggiori (TAB. 4).

Con l'avvio della fase di crisi le performance (negative) di mercato delle banche del campione risultano fortemente correlate e nella direzione attesa con gli indicatori di bilancio prescelti (si veda la TAB. 5).

TAB. 5: Correlazioni tra indicatori di bilancio e massima perdita di mercato durante la crisi

	Perdita massima	Perdita massima aggiustata
Impieghi/Totale attivo	0.707**	0.692**
Attività fuori bilancio/Totale attivo	-0.390**	-0.414**
Liquidità/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*

Valori di correlazione Spearman (a due code). **, * indicano rispettivamente significatività all'1% e 5%.

Le correlazioni sono calcolate con riferimento alla performance di mercato misurata durante la crisi in termini di perdita massima e di perdita massima aggiustata (differenza tra performance di ciascuna banca e performance dell'indice di mercato).

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

⁸ 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.

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).

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 (TAB. 4): in particolare, tra agosto 2007 e dicembre 2007, le banche piccole hanno evidenziato una perdita massima del -44%, le medie del -61%, le grandi del -119% e le maggiori del -152%.

Per qualificare le relazioni osservate a livello univariato, si propone un'analisi di tipo multivariato, limitatamente alla fase di crisi⁹, idonea ad apprezzare il peso congiunto di una combinazione di variabili significative sul valore della perdita massima di mercato durante la crisi.

E' stata stimata una regressione OLS¹⁰ tra la performance di mercato e gli indicatori di bilancio delle banche del campione (TAB. 6) nonché tra performance di mercato aggiustata e indicatori di bilancio (TAB. 7)¹¹.

⁹L'analisi multivariata è stata condotta anche per il periodo antecedente alla crisi, ma come già trovato con l'analisi di correlazione non si osservano relazioni significative tra performance di mercato e indicatori di bilancio.

¹⁰ Si è inoltre testata una regressione WLS, tuttavia i risultati ottenuti non differiscono da quelli presentati.

¹¹ Il potere esplicativo della regressione, in altre parole la bontà di adattamento ai dati reali del modello (misurata da Adj. R²), è elevato sia quando

I risultati confermano 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. 6 Analisi multivariata: perdita massima durante la crisi vs. indicatori di bilancio

Variabile dipendente: Perdita massima crisi		
	Coefficiente	t value
Intercetta	-269.555***	0.000
Margine interesse/Margine intermediazione 2007	1.245***	0.010
Impieghi/Totale attivo 2007	1.092**	0.016
Liquidità/Totale attivo 2007	1.867*	0.068
Patrimonio/Totale attivo 2007	3.645***	0.003
N. osservazioni	73	
Adj R ²	0.435	

TAB. 7 Analisi multivariata: perdita massima aggiustata vs. indicatori di bilancio

Variabile dipendente: Perdita massima 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
Liquidità/Totale attivo 2007	1.186	0.228
Patrimonio/Totale attivo 2007	4.029***	0.001
N. osservazioni	73	
Adj R ²	0.454	

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 penalizzato in misura minore un orientamento al business bancario tradizionale, approssimato da valori più

la variabile dipendente è la perdita massima (43,5%) sia quando è la perdita massima aggiustata (45,4%).

elevati del margine di interesse sul margine di intermediazione e da una maggiore incidenza dei prestiti sul totale attivo.

Va segnalato, infine, l'elevato valore (negativo) dell'intercetta, ovvero il livello di perdita massima dei rendimenti 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 una apprezzabile capacità dei valori di intercetta nel catturare gli effetti della crisi¹².

4. Conclusioni

Le analisi ad oggi condotte sulle determinanti della crisi hanno messo ampiamente in evidenza come l'interazione tra innovazione finanziaria, finanza strutturata e modello di intermediazione OTD renda difficile valutare l'operatività del sistema bancario e la qualità del modello di business adottato dalle singole banche. La situazione di sostanziale opacità che ne deriva, sul profilo di rischio degli operatori e sulle reali prospettive del business, penalizza in primo luogo le banche in quanto imprese quotate, in una fase in cui peraltro le norme prudenziali derivanti dall'impianto di Basilea 2 assegnano un ruolo cruciale alla *disclosure* informativa come presupposto per attivare una efficace disciplina del mercato.

Utilizzando la prospettiva del mercato è agevole concludere che, mentre in una fase di euforia, i

sistemi bancari che maggiormente hanno sfruttato i circuiti di mercato per diversificare il business, sono stati premiati in termini di performance dei corsi azionari, nella fase acuta della crisi, viceversa, gli investitori hanno mostrato di valorizzare modelli di business più focalizzati sul *banking* tradizionale.

Quale è stata la reazione delle banche? Quali misure anti-crisi sono state adottate?

La ricerca di misure anti-crisi è stata avvertita con particolare urgenza per le banche di maggiori dimensioni in ragione della complessità dei loro sistemi di governo dei rischi e dell'elevata articolazione della loro operatività. L'esame della documentazione aziendale 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 informazioni sono state reperite nei siti aziendali e riguardano i rapporti trimestrali, le presentazioni aziendali e i prospetti informativi relativi alle operazioni sul capitale effettuate per mezzo di aiuti di Stato. 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 Sanpaolo)¹³.

Per molte delle istituzioni estere selezionate la situazione di crisi ha richiesto un intervento da parte dello Stato, talora sotto forma di nazionalizzazione¹⁴.

Le misure dichiarate e adottate, o in procinto di esserlo, si limitano ad interventi di breve periodo

¹² 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.

¹³ I gruppi bancari analizzati sono: Fortis, IKB, HBOS, RBS, Natixis, Commerzbank, Ing Group, Swedbank, Deutsche Bank, Barclays, Banca Intesa, Unicredit.

¹⁴ Il capitolo successivo è interamente dedicato alla valutazione dettagliata di tali interventi.

come risposta alla reazione (fortemente) negativa del mercato e in molti casi rappresentano misure imposte dai rispettivi governi come condizione per l'accesso agli aiuti statali; queste ultime, per loro natura, sono misure che devono essere rese operative in tempi brevi, a differenza di altri interventi sollecitati dagli organismi di vigilanza, e tipicamente volti a ridimensionare i portafogli di attività rischiose, che andranno necessariamente programmati su un arco temporale più esteso.

In molti casi, si fa cenno a generici obiettivi di ri-focalizzazione del business e alla necessità di valorizzare le relazioni di clientela.

Nessuna delle banche invece ha ancora reso note revisioni dei piani industriali per il prossimo triennio. Nella documentazione disponibile agli investitori non sono rintracciabili informazioni idonee a definire possibili strategie di medio termine finalizzate a fronteggiare la crisi.

Revisioni sistematiche delle politiche aziendali potranno d'altro canto delinearsi solo in uno scenario economico e di mercato contraddistinto da una minore incertezza rispetto a quella attuale; le opzioni disponibili dovranno essere apprezzate con specifica attenzione in tutti quei casi in cui le soluzioni adottate implicino insieme alla ri-definizione del profilo operativo significative modifiche degli assetti di *corporate governance* come conseguenza dell'accettazione di un sostegno pubblico.

In sintesi, le misure sinora prefigurate possono essere raggruppate secondo alcune linee di intervento:

- *aumento del livello di patrimonializzazione*, in particolare 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;

- *revisione della politica dei dividendi*, normalmente come conseguenza degli accordi formalizzati con le autorità governative. 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;
- *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*;
- *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.

Quale futuro per le banche di grandi dimensioni ...

In prospettiva, per le grandi banche, si possono prevedere i seguenti effetti:

- una ri-definizione della propensione al rischio, con un correlato ridimensionamento degli obiettivi di redditività ed un possibile rallentamento dei processi di crescita anche a seguito dei vincoli posti dalla struttura patrimoniale;
- un marcato *downsizing* delle dimensioni operative, quale effetto di razionalizzazioni

organizzative e di semplificazioni nel modello di business, come risposta alla richiesta di maggiore trasparenza manifestata dai mercati.

I pesanti costi che la crisi sta imponendo alle grandi banche, in termini di razionalizzazione dei portafogli e delle strutture finanziarie, sollecitano 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.

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.

....e quali gli effetti sulle banche minori?

Dati gli scenari appena tratteggiati, quali prospettive è possibile prefigurare per la categoria delle banche regionali di medie e piccole dimensioni?

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 una politica chiaramente premiante in termini di quote di mercato sia sul

lato degli impieghi che della raccolta¹⁵: queste banche godono quindi di un vantaggio di posizione 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 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.

Riferimenti bibliografici

Bonaccorsi di Patti E., Eramo, G., Gobbi, G., (2005). 'Piccole e grandi banche nel mercato del credito in Italia dal 1996 al 2003', Banca Impresa Società n 1.

Banca d'Italia (2002-2006), 'Relazione Annuale', Roma

Bongini, P., Di Battista M.L., Zavarrone, E.. (2006). 'David and Goliath: small banks in an era of consolidation. Evidence from Italy', Quaderni del dipartimento di Scienze Economiche e Sociali, Università Cattolica di Piacenza, n. 45, 2006

¹⁵ Banca d'Italia (2002-2006); Bonaccorsi di Patti e al. (2005); Bongini et al (2006).

Commission Bancaire (2007), 'Annual Report'.

Conti V. (2009), "Crisi finanziarie, controlli interni e ruolo delle autorità", Carefin Working Paper n. 5, Università Bocconi, Milano, gennaio

Draghi M. (2008), "Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza", Audizione del Governatore della Banca d'Italia presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica, Roma, 21 ottobre

European Central Bank (2008a). 'The incentive structure of the 'originate and distribute' model'', December, Brussels.

European Central Bank (2008b). 'EU banking structures', October, Brussels.

European Central Bank (2008c). 'Financial Stability Review', December, Brussels.

Gardener E. (1986), 'Secutisation and the Banking Firm', Institute of European Finance Research Paper No 15, University College of North Wales, Bangor

Group of Thirty (2009), 'Financial Reform. A Framework for Financial Stability', January

Llewellyn, D.T. (1999). 'The New Economics of Banking ', Suerf Studies n. 5.

Kothari, S.P. (2001). 'Capital Market Research in Accounting', Journal of Accounting and Economics, Vol. 31.

Rybczynski, T. M. (1984). 'The UK financial System in transition', National Westminster Bank Quarterly Review.

4. L'INTERVENTO DEI GOVERNI A SOSTEGNO DELLA SOLVIBILITÀ DELLE BANCHE *

1. Le linee guida sovra-nazionali

A partire dallo scorso ottobre l'azione dei governi dei maggiori paesi industriali volta a contrastare le crescenti difficoltà delle istituzioni finanziarie e la conseguente crisi di fiducia è divenuta più intensa e articolata. Le difficoltà di approvazione del Troubled Assets Relief Program (TARP) negli Stati Uniti e il successivo ampliarsi della crisi anche in Europa hanno portato ad un maggior coordinamento tra i principali paesi. Di seguito si ripercorrono le numerose fasi in cui possono essere suddivise le azioni volte alla ricapitalizzazione delle banche nei principali paesi europei.

Il 7 ottobre 2008 il Consiglio ECOFIN ha definito una strategia per rispondere tempestivamente alla crisi finanziaria, ristabilire la fiducia e garantire il buon funzionamento dei mercati finanziari, impegnandosi ad adottare tutte le misure necessarie per rafforzare la solidità e la stabilità del sistema bancario europeo e proteggere i depositanti, nonché impegnandosi a coordinarle. Più in particolare, tra gli altri, il Consiglio ha assunto:

- l'impegno ad adottare misure per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie vulnerabili di rilevanza sistemica, sulla base di principi comuni;
- l'impegno ad agire (delegato alla Commissione) in modo tempestivo e con flessibilità per quanto riguarda le decisioni sulla compatibilità delle misure di ricapitalizzazione e di concessione di garanzie da parte dei singoli governi con le regole in materia di aiuti di stato.

Il 10 ottobre 2008 nel corso del G7 sono state concordate le direttrici lungo le quali articolare le misure da adottare nei singoli paesi:

- fornire sostegno alle istituzioni finanziarie che rivestono rilevanza sistemica;
- assicurare la continuità dei flussi di finanziamento alle banche anche mediante la concessione di garanzie, ancorché temporanee, su un'ampia gamma di passività a breve e a medio termine;
- ampliare le garanzie in essere sui depositi bancari;
- rafforzare la posizione patrimoniale delle istituzioni in difficoltà, mediante piani organici di intervento pubblico nel capitale.

Il 12 ottobre, immediatamente dopo il vertice del G7 tenuto a Washington, i capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro hanno concordato un piano d'azione comune finalizzato a:

- assicurare appropriate condizioni di liquidità per le istituzioni finanziarie;
- facilitare il finanziamento delle banche attraverso l'impegno dei governi a:
 - rendere disponibile, temporaneamente e a condizioni appropriate, una garanzia pubblica o una assicurazione per le nuove emissioni di *senior debt* delle banche con scadenza fino a 5 anni; lo schema per la concessione delle garanzie deve avere un ammontare limitato, deve essere temporaneo e deve essere disegnato in modo da evitare distorsioni concorrenziali a sfavore delle banche non destinatarie;
 - fornire alle istituzioni finanziarie risorse patrimoniali aggiuntive in modo da continuare ad assicurare il necessario finanziamento all'economia. A tal fine ciascuno Stato membro provvederà a rendere disponibile alle istituzioni finanziarie risorse patrimoniali

* A cura di Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri.

classificabili nel Tier 1, favorendo al contempo la raccolta di capitale dai privati;

- sostenere il sistema finanziario ed evitare il fallimento delle istituzioni di rilievo sistemico attraverso misure adeguate, comprese quelle di ricapitalizzazione accompagnate da adeguati piani di ristrutturazione, da appropriate condizioni per proteggere gli interessi dei contribuenti e da eventuali decisioni volte a tenere conto delle responsabilità degli azionisti e degli amministratori.

Il 15 e 16 ottobre il Consiglio europeo ha fatto proprio, estendendolo a tutti i paesi dell'Unione europea, il piano d'azione del 12 ottobre adottato dai paesi dell'Eurozona approvandone i principi a cui questo si ispira e le misure previste purché conformi con il Trattato europeo, in modo da evitare effetti distorsivi sugli altri Paesi. Il Consiglio inoltre ha invitato la Commissione ad applicare le regole sulla politica di concorrenza e sugli aiuti di stato in modo da assicurare la necessaria flessibilità e garantire l'urgenza delle decisioni.

Contemporaneamente, il 15 ottobre la Commissione Europea ha emanato una Comunicazione su "L'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato alle misure adottate per le istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria mondiale" (2008/C 270/02) nella quale evidenziava la necessità per i singoli stati membri di intervenire a salvaguardia del corretto funzionamento del sistema bancario a favore sia di banche in conclamato stato di crisi, sia di banche sane che tuttavia risentono delle temporanee situazioni negative del mercato interbancario e più in generale dell'economia reale.

La Commissione specificava che il trattamento da riservarsi a istituzioni finanziarie prive di

liquidità, ma fondamentalmente sane, dovesse essere distinto dal trattamento da riservarsi a istituzioni finanziarie affette da problemi endogeni. Nel primo caso, le distorsioni di concorrenza che derivano da regimi a sostegno della redditività di tali istituzioni saranno di norma più limitate e richiederanno una ristrutturazione meno sostanziale. Al contrario, altre istituzioni finanziarie - che potrebbero essere particolarmente interessate dalle perdite derivanti da inefficienze, da una cattiva gestione delle attività/passività o da strategie rischiose - potrebbero rientrare nel normale quadro degli aiuti e, in particolare, dovrebbero richiedere un'ampia ristrutturazione, nonché misure compensative per limitare le distorsioni della concorrenza. Tuttavia, in entrambi i casi in assenza di misure di salvaguardia adeguate, l'attuazione di regimi di garanzia e di ricapitalizzazione può portare a considerevoli distorsioni della concorrenza, e pertanto le misure devono rispettare alcune condizioni generali ed essere:

- efficaci, e cioè tali da raggiungere l'obiettivo di porre rimedio a un grave turbamento dell'economia;
- proporzionate alle sfide da affrontare, non andando oltre quanto richiesto a tale scopo;
- concepite in modo da ridurre al minimo gli effetti di ricaduta negativa sui concorrenti, sugli altri settori e sugli altri Stati membri.

La comunicazione prosegue specificando i criteri che la Commissione avrebbe preso in considerazione nella valutazione delle misure di aiuto di stato, con riferimento alla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie¹ ed in particolare:

¹ Il provvedimento specifica anche i criteri che la commissione avrebbe seguito nella valutazione delle misure di aiuto di stato collegate alle garanzie offerte a copertura delle passività delle quali non ci occupiamo in questa sede.

- criteri di ammissibilità: oggettivi e non discriminatori;
- durata: temporanea;
- limitazione dell'aiuto al minimo indispensabile;
- misure di salvaguardia contro eventuali abusi e indebite distorsioni della concorrenza, tenendo conto del fatto che la natura irreversibile dei conferimenti di capitale comporta la necessità di inserire disposizioni che consentano allo Stato di verificare e imporre il rispetto di tali misure per evitare eventuali distorsioni sul grado di concorrenza;
- l'esigenza di una ricapitalizzazione come misura di emergenza per sostenere l'istituzione finanziaria in crisi, cui farà seguito un processo di ristrutturazione che verrà esaminato separatamente dalla Commissione, tenendo conto:
 - della distinzione tra istituzioni finanziarie fondamentalmente sane, interessate soltanto dalle attuali limitazioni dell'accesso alla liquidità, e beneficiari affetti anche da problemi di solvibilità più strutturali, legati, ad esempio, al loro particolare modello commerciale o alla loro strategia di investimento;
 - dell'effetto di tale distinzione sull'entità della necessità di ristrutturazione.

Infine la Comunicazione specifica i criteri anche con riferimento agli interventi in caso di liquidazione controllata, e cioè:

- la fase di liquidazione dovrebbe essere limitata al periodo strettamente necessario per garantire il carattere ordinato dell'operazione. Fintantoché continua ad operare, l'istituzione finanziaria beneficiaria non dovrebbe svolgere alcuna nuova attività, ma limitarsi a proseguire quelle già in corso. L'autorizzazione bancaria dovrebbe essere revocata il prima possibile.

- onde garantire che nessun aiuto venga concesso agli acquirenti dell'istituzione finanziaria o di sue parti o ai soggetti venduti, è importante che vengano rispettate determinate condizioni di vendita. I seguenti criteri saranno presi in considerazione dalla Commissione nel determinare la potenziale esistenza di aiuto:
 - il processo di vendita dovrebbe essere aperto e non discriminatorio;
 - la vendita dovrebbe avvenire a condizioni di mercato;
 - l'istituzione finanziaria (o il governo, in funzione della struttura scelta) dovrebbe massimizzare il prezzo di vendita delle attività e passività interessate;
 - nel caso sia necessario concedere aiuti all'attività economica da cedere, questo determinerà un esame individuale secondo i principi degli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione;
 - qualora l'applicazione di tali criteri porti a constatare l'esistenza di aiuti a favore degli acquirenti o dei soggetti venduti, la compatibilità di detti aiuti dovrà essere valutata a parte.

Il Consiglio Direttivo della BCE del 20 novembre 2008 ha emanato una specifica Raccomandazione sulle modalità di intervento nel capitale delle banche da parte degli stati UE. In particolare la BCE ha proposto una metodologia per la formazione di *benchmark* per stabilire i prezzi delle misure statali di ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie fondamentalmente sane nell'area dell'euro (si veda Box 1). In linea con i suoi compiti e responsabilità specifiche, la BCE ha sottolineato in particolare l'efficacia di misure di ricapitalizzazione per rafforzare la stabilità finanziaria e incoraggiare il flusso regolare del credito all'economia reale.

BOX 1 IL PRICING DEGLI STRUMENTI DI RICAPITALIZZAZIONE SECONDO LA BCE

I governi nel definire le condizioni delle operazioni di ricapitalizzazione per rafforzare il TIER 1 e il *pricing* degli strumenti utilizzati, dovranno considerare:

- le condizioni di mercato della singola istituzione: la valutazione dello strumento prescelto dovrebbe essere basata sul prezzo di mercato in linea con il grado di subordinazione prescelto e sul rischio specifico dell'istituzione;
- l'efficacia delle misure di ricapitalizzazione: l'istituzione dovrebbe essere messa in grado di continuare ad assicurare un appropriato flusso di finanziamenti all'economia. Il prezzo dovrebbe incentivare l'istituzione a ricorrere alle misure di ricapitalizzazione pubblica senza accrescere le pressioni cui è sottoposto il sistema finanziario, senza provocare un impatto negativo sul grado di attrattività dell'istituzione da parte degli investitori privati in futuro e da ultimo senza provocare lo stigma delle istituzioni che vi ricorrono;
- gli interessi dei contribuenti, minimizzando le perdite potenziali e assicurando un rendimento equo all'investimento pubblico;
- la parità di condizioni tra banche concorrenti, evitando vantaggi competitivi per le istituzioni beneficiarie;
- esplicite condizioni per l'uscita dall'investimento, o in termini di durata dell'investimento o in termini di evoluzione delle condizioni di mercato, così da garantire la natura temporanea dell'investimento e scoraggiare le istituzioni a mantenere la partecipazione pubblica per un periodo esteso.

Con specifico riferimento al rendimento degli strumenti, il consiglio direttivo della BCE suggerisce di determinarlo all'interno di un corridoio tra il rendimento più alto delle azioni ordinarie e il rendimento più basso del debito subordinato. Quest'ultimo dovrebbe essere determinato come la somma di:

- rendimento dei titoli di Stato;
- lo *spread* sui Credit Default Swap (CDS) a 5 anni, calcolato come media del periodo 1° gennaio 2007-31 agosto 2008;

- una commissione di 200 bps per anno, così da disincentivare le banche a un ricorso eccessivo a tali strumenti e, allo stesso tempo, da evitare una eccessiva discrepanza con i prezzi del debito subordinato in essere nell'area dell'euro.

Una metodologia di questo tipo portava a quella data, secondo i calcoli della BCE, ad un rendimento medio del 6%, risultante da un tasso medio sui titoli di stato pari a 3,27%, uno *spread* mediano di tutti i CDS sui titoli subordinati dello 0,73% e dalla commissione del 2%.

Il rendimento richiesto sulle azioni ordinarie, a sua volta, dovrebbe essere determinato come la somma di:

- rendimento dei titoli di Stato;
- un premio al rischio di 500 bps per anno che rappresenta una misura del rendimento nominale delle azioni ordinarie delle banche europee in un arco temporale esteso di 20-30 anni;
- una commissione di 100 bps.

Secondo i calcoli della BCE, ciò determinava un rendimento medio del 9,3%.

Nel caso di ricorso da parte delle banche a strumenti quali azioni privilegiate e altri strumenti ibridi, il rendimento dovrebbe essere determinato considerando le specifiche caratteristiche tecniche di tali strumenti e in particolare le modalità di rimborso e la presenza di opzioni per il rimborso anticipato. Nel caso di azioni privilegiate o di strumenti ibridi non rimborsabili prima di un determinato periodo e rimborsabili alla pari bisognerebbe aggiungere al rendimento minimo 100 bps (il rendimento diventerebbe quindi del 7%). Mentre per azioni privilegiate e altri strumenti ibridi quali azioni convertibili, titoli *non-cumulative*, titoli senza possibilità di *pay back* o perpetui, il rendimento dovrebbe essere molto prossimo a quello delle azioni ordinarie (e cioè, intorno al 9%). A questo riguardo la BCE sottolinea che la previsione di clausole di uscita che comportano un rimborso sopra o alla pari (o comunque superiore al prezzo di sottoscrizione) comportano un notevole aumento del costo della ricapitalizzazione. Pertanto la BCE invita i governi a formularle tenendo conto, da un lato, della loro efficacia nell'incentivare un uso solo temporaneo del sostegno pubblico e, dall'altro, avendo presente la necessità di non determinare un eccessivo aumento del costo del capitale.

Nel contempo la BCE ha sottolineato la necessità di una determinazione dei prezzi orientata al mercato, che tenga conto anche del rischio specifico delle singole banche beneficiarie e della necessità di mantenere una parità di condizioni tra banche concorrenti.

Il 2 dicembre il Consiglio Ecofin ha insistito specificatamente sulla necessità di istituire al più presto dei sistemi nazionali di sostegno al settore bancario, in materia di garanzie e di piani di ricapitalizzazione. Su questo ultimo aspetto il Consiglio ha espresso l'auspicio che la Commissione pubblichi delle linee direttrici fondate su principi che consentano di:

- distinguere tra le banche "sane" e banche in difficoltà;
- evitare di scoraggiare le banche a ricercare capitali privati, a causa della previsione nei piani pubblici di misure eccessivamente invasive in materia di politica dei dividendi e di determinazione del costo degli interventi pubblici;
- di garantire le condizioni affinché le banche possano finanziare efficacemente l'economia reale.

E' stato infine convenuto che le banche "sane" non dovranno presentare misure di ristrutturazione alla Commissione europea, incaricata del controllo degli aiuti.

2. Le disposizioni (in vigore) della Commissione Europea in tema di piani di ricapitalizzazione

Il 5 dicembre 2008 la Commissione Europea ha recepito le sollecitazioni della BCE e del Consiglio Ecofin e ha emanato la Comunicazione su "La ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro

indebite distorsioni della concorrenza" (2009/C 10/03 in G.U. 15 gennaio 2009).

Nelle premesse della comunicazione la Commissione ricorda di avere sino a quella data approvato regimi di ricapitalizzazione in tre Stati membri (Regno Unito, Germania e Francia), nonché misure di ricapitalizzazione di singole banche (ad esempio Dexia, Fortis, ING), in linea con i principi stabiliti nella comunicazione sul settore bancario del 15 ottobre sopra ricordata e che la ricapitalizzazione, segnatamente sotto forma di azioni ordinarie e privilegiate, è stata autorizzata a condizione che vengano introdotti tassi di remunerazione orientati al mercato, norme comportamentali di salvaguardia adeguate e riesami periodici.

La Commissione dichiarava inoltre che, poiché il carattere, il campo di applicazione e le condizioni dei regimi di ricapitalizzazione attualmente previsti variano in maniera considerevole, sia gli Stati membri che le istituzioni beneficiarie potenziali hanno espresso l'esigenza di orientamenti più dettagliati, in base alle regole sugli aiuti di Stato. Pertanto, con questa comunicazione, in accordo con il Consiglio Ecofin del 2 dicembre, ritiene opportuno fornire orientamenti per i nuovi regimi di ricapitalizzazione e dà la possibilità di adeguare i regimi di ricapitalizzazione già esistenti alle nuove regole.

In risposta alle richieste degli stati membri di orientamenti più dettagliati - volti a chiarire se forme specifiche di ricapitalizzazione sarebbero accettabili anche in caso in cui la ricapitalizzazione delle banche non abbia come obiettivo principale il loro salvataggio, ma piuttosto quello di garantire l'erogazione di prestiti all'economia reale - la Commissione ha specificato che nella sua valutazione delle misure di ricapitalizzazione, sia sotto forma di regimi che

sotto forma di sostegno alle singole banche, opererà secondo le seguenti modalità:

- presterà particolare attenzione al profilo di rischio dei beneficiari (si veda Box 2): nel concepire regimi di ricapitalizzazione aperti a una serie di banche diverse, gli Stati membri dovrebbero valutare con attenzione i criteri di ingresso e il trattamento da riservare a banche con profili di rischio diversi, operando le opportune differenziazioni fra queste;
- prenderà in considerazione indicatori come il rispetto dei requisiti normativi di solvibilità e l'adeguatezza patrimoniale prospettica, certificati dalle autorità nazionali di vigilanza, e gli *spread* dei CDS (*credit default swap*) attuali e precedenti alla crisi e dai *rating* anteriori alla crisi;
- nel caso di banche in difficoltà e in casi debitamente giustificati, potrà accettare una remunerazione inferiore a breve termine, partendo dal presupposto e con la condizione che a più lungo termine i costi dell'intervento pubblico a loro favore si rifletteranno nella ristrutturazione necessaria per ripristinare la redditività, e tenere conto dell'incidenza a livello di concorrenza del sostegno loro accordato mediante misure compensative;
- nel caso di banche finanziariamente sane potrà accettare tassi relativamente bassi di ingresso in qualsiasi ricapitalizzazione e di conseguenza a condizioni significativamente ridotte per il sostegno pubblico a lungo termine, purché le banche accettino per il rimborso o la conversione degli strumenti condizioni tali da mantenere chiari il carattere temporaneo della partecipazione statale e il suo obiettivo di ripristinare la stabilità finanziaria/l'erogazione di prestiti all'economia, e da mantenere chiara anche la necessità di evitare l'utilizzo dei fondi per scopi strategici più ampi.

BOX 2 LA VALUTAZIONE DEL PROFILO DI RISCHIO DELLA SINGOLA BANCA SECONDO LA COMMISSIONE EUROPEA

Nella valutazione del profilo di rischio delle singole banche la Commissione prenderà in considerazione i seguenti indicatori:

- adeguatezza patrimoniale: la Commissione considererà in maniera positiva la valutazione della solvibilità della banca e della sua adeguatezza patrimoniale prospettica, accertate mediante un esame da parte dell'autorità di vigilanza nazionale; tale esame valuterà l'esposizione della banca ai diversi rischi (quale il rischio di credito, il rischio di liquidità, il rischio di mercato, il rischio di tasso d'interesse e il rischio di tasso di cambio), la qualità degli attivi in portafoglio (all'interno del mercato nazionale e rispetto a standard internazionali disponibili), la sostenibilità del suo modello operativo a lungo termine ed altri elementi pertinenti;
- entità della ricapitalizzazione: la Commissione valuterà in maniera positiva una ricapitalizzazione di dimensioni limitate, ad esempio non superiore al 2%, degli attivi della banca ponderati per il rischio;
- attuali *spread* sui CDS: la Commissione considererà uno *spread* uguale o inferiore alla media un indicatore di un profilo di rischio più basso;
- attuale *rating* della banca e sue prospettive: la Commissione considererà un *rating* pari o superiore ad A e prospettive stabili o positive indicatori di un profilo di rischio più basso.

Nella valutazione di questi indicatori, terrà conto della situazione delle banche che hanno difficoltà dovute alle attuali circostanze eccezionali, anche se sarebbero state considerate fondamentalmente sane prima della crisi, come indicato, ad esempio, dall'evoluzione di indicatori del mercato quali gli *spread* dei CDS ed i prezzi delle azioni.

A tal fine, i piani sottoposti dai singoli stati alla Commissione dovranno specificare:

- obiettivo della ricapitalizzazione;
- grado di solidità della banca beneficiaria;
- remunerazione prevista;

- incentivi di uscita, in particolare in vista della sostituzione del capitale statale con quello di investitori privati;
- misure di salvaguardia contro un abuso di aiuti e contro le distorsioni della concorrenza;
- esplicita previsione di un controllo periodico degli effetti della ricapitalizzazione e della situazione delle banche beneficiarie attraverso relazioni regolari o piani di ristrutturazione.

Con riferimento ad aspetti fondamentali dei piani di ricapitalizzazione quali il rendimento da garantire allo stato, le caratteristiche degli strumenti utilizzati e le modalità di rimborso del capitale, la Commissione ha predisposto una serie di criteri differenziati per banche sane e banche in crisi.

Conferimenti temporanei di capitale statale in banche fondamentalmente sane

Con riferimento alla remunerazione si stabilisce che essa non possa essere fissata agli attuali livelli di mercato (circa il 15%), di conseguenza potranno essere accettati tassi inferiori. Nel contempo, il rendimento per lo Stato non dovrebbe essere troppo distante dagli attuali prezzi di mercato perché:

- i) dovrebbe evitare la sottovalutazione del rischio avvenuta prima della crisi;
- ii) deve riflettere l'incertezza su tempi e livello di un nuovo equilibrio dei prezzi;
- iii) deve fornire incentivi per uscire dal regime;
- iv) deve ridurre al minimo il rischio di distorsioni della concorrenza tra gli Stati membri, nonché tra le banche che oggi raccolgono capitale sul mercato senza aiuti di Stato.

La Commissione ritiene adeguate le modalità di fissazione dei prezzi delle ricapitalizzazioni indicati dalla BCE ma specifica altri aspetti (BOX 3).

BOX 3 IL PRICING DEGLI STRUMENTI DI RICAPITALIZZAZIONE EMESSI DA BANCHE SANE SECONDO LA COMMISSIONE EUROPEA

La Commissione ritiene adeguate le modalità di fissazione dei prezzi delle ricapitalizzazioni indicati dalla BCE ma per incoraggiare il rimborso del capitale statale prevede correzioni al rialzo del prezzo.

La remunerazione dovrà essere differenziata a livello di singola banca sulla base di diversi parametri:

- il tipo di strumento scelto: quanto più bassa la subordinazione, tanto più bassa la remunerazione richiesta;
- la tipologia di tasso di interesse di riferimento esente da rischio prescelto;
- il profilo di rischio individuale a livello nazionale di tutte le istituzioni finanziarie ammissibili (comprese sia le banche finanziariamente sane che quelle in difficoltà);
- le caratteristiche delle eventuali clausole di *step-up* o di rimborso.

La Commissione accetta inoltre metodologie alternative per la

fissazione dei prezzi se queste determinano remunerazioni superiori rispetto alla metodologia sopra illustrata.

Con riferimento agli incentivi per il rimborso del capitale statale, la Commissione specifica che:

- ritiene utile che venga in generale aggiunta una maggiorazione (*add-on*) progressiva nel tempo del prezzo di ingresso fissato e clausole di *step-up* come incentivazione all'uscita;
- in alternativa, può essere previsto l'aumentare della remunerazione complessiva attraverso opzioni *call* o altre clausole di rimborso o meccanismi che incoraggiano la raccolta di capitale privato, ad esempio collegando il pagamento dei dividendi a una remunerazione obbligatoria dello Stato che aumenti col tempo;
- gli Stati membri possono anche valutare il ricorso a una politica di dividendi restrittiva per garantire il carattere temporaneo dell'intervento statale.

La Commissione valuterà caso per caso i meccanismi di uscita proposti considerando l'entità della ricapitalizzazione, il profilo di rischio della banca beneficiaria e l'efficacia dell'insieme delle clausole previste.

Infine, di fronte ad uno scenario di molteplici richieste di ricapitalizzazione da parte delle banche europee, la Commissione ha voluto ribadire che tali misure non dovranno in alcun modo provocare indebite distorsioni della concorrenza. In particolare ha sottolineato che per non privilegiare le istituzioni che ricevono contributi pubblici a scapito degli altri concorrenti, le eventuali operazioni di fusione e acquisizione volte a risolvere situazioni di difficoltà dovrebbero essere organizzate sulla base di una procedura di gara aperta alla concorrenza. In secondo luogo, la ricapitalizzazione delle banche dovrà essere finalizzata al finanziamento dell'economia reale e gli Stati membri dovranno prevedere in questo senso condizioni specifiche per il rispetto di tale vincolo.

Le ricapitalizzazioni di salvataggio

Nel caso di ricapitalizzazioni di salvataggio, la Commissione ribadisce che esse dovrebbero essere soggette a condizioni più severe ed in particolare:

- l'intervento nel capitale delle banche da parte dello stato può realizzarsi solo a condizione che la banca venga posta in liquidazione o sottoposta ad una ristrutturazione ampia e profonda, il che può anche implicare cambiamenti a livello di management e di *corporate governance*;
- la remunerazione dovrebbe in linea di principio riflettere il profilo di rischio del beneficiario ed essere più elevata rispetto a quella applicata per le banche fondamentalmente sane. Sono peraltro ammesse deroghe a tale principio qualora le autorità di vigilanza prendano provvedimenti urgenti, ancorché il prezzo debba comunque essere determinato avendo come riferimento il prezzo richiesto per una banca simile in condizioni di mercato normali;

- fino al rimborso dei fondi statali, le banche dovrebbero seguire norme comportamentali di salvaguardia e, in particolare, adottare una politica dei dividendi restrittiva (compreso il divieto di distribuire dividendi almeno nel periodo di ristrutturazione), una limitazione della remunerazione dei dirigenti o della distribuzione di bonus, un obbligo di ripristinare e mantenere un livello più elevato del coefficiente di solvibilità compatibile con l'obiettivo della stabilità finanziaria, nonché un calendario per il rimborso della partecipazione statale.

Altri schemi di intervento possibili

La Comunicazione si conclude con un articolo che appare di tenore segnatamente diverso dai precedenti: dopo avere elencato una serie prescrizioni a cui i governi degli stati membri devono attenersi per ottenere l'autorizzazione a intervenire nel capitale delle banche, la Commissione lascia intendere che nel caso in cui i piani di intervento siano rivolti a tutte le banche dello stato o a gran parte di esse possono essere utilizzati schemi di intervento meno differenziati e meno elaborati. In questi casi i prezzi dovrebbero essere fissati in modo da rispettare il corridoio di rendimenti suggerito dalla BCE ancorché in misura "media" per tutte le banche. Stando alle disposizioni contenute nella Comunicazione, tale livello dovrebbe normalmente essere fissato sopra il 10% per gli strumenti di capitale Tier 1. Anche in questo caso è possibile determinare un prezzo di ingresso inferiore e uno *step-up* appropriato, nonché altri elementi di differenziazione e misure di salvaguardia quali quelli sopra descritti.

3. I piani di ricapitalizzazione in Europa

Sul finire del 2008 alcuni governi europei hanno predisposto dei piani a sostegno della stabilità finanziaria, piani che sono stati approvati dalla

Commissione Europea e che sono stati utilizzati da alcune banche. Si tratta dei piani predisposti da Regno Unito, Germania, Francia e Italia.

Regno Unito

Come è noto, il Governo inglese è stato il primo in Europa, nella seconda metà del 2007, ad intervenire con un provvedimento di salvataggio/nazionalizzazione nei confronti di Northern Rock; un secondo intervento isolato è seguito nel settembre del 2008 nei confronti di Bradford & Bingley; in entrambi i casi si trattava di intermediari specializzati nella concessione di mutui ipotecari. L'8 ottobre 2008, la gestione della crisi finanziaria, affidata al Tripartite Standing Committee - organismo costituito nel 2006, presieduto dal Ministro del Tesoro e composto dal Governatore della Banca d'Inghilterra e dal Presidente della FSA - ha portato all'elaborazione di un Piano di 500 miliardi di sterline per sostenere il sistema finanziario inglese. Il piano prevede 3 tipi di interventi:

1. un piano di ricapitalizzazione – sostenuto, se necessario, da un intervento pubblico di almeno 50 miliardi – delle principali banche e building societies: Abbey, Barclays, HBOS, HSBC Bank plc, Lloyds TSB, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland, and Standard Chartered. Ciascuno di questi intermediari si è impegnato ad accrescere il Tier1, mentre il Tesoro si è impegnato a sottoscrivere il capitale, se richiesto, o sotto forma di azioni privilegiate, con un rendimento cedolare del 12%, o sotto forma di azioni ordinarie. Il piano prevede che eventualmente altre banche o società costruttrici che svolgano una rilevante quota della loro attività nel Regno Unito possano aderire alla ricapitalizzazione. Gli intermediari che aderiscono al piano sono soggetti a limitazioni con riferimento alla politica dei

dividendi e alla remunerazione dei top manager. Inoltre devono impegnarsi a sostenere i prestiti a favore delle piccole e medie imprese e delle famiglie per l'acquisto dell'abitazione. Allo stesso tempo il piano prevede limitazioni alla complessiva attività di prestito per evitare un'espansione eccessiva sostenuta dall'intervento dello stato e pertanto lesiva della concorrenza. Inoltre gli intermediari per i quali l'intervento dello stato si prolunga oltre un determinato periodo di tempo devono sottoporre un piano di ristrutturazione alla Commissione europea.

2. Un programma di garanzie pubbliche, per 250 miliardi di emissioni, a favore delle banche ammesse al piano di ricapitalizzazione di cui al punto 1 e che abbiano raggiunto un adeguato Tier 1, sulle nuove emissioni di strumenti di debito senior, carta commerciale o certificati di deposito di durata al massimo triennale. La garanzia prevede una commissione di 50 bps più il 100% del valore mediano del *credit default swap* (CDS) a cinque anni sull'intermediario nei dodici mesi precedenti il 7 ottobre 2008. Per gli intermediari per i quali non esiste il CDS la commissione aggiuntiva viene determinata dal Tesoro. La garanzia è prevista per le emissioni dei successivi sei mesi ma è prevista la possibilità di estendere tale misura.
3. Un ampliamento (da 100 a 200 miliardi di sterline delle misure a sostegno della liquidità offerte dalla Bank of England

Il Tripartite Standing Committee inoltre specificava che gli aumenti di capitale da parte di ciascuna banca avrebbero dovuto essere sufficienti a:

- ripristinare la fiducia nella banca;
- garantire un *buffer* di capitale - oltre i minimi regolamentari richiesti - sufficiente ad assorbire future perdite che potrebbero emergere nella

fase di recessione e a sostenere l'attività di prestito secondo i normali criteri commerciali.

A tal fine l'FSA avrebbe valutato l'ammontare di capitale necessario per ciascuna banca sulla base di uno stress test basato su ipotesi standard e di un obiettivo di Tier 1 e di core Tier 1 pari a quello del primo semestre 2008.

In effetti, immediatamente dopo l'annuncio, le principali banche hanno annunciato i loro piani di ricapitalizzazione, per un ammontare complessivo di 50 miliardi di sterline.

A fine gennaio 2009, a fronte di rilevanti aumenti di capitale da parte delle banche l'intervento dello Stato si è realizzato soltanto in due banche, per un totale di 37 miliardi di sterline e cioè a favore di Lloyds Financial Group - nell'ambito dell'operazione di fusione con HBOS, perfezionata nel gennaio 2009 - e a favore di Royal Bank of Scotland Group plc (RBS). Più in particolare:

- Lloyds HBOS : il 9 gennaio 2009 si è chiusa l'offerta di azioni ordinarie lanciata da Lloyds TSB in seguito alla quale il Governo ha sottoscritto la parte non collocata pari al 99,5% del totale. Il top management ha sottoscritto l'aumento per la sua quota. Nella stessa data si è chiusa l'offerta di HBOS nella quale lo Stato ha sottoscritto il 99,76%. Il risultato complessivo è che il Tesoro detiene la proprietà del 43,4% del capitale ordinario del nuovo gruppo Lloyds Banking Group plc.
- RBS: il 13 ottobre 2008 ha annunciato un aumento di capitale di 20 miliardi di sterline, dei quali 5 miliardi di azioni privilegiate e 15 miliardi di azioni ordinarie. Il 25 novembre si è chiusa l'offerta di azioni ordinarie da parte di RBS di circa 15 miliardi in seguito alla quale il Governo ha sottoscritto la parte non collocata pari al 99,76%; in tal modo il Tesoro detiene approssimativamente il 57,9% delle azioni ordinarie di RBS. Il 1° dicembre 2008

sono state emesse azioni privilegiate per 5 miliardi di sterline, sottoscritte dal Tesoro. Il 19 gennaio 2009 il governo ha annunciato un nuovo accordo in base al quale le azioni privilegiate sottoscritte dallo Stato sono state trasformate in azioni ordinarie. Inoltre RBS si è impegnata ad estendere alle grandi imprese l'impegno già assunto nei confronti di quelle piccole e medie e delle famiglie per l'acquisto di abitazioni di mantenere per i prossimi tre anni un'offerta competitiva di prestiti almeno al livello del 2007 e ad erogare nuovi prestiti per 6 miliardi di sterline nei prossimi dodici mesi.

Tutte le altre banche sino ad oggi hanno proceduto ad aumenti di capitale ma non hanno ritenuto necessario l'intervento pubblico nel capitale; in alcuni casi, in realtà, si è assistito ad operazioni di acquisizione, come nel caso di Alliance & Leicester che il 10 ottobre 2008 è stata acquisita dal Banco Santander.

Barclays a fine ottobre ha annunciato un aumento di capitale da 7,3 miliardi di sterline (9,2 miliardi di euro) riservato all'ingresso del fondo sovrano del Qatar e di quello di Abu Dhabi. Già nell'estate del 2007 Barclays aveva lanciato un aumento di capitale da 4,9 miliardi di sterline riservato a Temasek, fondo sovrano del governo di Singapore, e a China Development Bank, al quale a luglio ne era seguito un altro da 4,5 miliardi di sterline. Il fondo del Qatar e quello di Abu Dhabi investiranno 1,5 miliardi di sterline direttamente e 5,8 miliardi di sterline attraverso la sottoscrizione di obbligazioni convertibili per le quali si è impegnata fino al giugno del 2019 a pagare un interesse netto del 10%. A seguito dell'aumento di capitale e della chiusura del bilancio 2008 il Core Tier 1 del gruppo risulta pari al 6,7% e il TIER 1 al 9,7%².

² La banca ha dichiarato "On the basis of the above year end capital ratios, we calculate that the Group's

Anche HSBC Holdings plc ha effettuato un aumento di capitale di 750 miliardi di sterline, ricorrendo a risorse proprie del gruppo. Sulla base dei risultati al 30 settembre 2008, il Tier 1 del gruppo è pari all'8,9%

Nationwide Building Society, sulla base dei risultati al 30 Settembre 2008, ha dichiarato un Tier 1 del 10,0% .

Germania

Di fronte alla notizia di ingenti perdite su titoli cartolarizzati da parte di grandi gruppi bancari tedeschi e a una generalizzata situazione di scarsa liquidità nei mercati all'ingrosso, a metà ottobre il governo federale tedesco ha predisposto un pacchetto di misure a sostegno del sistema finanziario (elaborato il 13 ottobre e approvato dalla CE il 28 ottobre) che si caratterizza per la creazione del Fondo di stabilizzazione del mercato finanziario (noto anche come Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung, in breve SoFFin) che sarà attivo sino alla fine del 2009.

Il SoFFin può intervenire per:

- offrire la propria garanzia alle nuove emissioni a breve e medio termine effettuate da banche sane che hanno difficoltà a finanziarsi nel mercato interbancario. Le garanzie coprono capitale, interessi e spese e sono offerte a banche con un adeguato grado di capitalizzazione. Dal grado di capitalizzazione dipende, tra l'altro, il livello di remunerazione richiesto alla banca. Il Regolamento di attuazione della legge che istituisce il fondo prevede anche un limite (non specificato) per la concessione di garanzia a ciascuna banca o gruppo bancario;

- sottoscrivere strumenti rappresentativi di capitale (preferibilmente quelli ricompresi nel Tier 1) emessi dalle istituzioni finanziarie al fine di garantirne il rafforzamento patrimoniale;
- acquistare temporaneamente attività detenute dalle banche in contropartita di titoli di stato tedeschi. L'acquisto avviene a condizione che le banche riacquistino tali attività dal Fondo entro 36 mesi a un prezzo non inferiore all'originario prezzo di acquisto.

Beneficiari del provvedimento sono le istituzioni finanziarie (non solo banche) che hanno sede in Germania.

Per la creazione del Fondo, che beneficia della consulenza della Deutsche Bundesbank, il Ministero delle Finanze ha stanziato 100 miliardi di euro così suddivisi:

- 70 miliardi destinati a operazioni di ricapitalizzazione delle banche e la temporanea sottoscrizione di attività;
- 10 miliardi aggiuntivi da destinare a interventi di cui al punto precedente, ma solo dietro approvazione della Commissione di Bilancio del Parlamento tedesco;
- 20 miliardi da destinare alla concessione di un massimo di 400 miliardi di garanzie per le emissioni delle banche.

Gli interventi di ricapitalizzazione si attuano mediante la sottoscrizione a condizioni di mercato da parte del SoFFin di azioni o di altri strumenti rappresentativi del capitale. E' previsto un limite massimo per la ricapitalizzazione di ogni singola banca o gruppo bancario pari a 10 miliardi che può essere superato solo dietro approvazione della Commissione di gestione del Fondo (*steering committee*).

L'intervento del SoFFin è subordinato al rispetto di alcune condizioni volte a limitare possibili comportamenti opportunistici da parte delle banche. In particolare, si richiede che:

Tier 1 capital exceeds the regulatory minimum required by the FSA by an amount equivalent to some £17bn.... we confirm we are not seeking subscription for further capital - either from the private sector or from the UK Government".

- le politiche di gestione della banca siano ritenute solide e prudenti;
- la banca presti particolare attenzione ai bisogni finanziari delle piccole e medie imprese;
- per la durata dell'intervento di ricapitalizzazione la banca non distribuisca dividendi a soggetti diversi dal SoFFin e che non effettui riacquisti di azioni (se non preventivamente obbligata);
- il sistema di remunerazione (fissa e variabile) in vigore nella banca sia ritenuto adeguato e tale da disincentivare l'assunzione di rischi eccessivi da parte dei dipendenti della banca;
- la remunerazione complessiva (fissa più variabile) annua del direttore generale (*managing director*) e degli amministratori (*board member*) non ecceda 500.000 Euro;
- i benefici concessi in caso di cessazione dei rapporti di lavoro con la banca rispettino i criteri di legge e non vengano concessi incentivi o altre forme di remunerazione volontaria.

Le banche sane che richiedono l'intervento del Fondo devono presentare un rapporto che illustri come intendono mantenere adeguati livelli di capitalizzazione e come prevedono di rimborsare la partecipazione acquisita dallo stato. Nel caso di banche in crisi, esse devono invece presentare un piano di ristrutturazione 6 mesi dopo l'intervento del Fondo.

Il Fondo può acquistare e vendere partecipazioni sino al 2012 azioni. Per la dismissione delle partecipazioni acquisite dal SoFFin è previsto che vengano prese misure tali da non generare un impatto negativo sul mercato.

A dicembre 2008 sono state approvate alcune modifiche al piano di salvataggio che riguardano principalmente il livello di remunerazione delle partecipazioni sottoscritte dal SoFFin, per il quale si distingue tra banche sane e banche in crisi. Per

le prime il rendimento pagato dalla banca deve tenere conto del rischio dell'emittente e della tipologia di strumento utilizzato e partire da un livello minimo pari a 7% per i prestiti subordinati e pari a 9,3% per gli strumenti con caratteristiche analoghe alle azioni ordinarie. Le banche in crisi devono invece pagare un tasso minimo di 10%. Tali livelli minimi non si applicano nel caso in cui, oltre al SoFFin, altri investitori privati partecipino in misura non marginale all'operazione di ricapitalizzazione.

Inoltre, è previsto che il divieto di distribuire dividendi possa essere sostituito con la previsione di un incremento dello 0,5% del rendimento offerto alle partecipazioni del SoFFin per i 5 anni successivi. La misura di tale incremento può essere ridotta in caso in cui vengano comunque attuate politiche di dividendo restrittive.

Dalla sua creazione numerose banche tedesche hanno utilizzato gli strumenti messi a loro disposizione dal governo tramite la SoFFin, e in particolare il rilascio di garanzie. Per quanto concerne invece gli interventi di ricapitalizzazione, fonti ufficiali informano di un'operazione a favore di Commerz Bank avvenuta a fine 2008; si parla inoltre di 2 ulteriori possibili interventi da effettuare a inizio 2009 uno a favore ancora di Commerz Bank e l'altro di Bayerische LandesBank.

L'operazione a favore di Commerzbank – che a breve perfezionerà l'acquisizione di Dresdner bank – consiste nella sottoscrizione da parte di SoFFin per un importo complessivo di 8,2 miliardi di euro di *silent participation* (*Stille Beteiligung*), ossia strumenti ibridi, senza diritto di voto, propri del diritto tedesco e i cui profili giuridici non sono particolarmente chiari. Tali strumenti prevedono una remunerazione del 9,0% in considerazione dell'impegno della banca a non distribuire dividendi nel 2008 e 2009; il tasso verrà successivamente aumentato qualora la banca

dovesse decidere di distribuire dividendi. Il rimborso della partecipazione silente avverrà a scelta della banca e al valore nominale. Tra le condizioni per la concessione del capitale vi è un impegno della Commerz a incrementare di quasi il 6% i prestiti alle piccole e medie imprese tedesche. La banca ha altresì dichiarato che la media della remunerazione di amministratori e direttore generale è 480.000 euro e quindi in linea con le previsioni dello schema di salvataggio.

Stando alle dichiarazioni della banca, questo aumento di capitale consentirà un aumento del Tier 1 ratio da 7,6% del terzo trimestre 2008 a 11,2%.

A gennaio 2009 i media hanno riportato di un possibile ulteriore aumento di capitale di 10 miliardi, 8,2 dei quali verrebbero apportati da SoFFin attraverso la sottoscrizione di strumenti analoghi a quelli usati a fine 2008. I restanti 1,8 miliardi verrebbero raccolti attraverso l'emissione di azioni ordinarie.

Al di là degli interventi presenti e futuri della SoFFin a valere su una dotazione messa a disposizione dal governo federale, si sono verificate anche altre immissioni di capitale da parte di altri enti locali, come lo Stato della Baviera che è stato autorizzato dalla Commissione Europea a sottoscrivere strumenti di capitale emessi da BayernLB per un importo complessivo di 7 miliardi. Lo Stato di Baviera è uno dei due principali azionisti della banca – l'altro è l'associazione delle Spaarkassen bavaresi – e si è impegnato a sottoscrivere azioni privilegiate che verranno emesse in due tranches rispettivamente di 3 e 4 miliardi. E' stato altresì richiesto l'intervento di SoFFin per ulteriori 3 miliardi. Il rafforzamento patrimoniale di BayernLB si accompagna con una rinuncia alla distribuzione dei dividendi e alla revisione della strategia aziendale e del *business model*.

Francia

L'8 dicembre 2008 la Commissione Europea ha approvato il piano di ricapitalizzazione delle banche varato dal Governo francese all'interno del "Plan français pour assurer le financement de l'économie et restaurer la confiance". Tale provvedimento – che segue quello di ottobre volto a risolvere i problemi di liquidità delle banche francesi – prevede in sintesi:

- lo stanziamento di una somma complessiva di 21 miliardi di euro, suddiviso in 2 tranches di 10,5 miliardi l'una, la prima delle quali deve essere erogata entro il 31 dicembre 2008;
- l'intervento della Société de Prise de Participation de l'Etat (la SPPE, che beneficia di una garanzia dello stato di 40 Miliardi di euro) per:
 - la sottoscrizione di prestiti subordinati atti ad incrementare il Tier 1 delle banche francesi;
 - la possibilità di accedere a tale misura per tutte le banche francesi e in particolare per quelle fondamentalmente sane, ancorché in temporanea difficoltà a causa delle instabilità dei mercati finanziari.

L'apporto di capitale viene peraltro subordinato ad alcune condizioni che riguardano il comportamento delle banche beneficiarie, in particolare l'assicurazione di:

- mantenere la crescita dell'aggregato dei prestiti alle imprese – soprattutto alle PMI – e alle famiglie su tassi annui non inferiori al 3-4%;
- introdurre regole di carattere etico riguardanti, tra l'altro, la remunerazione dei manager nel rispetto delle Raccomandazioni elaborate dall'Association Française des Entreprises Privées e dal Ministero dell'Economia.

Lo schema di ricapitalizzazione va a beneficio di banche i cui coefficienti patrimoniali sono al di

sopra dei limiti imposti dalla regolamentazione e persegue essenzialmente l'obiettivo di garantire un adeguato flusso di credito all'economia, e in particolar modo alle imprese di minori dimensioni. Contestualmente alla decisione del governo francese di intervenire a sostegno del capitale delle banche, la Federazione Bancaire Francaise ha infatti sottoscritto un impegno formale con il quale le banche prevedono di:

- aumentare la quantità di credito offerta ai diversi settori dell'economia;
- adottare politiche di concessione del credito che non discriminino le PMI e le imprese in difficoltà;
- rendere mensilmente pubblici gli importi di credito effettivamente erogati;
- incrementare l'informativa rivolta alle famiglie al fine di massimizzare l'efficienza delle loro scelte di indebitamento.

L'obiettivo di sostenere il credito all'economia viene perseguito anche attraverso la creazione della Société de Financement de l'Economie Française (SFEF), società partecipata al 34% dallo stato e al 66%, in parti uguali, da 7 banche (Banques Populaires, BNP Paribas, Caisses d'Epargne, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, HSBC France e Société Générale), che beneficia di una garanzia dello stato di 320 miliardi. La SFEF si finanzia attraverso fondi raccolti sul mercato tramite emissioni di obbligazioni che beneficiano della garanzia dello stato (e che pertanto vengono remunerate a tassi piuttosto bassi), fondi che vengono utilizzati per la concessione di prestiti alle banche.

La prima tranche degli interventi per l'aumento del capitale delle banche sono stati attuati entro la fine del 2008 attingendo alla dotazione di capitale di 40 miliardi forniti alla SPPE dallo stato francese e si sono concretizzati nella sottoscrizione di prestiti subordinati a 6 gruppi bancari per gli

importi indicati nella TAB. 1. L'ammontare di ciascuna emissione è stato definito in modo tale da aumentare di 50 bps il coefficiente patrimoniale Tier 1.

TAB. 1 – Ricorso delle banche francesi alla prima tranche di rifinanziamenti

Banche	Importo delle emissioni sottoscritte (Euro miliardi)
Banques Populaires	0.95
BNP Paribas	2.55
Gruppo Caisses d'épargne	1.10
Crédit Agricole	3.00
Crédit Mutuel	1.20
Société générale	1.70
Totale	10.50

Fonte: Federation Bancaire Francaise

Gli strumenti utilizzati per la prima tranche sono debiti super-subordinati perpetui che sono ammessi come capitale di base Tier 1 tra gli strumenti non innovativi. Per tali emissioni è previsto per i primi 5 anni un tasso fisso determinato in base al grado di solvibilità di ciascuna banca, e per i rimanenti anni un tasso variabile basato sull'Euribor a 3 mesi. In dettaglio, il tasso fisso è composto dal tasso *risk-free* riferito al governo francese cui viene sommato uno *spread* fisso di 300 punti base e un'ulteriore *spread* pari a 5 volte il premio implicito nei Credit Default Swap a 5 anni inerenti la singola banca nel periodo dal 1/1/2007 al 30/8/2008. A titolo di esempio, l'emissione effettuata a dicembre dal Credit Agricole prevedeva un tasso fisso dell'8,33%, mentre quella effettuata da BNP Paribas uno del 7,75%.

Coerentemente con le finalità del governo di offrire un sostegno solo temporaneo e con le raccomandazioni della Commissione Europea, gli strumenti emessi possono essere rimborsati dalla banca, previa autorizzazione dell'organo di vigilanza – la Commission Bancaire – a un prezzo

crescente. Per i *buy-back* effettuati dalle banche tra il termine del primo e del secondo anno è richiesto un esborso pari al 101% del valore nominale del prestito; tale importo è destinato a crescere sino al 111% qualora il rimborso avvenga oltre 6 anni dalla data di emissione.

Come previsto dallo schema di intervento statale, all'emissione dei titoli subordinati, le 6 banche si sono impegnate a garantire per l'anno 2009 una crescita del 4% dei loro prestiti a imprese e famiglie e a non effettuare operazioni di riacquisto delle loro azioni per tutta la durata del prestito subordinato sottoscritto dallo stato.

Il 28 gennaio 2009 la Commissione Europea ha approvato alcune modifiche apportate dal governo francese allo schema di ricapitalizzazione delle banche che era stato approvato a dicembre. Tali modifiche concernono principalmente:

- l'entità della seconda tranche di operazioni di capitalizzazione, che passa da 10,5 miliardi di euro a 11 miliardi per consentire l'aumento di 50 bps del Tier 1 ratio della nuova entità che scaturirà dalla fusione del Gruppo Caisse d'Epargne e Banque Populaire;
- la possibilità di utilizzare oltre ai prestiti subordinati anche azioni privilegiate senza diritto di voto e di sostituire i prestiti subordinati precedentemente emessi con azioni privilegiate;
- l'estensione dello schema al 31 agosto 2009;
- norme più severe circa il comportamento delle banche in termini di remunerazione del management e di politiche dei dividendi.

Tali modifiche sembrano rendere l'intervento dello stato più stringente e oneroso per le banche. In primo luogo si osserva infatti che la scelta di affiancare ai prestiti subordinati le azioni privilegiate comporta, da un lato, un rafforzamento patrimoniale qualitativamente maggiore dal momento che solo le ultime rientrano nel core Tier 1; dall'altro lato esse risultano più onerose. A tale

riguardo lo schema del governo indica che la remunerazione delle azioni privilegiate sarà determinata al livello più alto tra:

- il tasso fisso dei prestiti subordinati aumentato ogni anno di 25 bps a partire dal secondo esercizio;
- il tasso corrispondente al dividendo versato ciascun anno per azione, maggiorato da un coefficiente crescente e uguale a 105 % nel 2010 sino a 125 % nel 2018, con un limite superiore pari a 2 volte il tasso fisso dei prestiti subordinati.

Le azioni privilegiate non contengono peraltro clausole di conversione in azioni ordinarie e potranno essere riacquistate dalle banche emittenti. Più stringenti risultano altresì le condizioni che devono essere rispettate dalle banche per beneficiare di queste infusioni di capitale: il governo ribadisce la rilevanza dell'adozione di comportamenti etici e precisa che sarà necessario che entro il 31 maggio 2009 le banche adeguino le proprie prassi alle Raccomandazioni dell'AFEP e del Ministero del Tesoro; l'opportunità di annullare la distribuzione di dividendi relativamente all'esercizio 2008; la necessità di contribuire fattivamente all'immissione di credito nell'economia. Con riferimento a quest'ultimo punto le banche si sono impegnate a firmare una convenzione con lo stato per il finanziamento di 7 miliardi di contratti all'esportazione.

Tra le banche destinatarie del provvedimento alcune – soprattutto quelle meno patrimonializzate come BNP Paribas che chiuderà l'anno 2008 con un TIER 1 ratio pari a 7,5% - hanno già dichiarato la loro intenzione di avvalersi delle nuove opportunità offerte e di voler sostituire la precedente emissioni di prestiti subordinati con quella di azioni privilegiate.

Italia

In Italia il governo è intervenuto a sostegno del sistema bancario focalizzando il suo intervento dapprima sulla risoluzione dei problemi di liquidità delle banche, e successivamente predisponendo interventi a favore di una loro ricapitalizzazione.

Il decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155, convertito con modificazioni nella legge 4 dicembre 2008, n. 190, e il decreto legge 1 ottobre n. 157 agiscono nella prima direzione, prevedendo:

- la garanzia integrativa dello Stato sui depositi bancari al dettaglio per tre anni;
- fino al dicembre del 2009 la garanzia statale sulle nuove passività delle banche italiane con durata residua compresa fra tre mesi e cinque anni e non computabili nel patrimonio di vigilanza dell'emittente;
- la possibilità di effettuare operazioni di scambio temporaneo (swap) di durata massima semestrale, rinnovabile, tra titoli di Stato e passività bancarie di nuova emissione di importo non inferiore a 500 mila euro;
- la garanzia statale per le banche a favore di terzi (ad esempio le imprese di assicurazione) per l'ottenimento di prestiti di titoli di qualità elevata a loro volta utilizzati dalle banche per ottenere rifinanziamenti nell'Eurosistema.

Queste misure sono state approvate dalla Commissione Europea con una Comunicazione del 14 novembre 2008.

Gli interventi di ricapitalizzazione sono stati inizialmente rivolti alle banche italiane in situazione di inadeguatezza patrimoniale. Il D.l. 155/2008 consente infatti al ministero dell'Economia e delle finanze di aderire ad aumenti di capitale di banche o capogruppo bancarie mediante la sottoscrizione di azioni prive di diritto di voto e con un privilegio sui dividendi. Tale misura non è stata peraltro ad oggi utilizzata da nessuna banca italiana.

Successivamente, il decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 - convertito nella Legge n. 2/2009 - ha esteso l'intervento di ricapitalizzazione alle banche sane (ma solo a quelle quotate), al fine di rafforzarne la capacità di soddisfare la domanda di finanziamenti. Inizialmente il piano di ricapitalizzazione - approvato dalla Commissione Europea il 23 dicembre 2008 - prevedeva la sottoscrizione da parte dello stato di strumenti di debito subordinati convertibili in azioni ordinarie, computabili senza limiti nel patrimonio di vigilanza di base Core Tier 1, per un importo complessivo previsto tra 15 e 20 miliardi di euro. Coerentemente con le linee guida dettate dalla Commissione Europea, gli strumenti utilizzati avrebbero dovuto avere caratteristiche tali da incentivarne un utilizzo limitato nel tempo e tali da legare le condizioni economiche alla effettiva situazione di rischiosità della banca. In particolare, era prevista una remunerazione pari al maggiore tra:

- un tasso di interesse pari a 7,5%, incrementato dello 0,25% per ognuno dei quattro anni successivi all'emissione e successivamente dello 0,5% ogni 2 anni fino al raggiungimento del 15% nel 2039.
- un importo crescente e pari nel 2009 al 105% del dividendo distribuito per ciascuna azione ordinaria, al 110% nel 2010, al 115% nel periodo 2011-2017, ecc.;
- in relazione all'esercizio 2011 e ai successivi, una percentuale pari alla media dei rendimenti all'emissione dei BTP trentennali, maggiorata di uno spread inizialmente pari a 300 bps incrementabile sino a 350 bps.

Le banche emittenti avrebbero³ la possibilità di riscattare in qualsiasi momento i titoli al maggiore tra:

³ Questo paragrafo si basa sulle notizie disponibili alla data del 25 febbraio 2009 prima della pubblicazione del Regolamento di attuazione del decreto n.185.

- il 110% del Valore Nominale iniziale;
- il valore medio di mercato delle azioni sottostanti negli ultimi 30 giorni precedenti il riscatto.

In ogni caso si prevedeva un limite superiore all'importo del riscatto; tale limite era pari al 120% del VN iniziale per riscatti effettuati entro il 2013 e cresceva sino ad arrivare al 160% per riscatti effettuati dopo il 2022. La previsione di un tetto all'importo che le banche dovrebbero rimborsare evita che esse possano essere penalizzate in caso di un'auspicata ripresa dei corsi azionari.

In realtà, le condizioni sopra descritte sono state ritenute dalle banche eccessivamente onerose, soprattutto con riferimento alle modalità di calcolo del valore di riscatto. Nonostante i limiti fissati dal decreto, in caso dell'auspicata ripresa delle quotazioni, le banche si sarebbero trovate a pagare, ad esempio tra cinque anni, il 20% in più di quanto ricevuto. Inoltre, considerato che il rimborso del prestito deve avvenire con mezzi patrimoniali, il riscatto avrebbe comportato una indesiderata e consistente riduzione della dotazione patrimoniale.

Ciò ha condotto il governo a formulare alcune modifiche al piano di ricapitalizzazione. Tali modifiche sono state approvate dalla Commissione Europea il 20 febbraio 2009 e riguardano essenzialmente la remunerazione e il valore di riscatto del prestito. Il nuovo decreto di attuazione introdurrebbe due nuove possibilità per le banche.

Nel primo caso, la remunerazione richiesta dallo stato passa infatti da 7,5% a 8,5% per gli anni 2009-2012, a 9% per il 2013-2016, a 9,5% per il 2017-2018 per poi essere incrementata dello 0,5% ogni 2 anni sino a raggiungere il 15% nel 2039. A fronte di ciò si riduce l'onere del riscatto che può essere effettuato al valore nominale sino al 30 giugno 2013, al 110% del VN iniziale sino al 2015 e negli anni successivi al più elevato tra il

110% del VN iniziale e il prezzo di mercato, mantenendo i limiti superiori originariamente previsti.

In linea di principio il prestito subordinato potrebbe essere convertito a facoltà della banca dopo 3 anni dalla sua emissione, a condizione che il prezzo di mercato (calcolato come media degli ultimi 10 giorni) sia almeno pari al 110% del VN iniziale delle azioni sottostanti. In tale caso lo stato diventerebbe a tutti gli effetti azionista della banca, eventualità questa che il governo considera tuttavia residuale e limitata a casi in cui non si raggiunga un atteso riequilibrio patrimoniale della banca. L'art 2 della Legge 2/2009 stabilisce infatti che "il programma di intervento ha l'obiettivo di terminare entro dieci anni dalla data di entrata in vigore della legge".

La seconda prevede la possibilità di emettere titoli a condizioni meno onerose se le nuove emissioni vengono sottoscritte per almeno il 30% da privati (gli enti territoriali non sono privati) dei quali almeno il 20% diverso da azionisti qualificati (con quote di partecipazione nel capitale della banca superiore al 2%).

La contropartita richiesta dal governo per il sostegno alle banche si sostanzia in un maggior impegno a sostenere l'economia con adeguati flussi di credito e nell'adozione di comportamenti "etici" da parte del management. In particolare ciascuna banca richiedente dovrà sottoscrivere un protocollo nel quale si impegna:

- a garantire la piena disponibilità di credito a favore delle PMI
- a contribuire alla dotazione del fondo di garanzia per i finanziamenti erogati alle PMI (di cui all'art. 11 del D.l. 185/08);
- a concedere la sospensione del pagamento di rate di mutuo per l'acquisto dell'abitazione principale a soggetti che abbiano perso il lavoro o che si trovino in gravi difficoltà economiche. La sospensione avrà durata di

almeno 12 mesi e non potrà prevedere oneri aggiuntivi per il mutuatario.

In aggiunta le banche si impegnano a rendere noti periodicamente i dati relativi alla loro attività creditizia e alle condizioni cui essa è stata svolta.

La singola banca si impegna infine a rispettare un codice etico nel quale, anche sulla base delle nuove disposizioni di vigilanza sul governo societario che dovranno essere recepite entro il 30 giugno 2009, siano previsti limiti alle remunerazioni dei manager.

4. Alcune considerazioni di sintesi

Negli ultimi cinque mesi organismi sovranazionali, BCE e Commissione Europea hanno delineato un quadro sempre più dettagliato e stringente entro il quale i singoli governi hanno potuto varare le misure di ricapitalizzazione delle banche. Tale quadro è in continua evoluzione e potrà subire ulteriori modifiche per adattarsi alle eventuali ulteriori difficoltà e necessità di ricapitalizzazione da parte delle banche.

Con riferimento ai quattro principali paesi europei esaminati, le misure adottate ed il loro stato di attuazione, sintetizzate nella TAB. 2, sono differenziati sotto diversi profili:

- per importi massimi stanziati, più elevati, per Germania e Regno Unito (3,3% e 2,5% del Pil);
- per importi utilizzati: più elevati nel Regno Unito e in Germania (1,8% e 1% del Pil);
- per numero di banche che hanno aderito: più elevato in Francia (6 banche);
- per ammontare di capitale sottoscritto in ciascuna banca: più elevato nel Regno Unito (20 e 37 miliardi di sterline) e in Germania (16 miliardi in Commerzbank).

Gli stanziamenti massimi previsti per le banche quotate italiane saranno al massimo pari a quelli previsti in Francia (circa l'1,2%), dove già 6

banche hanno aderito per importi singoli compresi tra 0,95 e 3 miliardi di euro a condizioni di remunerazione differenziate tra banche e dove si prevede a breve l'utilizzo completo dello stanziamento a condizioni non dissimili da quelle previste per le banche italiane. Le banche italiane hanno dichiarato che valuteranno in tempi rapidi se aderire al nuovo piano e non potranno non tener conto dei risultati definitivi dell'esercizio 2008, in corso di definizione in questi giorni.

TAB. 2 – Sintesi dei principali interventi effettuati dall'Ottobre 2008 al 20 Febbraio 2009

	Somma messa a disposizione dal governo	Tipologia di strumento per la ricapitalizzazione	Somme effettivamente erogate	Condizioni per la ricapitalizzazione
Italia	10-20 mld Euro (per memoria PIL 2007 = 1.535.540)	Prestiti subordinati convertibili	nessuna	- disponibilità ad accrescere il finanziamento a PMI; - contributo al fondo di garanzia per i finanziamenti erogati a PMI; - sospensione del pagamento di rate di mutuo per sottoscritto per l'acquisto dell'abitazione principale.
Francia	21, 5 mld Euro (per memoria PIL 2007 = 1.892.241 mln)	Prestiti super-subordinati (strumenti non innovativi Tier I), tasso fisso/varibile + spread 300 bps + 5 volte premio dei CDS. Riscatto a partire da 101% (primo anno) sino a 111% (dopo il sesto anno) o azioni privilegiate con rendimento più alto tra: - tasso pari a quello dei prestiti subordinati + 0,25 per anno a partire dal secondo e - tasso pari a dividendo maggiorato al 105% il primo anno sino al 125% nel 2018	Banques Populaires: 0,95 mld Euro BNP Paribas: 2,55 mld Euro Gr.Caisses d'épargne: 1,10 mld Crédit Agricole: 3,00 mld Crédit Mutuel: 1.20 mld Société générale: 1.70 mld	- mantenere una crescita dei prestiti alle PMI pari almeno a 4%; - introdurre regole etiche su remunerazione manager; - rendere mensilmente pubblici gli importi di credito effettivamente erogati; - incrementare l'informativa rivolta alle famiglie al fine di massimizzare l'efficienza delle loro scelte di indebitamento.
Germania	70+10 mld Euro (per memoria PIL 2007 = 2.422.900 mln)	Azioni o altri strumenti di capitale (spesso silent participation (Stille Beteiligung), ossia strumenti ibridi, senza diritto di voto). Remunerazione: per banche sane min. 7% per prestiti subordinati; 9,3% per strumenti analoghi a azioni per banche in crisi: min 10%	Commerzbank 8,2 mld + 8,2 mld (in fase di concessione) BayernLB 7 mld + 3 (da parte dello stato federale)	- divieto distribuzione dividendi o contestuale incremento di 0,5% della remunerazione del prestito; - adozione di politiche gestionali prudenti; - particolare attenzione ai bisogni finanziari delle piccole e medie imprese; - divieto al riacquisto di azioni; - adeguatezza del sistema di remunerazione (fissa e variabile); - limite di 500 mila euro alla remunerazione complessiva (fissa più variabile) del direttore generale e degli amministratori.
Regno Unito	50 mld Sterline (per memoria PIL 2007 = 2.018.828 mln Euro)	Azioni ordinarie o azioni privilegiate con rendimento 12%	Lloyds HBOS: 17 mld St. Royal Bank of Scotland: 20 mld St	- sostegno a PMI e famiglie per l'acquisto dell'abitazione; - limitazioni alla politica dei dividendi e alla remunerazione dei top manager.



5. MERCATO MONETARIO, CRISI DI LIQUIDITÀ E INTERVENTI DELLE BANCHE CENTRALI*

1. Introduzione

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 redistribuzione 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.

In questo capitolo, cercheremo anzitutto 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'area¹. Successivamente, analizzeremo gli sviluppi del mercato monetario statunitense ed europeo, unitamente agli interventi effettuati dalla Fed e dalla BCE; dedicheremo particolare attenzione

all'impatto di tali interventi sui bilanci delle due banche centrali e sulla creazione di moneta.

2. Crisi di liquidità: teoria ed evidenza empirica

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

* A cura di Angelo Baglioni e Andrea Monticini.

¹ Questo capitolo presenta alcune sovrapposizioni con i contenuti del capitolo 2; tuttavia si differenzia in quanto si concentra sulla considerazione degli interventi svolti dalle banche centrali per sedare le crisi di liquidità.

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 prestatore 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 (Kauþthing, 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.²

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 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

² Si veda Buiter – Siebert (2008) per un'analisi approfondita della crisi islandese.

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 liquidità³.

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-MID⁴. 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. La FIG. 1 mostra

l'aumento della volatilità infragiornaliera del tasso *overnight* a partire dal 9 agosto 2007 (inizio della crisi). Ciò che è più interessante è il salto del tasso orario stimato: da 0,2 punti base nel primo periodo a 2,2 punti base nel secondo periodo.

Il cambiamento è ben visualizzato nella FIG. 2, che riporta l'andamento stimato del tasso *overnight* durante la giornata (in deviazioni dalla media del giorno): mentre nel primo periodo la *intraday term structure* è sostanzialmente piatta, nel secondo periodo è significativamente inclinata. La differenza tra i due estremi della curva relativa al secondo periodo indica che 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 operativa⁵.

Intermediari non bancari e mercato monetario.

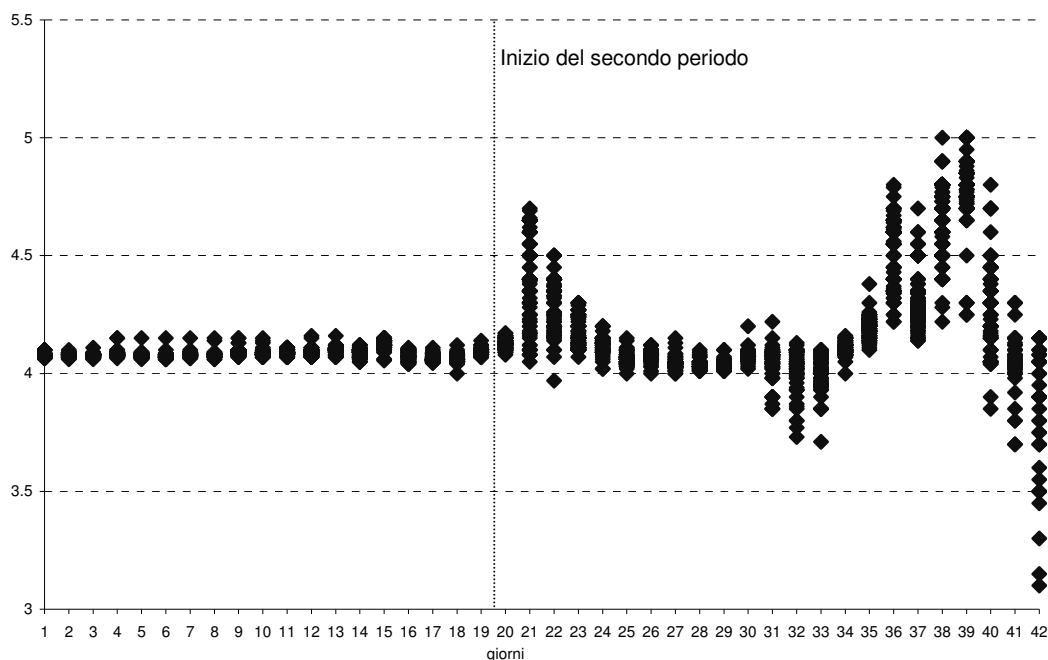
Negli USA, la crisi di liquidità sembra avere investito in modo severo gli intermediari non bancari, quali *investment banks*, *hedge funds*, oltre a società-veicolo di operazioni di cartolarizzazione (pur se facenti parte di gruppi bancari). Le passività emesse da questi intermediari sul mercato *wholesale* 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.

³ 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.

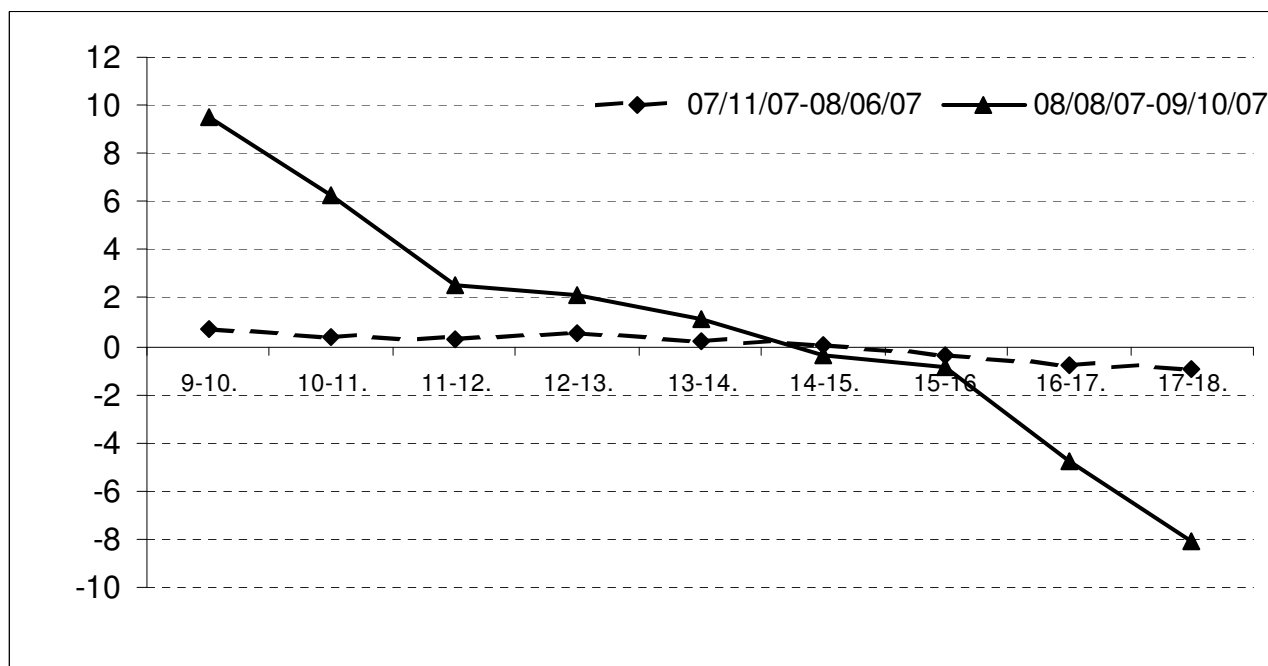
⁴ Si veda Baglioni – Monticini (2008,b) per maggiori dettagli sul campione e sulla metodologia.

⁵ Un'altra spiegazione potrebbe derivare dall'aumento del costo del *collateral* necessario per accedere al prestito infragiornaliero presso l'Eurosistema.

**FIG. 1. Tasso overnight: dati *tick-by-tick*. Primo periodo: 11/7/2007 – 7/8/2007.
Secondo periodo: 8/8/2007 – 11/9/2007.**



**FIG. 2. La *intraday term structure* del tasso overnight
(differenze rispetto alla media giornaliera in punti base)**



Adrian – Shin (2009) illustrano il comportamento pro-ciclico 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 Brunnermeir, 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*.

In quanto segue cercheremo di dare una dimensione quantitativa ai fenomeni sin qui descritti, analizzando nel dettaglio le principali operazioni svolte da Fed e BCE al procedere della crisi.

3. Il mercato monetario negli USA e gli interventi della FED

Strumenti e obiettivi della FED. Gli obiettivi perseguiti dalla FED possono essere desunti dal *Federal Reserve Act*, il quale riporta:

“The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of the maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”

Molti osservatori interpretano questo mandato come una chiara direttiva per la FED affinché persegua come obiettivi un basso livello di inflazione ed un'elevata e stabile crescita economica. Come si può comprendere l'obiettivo è impegnativo in tempi normali e, ancor più impegnativo, in un periodo di crisi. Per analizzare come opera la FED, e come ha operato durante la recente crisi, è opportuno presentare il suo bilancio. La politica monetaria, variando attività e passività, influenza la quantità e il prezzo della liquidità nel mercato finanziario e di conseguenza il comportamento delle banche commerciali e degli altri intermediari finanziari.

TAB. 1: Bilancio della FED al 4 luglio 2007 (miliardi di dollari)

Attivo		Passivo	
Securities		Fed. Res. Notes	781,4
Held outright	790,6	Commercial Bank Reserve	16,8
Rep. Agreements	30,3	Liabilities related to Foreign Official and US Treasury Deposit	42,4
Loans		Other Liabilities	5,7
Primary Lending	0,19	Total liabilities	846,3
Foreign Exchange Reserve	20,8		
Gold	11	Capital	34,1
Other assets	27,5		
Total Assets	880,4		

Fonte: Federal Reserve Statistical Release H.4.1

Per meglio evidenziare i cambiamenti introdotti

dalla FED come risposta alla crisi finanziaria si

esaminerà il bilancio della FED⁶ (TAB. 1) un mese prima dell'inizio della crisi, cioè il 4 luglio 2007.

La prima voce del passivo nel bilancio della FED è la quantità di banconote stampate (*Fed. Res. Notes*) e attualmente in circolazione. La seconda voce del passivo è rappresentata dalle riserve bancarie (*Commercial Bank Reserve*), cioè la quantità di riserve che le banche commerciali detengono presso la FED. Come si può vedere nella TAB. 1, l'ammontare di tali riserve è di circa 17 miliardi di dollari. Tale ammontare, se confrontato con quello detenuto dalle banche commerciali europee presso la Banca Centrale Europea, risulta relativamente modesto. Infatti, la FED, al contrario della BCE, non pagava interessi sui depositi⁷ e pertanto le banche commerciali erano incentivate a detenere poche riserve. Nel bilancio semplificato della FED sul conto di Banca Centrale appaiono altre due passività. La prima (*Liabilities related to Foreign Official and US Treasury Deposits*) riguarda i conti appartenenti al Tesoro Americano, a governi differenti da quello degli Stati Uniti e ad altre Banche Centrali. La seconda, di entità molto modesta, rappresenta tutte le passività residuali.

Passando ad analizzare il lato dell'attivo, la FED detiene titoli (*securities*) sia in modo permanente (*outright*) che temporaneo, come parte di accordi di pronto contro termine (*repurchase agreements*). I titoli detenuti sono *U.S. Treasury bills, notes, e bonds*. Inoltre, va ricordato che prima dell'inizio della crisi finanziaria la FED non poteva comprare titoli direttamente dal Tesoro americano né partecipare ad aste nelle quali venivano emessi *Treasury bills, notes e bonds*, potendo agire solo sul mercato secondario. La voce dell'attivo

repurchase agreements (pari a circa 30 miliardi di dollari) è estremamente importante poiché rappresenta lo strumento utilizzato giornalmente dalla FED per aggiustare il livello delle riserve nel sistema bancario. Ad esempio, il 10 agosto 2007, cioè immediatamente dopo l'inizio della crisi finanziaria, la FED ha immesso 38 miliardi di dollari nel sistema attraverso *repurchase agreements*. Continuando ad analizzare l'attivo si incontra la voce prestiti (*loans*). Storicamente le banche commerciali americane hanno poco utilizzato questa *facility* per due motivi: il primo è che sino al 2003 la FED ha espressamente scoraggiato l'utilizzo dei prestiti; il secondo riguarda il timore di segnalare ad altre banche la propria posizione di sofferenza. Prima dell'inizio della crisi l'ammontare di prestiti erogati dalla FED giornalmente era in media pari a meno di 200 milioni di dollari, mentre con l'inizio della crisi, ad agosto 2007, è stato di 1 miliardo di dollari. Infine, nell'attivo si trova l'ammontare di riserve in valuta estera detenute dalla FED: al 4 luglio 2007 tale importo era pari a 20,8 miliardi di dollari, dei quali 13,1 miliardi di dollari in euro e 7,7 miliardi di dollari in Yen.

Per raggiungere gli obiettivi finali previsti nel suo mandato la Fed utilizza strumenti quali:

1. *Federal Funds Rate target*
2. *Discount Lending*
3. *Reserve requirement*

Il tasso sui fondi federali (*Federal Funds Rate*) è il tasso al quale le banche commerciali si scambiano fondi sul mercato interbancario con scadenza *overnight*. Il *Federal Open Market Committee* (FOMC), aggiustando il *Federal Reserve fund target*, cerca di raggiungere i suoi obiettivi di piena occupazione, stabilità dei prezzi e bassi tassi di interesse a lungo termine. L'*Open Market Operations Desk* presso la *Federal Reserve Bank di New York* è operativamente

⁶ I valori riportati nella tabella 1 rappresentano il dato consolidato delle 12 banche regionali federali.

⁷ Dal 6 ottobre 2008 la FED paga gli interessi sulle riserve in eccesso detenute dalle banche commerciali presso i propri conti.



responsabile del raggiungimento (quotidiano) del target indicato nelle riunioni del FOMC.

Le banche commerciali possono prendere in prestito liquidità direttamente dalla FED: in questo caso viene applicati il *discount rate*⁸. Ciascuna delle 12 *Federal Reserve Banks* ha a disposizione fondi da dare in prestito alle banche commerciali che rispettano particolari criteri patrimoniali⁹. Il tasso applicato alle banche commerciali a cui sono concessi questi prestiti è fissato dal tasso sui fondi federali più un premio. Nel luglio 2007, cioè prima dello scoppio della crisi, il premio era di 100 bps. La concessione di questa linea di credito di fine giornata è finalizzata all'agevolare il regolare adempimento delle obbligazioni tra le varie banche commerciali. In altre parole, permette alle banche di non dover smobilizzare le proprie riserve consentendo di rendere liquido il collaterale che nel mercato non potrebbe essere valorizzato. Chiaramente, le banche possono prendere a prestito fondi dalla banca centrale fino a quando hanno sufficienti garanzie da dare in cambio. Esistono due importanti differenze tra il *discount lending* e le operazioni di mercato aperto. La prima differenza riguarda il numero di banche che possono prendere parte all'operazione: tutte le banche possono accedere al *lending* attraverso la *discount window*, mentre solo 19 *primary dealers* possono partecipare alle operazioni di mercato aperto. La seconda differenza riguarda il collaterale accettato dalla FED per tali operazioni: molto ampio nelle operazioni di *discount lending*, ristretto e qualitativamente più elevato nelle operazioni di mercato aperto.

Infine, l'ultimo strumento è la riserva obbligatoria: uno strumento teoricamente molto potente, ma in pratica poco utilizzato.

Lo scoppio della crisi. L'inizio della crisi finanziaria viene comunemente fatto risalire al 9 agosto 2007 quando la banca *BNP Paribas* ha congelato i rimborsi per tre fondi di investimento. La conseguenza è stata un brusco aumento del tasso *overnight* nel mercato europeo. La BCE per contrastare questo aumento del tasso *overnight* ha immesso liquidità con un'operazione di *repurchase agreement* per un ammontare pari a 94,8 miliardi di euro¹⁰. Il giorno seguente, alla scadenza di tale operazione, ha rinnovato il *repurchase agreement* per un ammontare di 61,1 miliardi di euro evidenziando che l'episodio non era da considerarsi solo temporaneo. Negli stessi giorni l'*Open Market Trading Desk* della *Federal Reserve Bank di New York* ha immesso 24 miliardi di dollari con un'operazione *repo* e alla scadenza (venerdì 10 agosto) ha aumentato l'immissione di liquidità fino a 38 miliardi di dollari.

La FED e la BCE hanno fornito queste grosse somme di liquidità come risposta alla maggior domanda di liquidità del sistema bancario. La situazione di stress nel mercato interbancario è evidente se si osserva (FIG. 3) l'andamento dello *spread* tra il tasso LIBOR (*London Inter-Bank Borrow Rate*) ed il tasso sui titoli di stato americani con scadenza a 3 mesi (TBILL)¹¹. Il tasso LIBOR rappresenta il costo di fondi a 3 mesi presi a prestito da una banca nel mercato interbancario, mentre il tasso TBILL a 3 mesi è un tasso privo di rischio. La differenza tra questi due tassi di interesse è il premio che una banca

⁸ Tecnicamente questa operazione si chiama *primary lending facility*.

⁹ Le banche commerciali che non rispettano tali criteri possono prendere a prestito ad un tasso più oneroso chiamato "*secondary lending rate*".

¹⁰ Si è trattato della più grande iniezione di liquidità nei nove anni di storia della BCE.

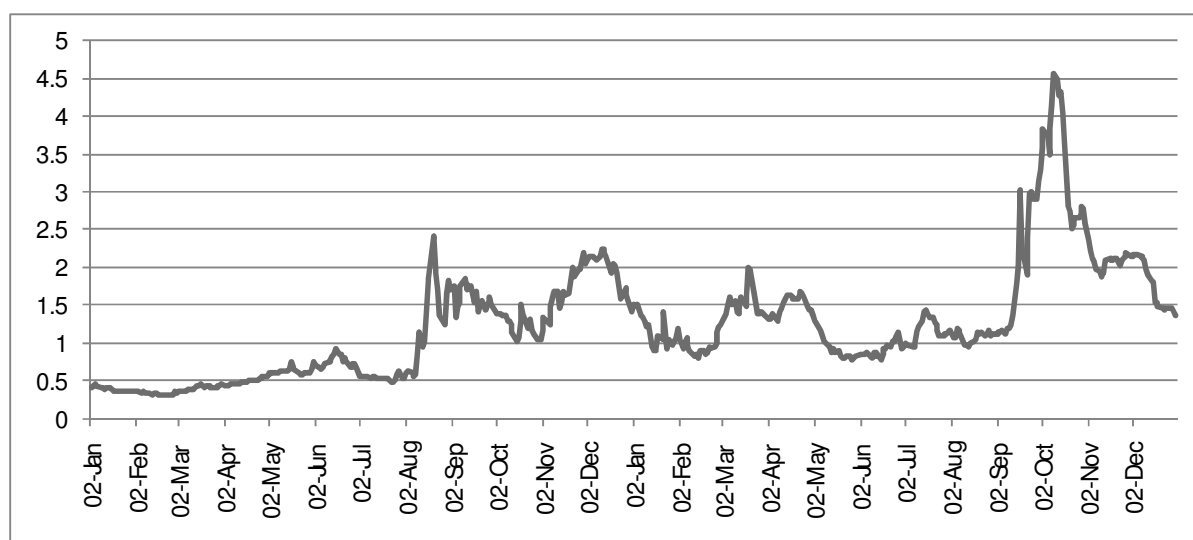
¹¹ Tale differenza viene comunemente definita *TED spread*.

prenditrice di fondi nel mercato interbancario paga alla controparte per il rischio di non essere in grado di rimborsare il prestito: in esso si riflettono sia il rischio di credito sia il rischio di liquidità.

Come si osserva nella FIG. 3 lo *spread* passa da circa 50 a quasi 250 bps nel mese di agosto 2007. Successivamente, l'andamento dello *spread*

mostra una graduale diminuzione fino all'inizio di novembre 2007 per poi aumentare di nuovo con l'intensificarsi della crisi. Con i mesi di settembre e ottobre 2008 lo *spread* tocca i 450 bps prima di diminuire lentamente e assestarsi sui 150 bps alla fine di dicembre 2008.

FIG. 3: Spread tra LIBOR a 3 mesi ed TBILL a 3 mesi (gennaio 2007 - dicembre 2008); valori percentuali



Gli interventi della FED. Con lo scoppio della crisi, le banche hanno smesso di scambiarsi fondi sul mercato interbancario per l'esplosione del rischio di credito e di liquidità e tutto ciò ha provocato l'aumento del tasso LIBOR. A questo punto è legittimo domandarsi come una banca centrale possa intervenire per ripristinare il corretto funzionamento del mercato interbancario. I principali interventi della FED sono riportati nella TAB. 2 per il periodo 9 agosto 2007 - 24 marzo 2008.

In sintesi, nel periodo analizzato la FED ha:

- tagliato per 6 volte il target sul tasso dei fondi federali per un ammontare complessivo di 300 bps: da 5,25% a 2,25%;
- tagliato il premio sulle operazioni di *primary lending* da 100 a 50 e poi 25 bps sul *target* del tasso sui *federal funds*;
- ha creato e poi allargato le “*Term Auction Facility*”(TAF);
- ha cambiato il preesistente *security lending programme* nel “*Term Securities Lending Facility*” (TSLF);
- ha esteso le linee di credito ai *primary dealers* con le “*Primary Dealer Credit Facility*” (PDCF);
- ha autorizzato il prestito a favore di JP Morgan per l'acquisizione di Bear Stearns.

TAB. 2: Gli interventi della FED dal 9 agosto 2007 al 24 marzo 2008

Data	Tipo di azione
2007	
9 Agosto	Incremento temporaneo del livello di operazioni di mercato aperto
10 Agosto	Riunione FOMC
17 Agosto	Taglio da 100 a 50 bp sul target fed funds per il primary lending rate
18 Settembre	Riunione FOMC taglio di 50 bp per il target dei fed funds
31 Ottobre	Riunione FOMC taglio di 25 bp per il target dei fed funds
11 Dicembre	Riunione FOMC taglio di 25 bp per il target dei fed funds
12 Dicembre	Annunciata la creazione di una Term Auction Facility (TAF) e di una swap line con la BCE e la Swiss National Bank
17 Dicembre	Prima asta TAF: \$20 billion, 98 partecipanti
2008	
21 Gennaio	Riunione FOMC (unscheduled): taglio di 75 bp per il target dei fed funds
30 Gennaio	Riunione FOMC: taglio di 50 bp per il target dei fed funds
2 Marzo	Annunciata l'intenzione di condurre operazioni repo a 28 giorni
7 Marzo	Annunciato l'incremento TAF da 60 billion \$ a 100 billion \$
11 Marzo	Annunciata la creazione di una Term Securities Lending Facility (TSLF)
14 Marzo	Approvato prestito a Bear Stearns tramite JPMorgan Chase
16 Marzo	Annunciata la creazione di un Primary Dealer Credit Facility (PDCF)
18 Marzo	Riunione FOMC: taglio di 75 bp per il target dei fed funds
24 Marzo	Asta TAF: \$ 50 billion, 88 richiedenti

Il principale strumento introdotto in questo periodo sono le *Term Auction Facility* (TAF). Utilizzando le TAF la FED può fornire grosse quantità di riserve a più di 7000 banche commerciali per un periodo di 28 o 35 giorni. Come si può osservare nella FIG. 3, con l'introduzione ed il successivo ripetersi delle TAF, ha permesso una graduale diminuzione dello *spread*. Una ragione che spiega perché le TAF hanno funzionato bene, a differenza delle tradizionali operazioni di mercato aperto, è che le operazioni di mercato aperto si rivolgono soltanto a 19 *primary dealers*, mentre le TAF a quasi 7.000 banche. In altre parole, con la crisi finanziaria i *primary dealers* hanno smesso di redistribuire la liquidità in eccesso acquisita con le operazioni di mercato aperto¹². La seconda grossa innovazione introdotta dalla FED è stata l'innovazione apportata alle *Term Securities Lending Facility* (TSLF). La FED per molti anni ha prestato titoli ai *primary dealers* su base *overnight*. Molto spesso i tesorieri dei *primary*

dealers, nello svolgimento delle loro funzioni, vendono e promettono di consegnare delle *securities* che materialmente non possiedono, contando sulla loro abilità a procurarsele in tempo per la scadenza della transazione. Se il *primary dealer* non riesce ad ottenere il titolo in tempo per la scadenza della transazione può richiedere la *security* in prestito alla FED. Il TSLF ha modificato il precedente programma di *lending securities* in due direzioni: la scadenza non è più *overnight*, ma di 28 giorni, e la gamma di titoli accettati come collaterale per attivare l'operazione è stata ampliata. Infine, con le *Primary Dealer Credit Facility* (PCDF) la FED ha cercato di estendere la sua funzione di *lender-of- last resort* alle banche di investimento e ad altri *brokers*.

Per comprendere l'impatto di questa prima batteria di interventi messi in campo dalla FED per ripristinare il corretto funzionamento del mercato interbancario è utile tornare all'analisi del bilancio della FED, soffermandoci su quello del 26 marzo 2008.

Come si può osservare confrontando i dati della TAB. 1 con quelli nella TAB. 2, la FED nel marzo

¹² Il problema è chiaramente aggravato se tra i *primary dealers* sono presenti banche non americane.

2008 ha diminuito l'ammontare delle *Securities outright*, che sono passate da quasi 800 a poco più di 600 miliardi di dollari. L'ammontare dei *repo* è aumentato da 30 a 107 miliardi di dollari. Nel complesso si può inoltre osservare un lieve aumento della dimensione del bilancio della FED il cui ammontare di passività è passato da 846 a 854 miliardi di dollari.

Il secondo periodo (aprile – dicembre 2008) può essere suddiviso in altri due sottoperiodi.

Come si vede dalla FIG. 3, il primo sottoperiodo, maggio – agosto 2008, è caratterizzato da un innalzamento contenuto dello *spread* mentre il secondo sottoperiodo, settembre – dicembre 2008, è caratterizzato da un violento incremento dello *spread*.

TAB. 3: Bilancio della FED al 26 marzo 2008 (miliardi di dollari)

Attivo		Passivo	
Securities		Fed. Res. Notes	780,6
Held outright	612,3		
Rep. Agreements	106,8		
Loans		Commercial Bank Reserve	21,6
Primary Credit	0,58		
Secondary Credit	106,8		
Term Auction Credit	80,0		
Primary Dealer Credit	37,6	Liabilities related to Foreign Official and US Treasury Deposit	48,92
Other Credit Extension	0		
Foreign Exchange reserve	27,3	Other Liabilities	3,8
Gold	11,0	Total liabilities	854,924
Other assets	20,12		
Total Assets	895,78	Capital	40,8

Fonte: Federal Reserve Statistical Release H.4.1

Come si nota (TAB. 4) gli interventi della FED riflettono questa suddivisione. In particolare, la FED nel periodo maggio - agosto 2008 ha:

- tagliato il *target* del tasso sui fondi federali di 25 *bp*: da 2,25% a 2%;
- incrementato l'ammontare delle operazioni TAF fino a 150 miliardi di dollari;
- ampliato ulteriormente la gamma di collaterale accettata per le TSLF;
- introdotto TAF con scadenza a 84 giorni.

Con l'inasprirsi della crisi – che tocca il suo culmine nel corso dei mesi di settembre e ottobre quando lo *spread* raggiunge il valore massimo – la FED ha:

- annunciato il nuovo *target rate* per i *federal funds* che con la “storica decisione” del 16 dicembre 2008 arriva alla forbice 0-0,25% (tagliando il *target* sui *federal funds* di 175 *bp*);
- ampliato ulteriormente la gamma di collaterale accettata per le PDCF e per le TSLF;
- approvato la trasformazione di *Morgan Stanley e Goldman Sachs* in banche commerciali;
- iniziato, a partire dal 6 ottobre, a pagare interessi sui depositi e sulle riserve in eccesso detenute dalle banche commerciali;
- creato le *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF);



- creato le *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF);
- creato le *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF);
- annunciato un programma di acquisto diretto di obbligazioni *housing-related government sponsored enterprises (GSEs)* - *Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks and mortgage-backed securities* (MBS).

Con l'introduzione delle CPFF la FED fornisce liquidità sul mercato della "*commercial paper*" acquistando, tramite uno "*special purpose vehicle*" (SPV), carte commerciali direttamente dagli emittenti. Le *Money Market Investor Funding Facility* sono state introdotte per supportare iniziative private destinate a fornire liquidità nel mercato monetario. Anche in questo caso il supporto avviene tramite il finanziamento dello SPV. Infine, la FED ha introdotto le *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), ossia una *facility* che procura liquidità agli operatori che forniscono credito al consumo.

In aggiunta a questi nuovi strumenti, la FED ha condotto con altre banche centrali (in particolare la BCE) numerose operazioni di "*currency swaps*". Lo scopo è stato quello di rendere disponibili consistenti quantità di dollari per le banche commerciali che non operano nel mercato statunitense e non possono partecipare alle aste della FED e che fronteggiano una scarsità di dollari, necessari per far fronte ai loro impegni finanziari.

Per meglio comprendere l'impatto di tutti questi interventi confrontiamo i valori di bilancio della FED al 26 marzo 2008 e quelli del 22 gennaio 2009 (TAB. 5).

La prima interessante variazione da osservare è la dimensione del bilancio che risulta ora notevolmente ampliata. Il totale degli *assets* è

infatti passato da 895 a 2.041 miliardi di dollari per effetto della maggior dimensione delle passività, aumentate da 854 a 2.000 miliardi di dollari. Per quanto riguarda invece la composizione del bilancio, viene confermato il trend di diminuzione delle *securities outright*, che sono passate da 612 a 505 miliardi di dollari. La dimensione dei prestiti ha subito un notevole aumento: i *primary credit* sono cresciuti da 0.58 a 63 miliardi di dollari e le *Term Auction Credit* da 80 a 416 miliardi di dollari. Inoltre, c'è stato un forte ricorso alle nuove *Commercial Paper Funding Facility*, evidenza di una significativa sofferenza dei fornitori di credito al consumo. Passando al passivo, risultano notevolmente aumentate le riserve bancarie. Tale incremento è stato sicuramente stimolato dalla decisione della FED di pagare gli interessi sulle riserve in eccesso depositate nei suoi conti correnti.

Infine, per concludere l'analisi sul mercato monetario americano è utile analizzare l'andamento dell'aggregato monetario M2 nella FIG. 4.

Come si può osservare in seguito allo scoppio della crisi la quantità di moneta è rimasta sotto controllo fino a luglio 2008. Con l'inasprirsi della crisi nel settembre 2008, il tasso di crescita della moneta è aumentato in modo mai sperimentato.

Nell'immediato futuro, è prevedibile che la crescita della moneta prosegua a ritmi sostenuti, a causa del *quantitative easing* annunciato dalla FED, con la finalità di sostenere il prezzo di mercato di specifiche attività finanziarie.

Nel lungo periodo, l'enorme quantità di dollari che la FED ha immesso nei mercati finanziari, se non opportunamente ritirata, può porre problemi di inflazione. Tuttavia, tale rischio è per il momento molto contenuto data la diffusa tendenza mostrata da tutti i soggetti (in primis le banche) a mantenere ampie scorte oziose di liquidità.

TAB. 4: Gli interventi della FED dal 27 marzo al 31 dicembre 2008

Data	Tipo di azione
7 Aprile	Asta TAF: \$50 billion, 79 richiedenti
21 Aprile	Asta TAF: \$50 billion, 83 richiedenti
30 Aprile	Riunione FOMC: taglio di 25 bp per il target dei fed funds
2 Maggio	Annunciato l'incremento TAF fino a 150 billion \$, ampliata la gamma di collaterale accettata per TSLF
5 Maggio	Asta TAF: \$75 billion, 71 partecipanti
19 Maggio	Asta TAF: \$75 billion, 75 partecipanti
2 Giugno	Asta TAF: 75 miliardi \$, 73 partecipanti
16 Giugno	Asta TAF: 75 miliardi \$, 76 partecipanti
25 Giugno	Riunione FOMC: tassi invariati
30 Giugno	Asta TAF: 75 miliardi \$, 77 partecipanti
14 Luglio	Asta TAF: 75 miliardi \$, 82 partecipanti
28 Luglio	Asta TAF: 75 miliardi \$, 70 partecipanti
30 Luglio	2009 – introduzione di nuove TAF con scadenza di 84 giorni – incrementata la linea swap con la BCE fino a 55 miliardi di \$
5 Agosto	Riunione FOMC: tassi invariati
11 Agosto	Asta TAF (84 g): 25 miliardi \$, 64 partecipanti
12 Agosto	Asta TAF (28 g): 50 miliardi \$, 65 partecipanti
25 Agosto	Asta TAF (28 g): 75 miliardi \$, 66 partecipanti
8 Settembre	Asta TAF (84 g): 25 miliardi \$, 38 partecipanti
9 Settembre	Asta TAF (28 g): 25 miliardi \$, 53 partecipanti
14 Settembre	Annunciate nuove misure: - ampliata la gamma di collaterale accettato per PDCF e TSLF – incremento delle TSLF fino a due per settimana
16 Settembre	Riunione FOMC: tassi invariati
18 Settembre	BoCanada, BoE, ECB, FED, BoJ, SNB hanno annunciato misure coordinate per aumentare la liquidità sui mercati: - incrementate le linee di swap con ECB e SNB – aperte nuove linee di swap con BoE, BoJ, BoCanada
21 Settembre	Approvata la trasformazione di Morgan Stanley e Goldman Sachs in banche commerciali
22 Settembre	Asta TAF (28 g): 75 miliardi \$, 85 partecipanti
24 Settembre	Aperte nuove linee swap con Bank of Australia, Danmarks Nationalbank, Norges Bank, and the Sveriges Riksbank
26 Settembre	Incremento delle linee di swap con EON e SNB
29 Settembre	Incremento ulteriore delle linee di swap con tutte le banche centrali dove già attivate
6 Ottobre	Inizio pagamento interessi su depositi e riserve in eccesso presso la FED
6 Ottobre	Asta TAF (85 g): 138 miliardi \$, 71 partecipanti
7 Ottobre	Annunciata la creazione di Commercial Paper Funding Facility (CPFF)
8 Ottobre	La FED congiuntamente ad altre banche centrali abbassa i tassi di 50bp
13 Ottobre	BoE, ECB, FED, BoJ, SNB annunciano ulteriori misure per incrementare la liquidità di \$
21 Ottobre	Asta TAF (28 g): 113 miliardi \$, 74 partecipanti
21 Ottobre	Annunciata la creazione di Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)
28 Ottobre	Aperta nuova linea di swap con la Bank of New Zealand
29 Ottobre	Riunione FOMC: taglio di 50 bp per il target dei fed funds
30 Ottobre	Aperte nuove linee swap con Banco Central do Brasil, Banco de Mexico, Bank of Korea, and Monetary Authority of Singapore
3 Novembre	Asta TAF (84 g): 138 miliardi \$, 89 partecipanti
10 Novembre	Asta TAF (17 g): 12,629 miliardi \$, 16 partecipanti
17 Novembre	Asta TAF (28 g): 104,478 miliardi \$, 80 partecipanti
24 Novembre	Asta TAF (17 g): 31,075 miliardi \$, 16 partecipanti
25 Novembre	Annunciata la creazione di una Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) per sostenere il credito alle famiglie e piccole imprese
25 Novembre	Annunciato un programma di acquisto diretto di obbligazioni <i>housing-related government-sponsored enterprises (GSEs)</i> – <i>Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks</i> – and <i>mortgage-backed securities (MBS)</i>
1 Dicembre	Asta TAF (84 g): 66,471 miliardi \$, 80 partecipanti
2 Dicembre	Annunciata l'estensione di tre liquidity facilities fino al 30 Aprile 2009. In particolare Primary Dealer Credit Facility (PDCF), the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF), and the Term Securities Lending Facility (TSLF) in precedenza autorizzate fino al 30 Gennaio 2009
16 Dicembre	Asta TAF (28 g): 63,014 miliardi \$, 71 partecipanti
16 Dicembre	Annunciato nuovo target rate per i federal funds: 0-0,25%
29 Dicembre	Asta TAF (83 g): 102,979 miliardi \$, 72 partecipanti

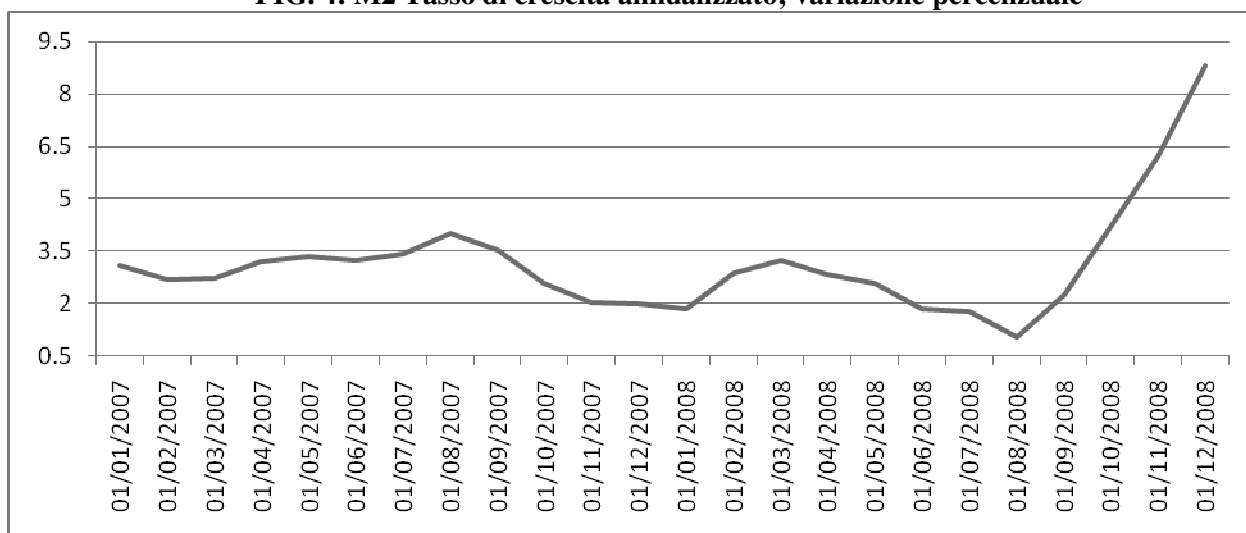


TAB. 5: Bilancio della FED al 22 gennaio 2009 (miliardi di dollari)

Attivo		Passivo	
Securities		Fed. Res. Notes	848,2
Held outright	505,5		
Rep. Agreements	20,0		
Loans		Commercial Bank Reserve	808,3
Primary Credit	62,9		
Secondary Credit	28,0		
Seasonal Credit	1,0		
Primary Dealer Credit	33,3		
Term Auction Credit	416,0	Liabilities related to Foreign Official and US Treasury Deposit	331,7
Others loans	24,1		
Net portfolio holding of Com. Paper funding facility	350,5		
Net portfolio holdings of LLOs funded through the Money Market	0,0		
Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC	27,2		
Net portfolio holdings of Maiden Lane II LLC	19,8		
Net portfolio holdings of Maiden Lane III LLC	27,0		
Other federal reserve assets	3,7	Other Liabilities	11,8
Gold	11,0	Total liabilities	2000
Other assets	511,8		
Total Assets	2.041,9	Capital	41,8

Fonte: Federal Reserve Statistical Release H.4.1.

FIG. 4: M2 Tasso di crescita annualizzato; variazione perenzuale



Fonte: Datastream

4. Il mercato monetario dell'area Euro e gli interventi della BCE

In analogia con quanto osservato per la FED, si analizza la situazione del mercato monetario europeo e gli interventi della Banca Centrale Europea.

Strumenti a disposizione della BCE. L'obiettivo del SEBC è enunciato dall'articolo 105 del Trattato sull'Unione Europea, secondi il quale:

“l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2”.

Pertanto, a differenza della FED che non ha una gerarchia di obiettivi preordinata, l'obiettivo prioritario del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Per meglio analizzare come opera la BCE, e come ha operato durante la

recente crisi, è opportuno presentarne brevemente il bilancio, in particolare quello del 6 luglio 2007, cioè un mese prima dell'inizio della crisi.

Nella TAB. 6 sono riportate le voci più significative del bilancio. Poiché la maggior parte delle poste è sostanzialmente simile a quelle già presentate con il bilancio della FED, viene analizzata soltanto la voce dell'attivo “Rifinanziamento Istituzioni Creditizie”. Questa voce comprende le operazioni di rifinanziamento principale (ORP), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni temporanee anche dette di *fine tuning*. Le ORP costituiscono lo strumento fondamentale utilizzato dalla BCE per regolare la liquidità del sistema. Si tratta di operazioni di finanziamento pronti contro termine, della durata di una settimana, alle quali possono aderire tutte le banche dell'area Euro. Ogni settimana la BCE può decidere di creare (distruggere) base monetaria, rinnovando l'ORP effettuata la settimana precedente per un importo maggiore (minore) di quello in scadenza.

TAB. 6: Bilancio della BCE al 6 luglio 2007 (milioni di euro)

Attivo		Passivo	
Oro	173	Banconote	638.22
Crediti in valuta estera verso non residenti	144.36	Passività verso banche	
Crediti in valuta estera verso residenti	22.76	c/c (inclusa ROB)	190.55
Crediti in Euro verso non residenti	16.53	Deposito marginale	1.06
Rifinanziamento istituz. Creditizie		Depositi a tempo det.	
Rif. principale	298	Operaz. fine tuning	
Rif. a più lungo termine	150	Depositi richieste margini	2.00
Operaz. temporanee	-	Altre passività verso banche euro	213.00
Operaz. temporanee strutt.	-	Passività verso residenti euro	56.89
Operaz. rif. marg.	4	Passività verso non residenti	19.47
Crediti richieste margine	166	Passività in valuta estera residenti	182
Altri crediti verso banche area euro	13.567	Passività in valuta estera verso non residenti	17.17
Altri titoli area euro	93.93	Altre passività	82.67
Crediti verso P.A.	37.149	Conti di rivalutazione	117.01
Altre attività	242.58	Totale passivo	1.123.445
Totale attivo	1.191.756	Capitale	68.312

Fonte: BCE

Il 6 luglio 2007 l'ammontare di tali operazioni era di 298 miliardi di euro. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono operazioni di finanziamento pronti contro termine, della durata di tre mesi, effettuate con frequenza mensile. L'ammontare di tali operazioni il 6 luglio 2007 era di 150 miliardi di euro. Infine, vi sono le operazioni temporanee dette di *fine tuning* con le quali la BCE interviene sulle fluttuazioni inattese della liquidità.

Lo scoppio della crisi. Nella FIG. 5 è rappresentato il differenziale (*spread*) tra il tasso Euribor (3 mesi) ed il tasso Eonia Swap. Il tasso Euribor a 3 mesi rappresenta il costo di fondi a 3 mesi presi a prestito da una banca nel mercato interbancario, mentre il tasso Eonia Swap (3 mesi) misura l'aspettativa del mercato sul valore del tasso *overnight* Eonia nei tre mesi successivi.¹³

Come si può osservare nella FIG. 5 lo *spread* aumenta in modo considerevole con l'inizio del mese di agosto 2007, si mantiene elevato fino a settembre 2008 e addirittura raddoppia nell'ottobre 2008.

Alla fine di dicembre 2008, lo *spread* risulta essere in calo dal picco di novembre 2008, ma si mantiene sempre su di un livello piuttosto elevato. Tutto ciò indica la presenza di uno stato di forte stress nel mercato monetario.

Gli interventi della BCE. La BCE, a differenza della FED, non ha introdotto nuovi strumenti di

politica monetaria, ma, al contrario, ha fatto ricorso maggiormente alle operazioni di *fine tuning* e a medio/lungo termine. Volendo sintetizzare i principali interventi, la BCE nel periodo agosto 2007 – 31 dicembre 2008 ha:

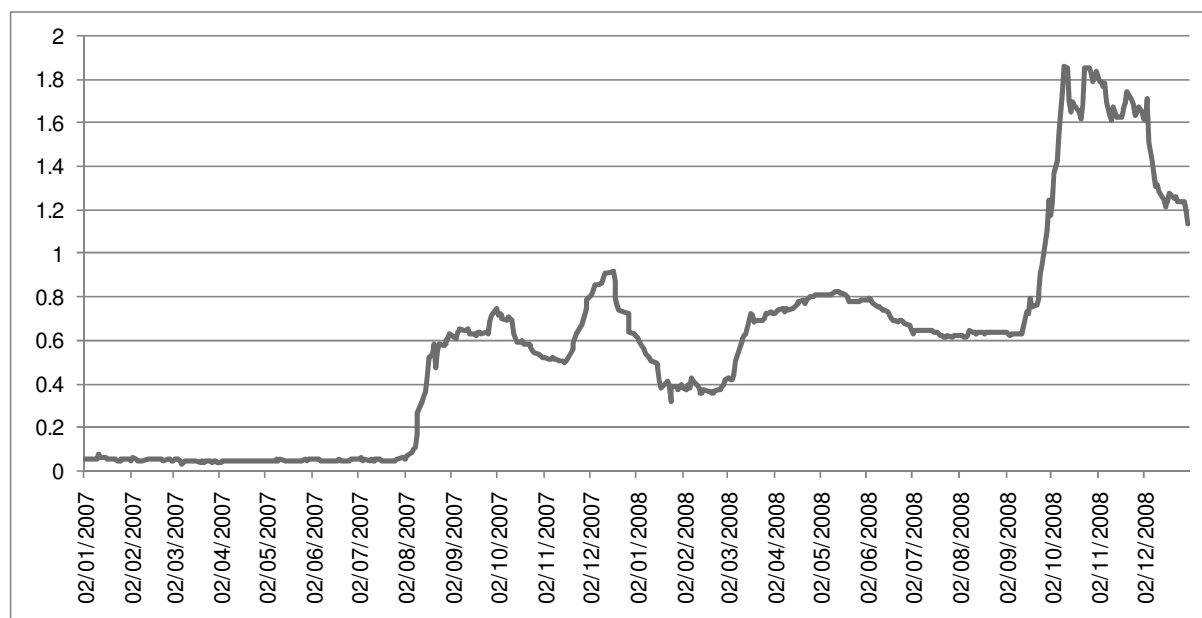
- diminuito i tassi di interesse dal 4,25% al 2%;
- effettuato due *Longer Term Refinancing Operations* addizionali, con scadenza tre mesi, puntualmente sempre rinnovate alla scadenza;
- introdotto, nel marzo 2008, una *Longer Term Refinancing Operation* straordinaria con scadenza sei mesi per un importo pari a 25 miliardi di euro;
- introdotto una *Term Refinancing Operation* speciale nel settembre 2008;
- rinnovato (ottobre 2008) ed aumentato da 25 a 50 miliardi di euro la *Longer Term Refinancing Operation* straordinaria introdotta nel marzo 2008;
- fornito, con la FED ed altre banche centrali, liquidità in dollari in varie date.

Effettuando un confronto tra i valori del bilancio della BCE al 6 luglio 2007 e quelli al 22 gennaio 2009 (TAB. 7) si comprende l'impatto di tali interventi.

La prima interessante variazione da osservare riguarda la dimensione del bilancio che risulta notevolmente ampliata. Il totale degli *assets* è infatti passato da quasi 1.200 miliardi di euro a poco più di 2.000 miliardi di euro.

¹³ La differenza tra questi due tassi di interesse è (analogamente a quanto già visto precedentemente) il premio che una banca prenditrice di fondi nel mercato interbancario paga per il rischio di credito e di liquidità. Seppure definito in modo diverso, esso fornisce lo stesso tipo di informazione desumibile dallo spread LIBOR – TBILL a tre mesi utilizzato in precedenza per gli USA.

FIG. 5: Spread tra Euribor a 3 mesi e l'EONIA Swap a 3 mesi (gennaio 2007 - dicembre 2008); valori percentuali



TAB. 7: Bilancio della BCE al 22 gennaio 2009 (milioni di euro)

Attivo		Passivo	
Oro	218.319	Banconote	739.970
Crediti in valuta estera verso non residenti	161.737	Passività verso banche	
Crediti in valuta estera verso residenti	205.948	c/c (inclusa ROB)	251.699
		Deposito marginale	198.674
Crediti in Euro verso non residenti	22.824	Depositi a tempo det.	-
		Operaz. fine tuning	-
Rifinanziamento istituz. Creditizie		Depositi richieste margini	89
Rif. principale	252.225	Altre passività verso banche euro	432
Rif. a più lungo termine	588.531	Passività verso residenti euro	130.557
Operaz. temporanee	-	Passività verso non residenti	280.187
Operaz. temporanee strutt.	-	Passività in valuta estera residenti	1.365
Operaz. rif. marg.	1.575	Passività in valuta estera verso non residenti	7.769
Crediti richieste margine	76	Altre passività	181.331
Altri crediti verso banche area euro	34.928	Conti di rivalutazione	176.589
Altri titoli area euro	281.966		
Crediti verso P.A.	37.438		
Altre attività	234.232	Totale passivo	1.968.662
Totale attivo	2.039.799	Capitale	71.138

Fonte: BCE

Questo notevole aumento è da imputare, per circa il 50%, all'utilizzo straordinario delle *Longer Term Refinancing Operation* e per il restante 50% all'aumento dei crediti in valuta estera verso residenti nell'area euro ed alla voce "altri titoli

verso area euro". Tale variazione è indicazione dell'avvenuto aumento della liquidità nel sistema come risposta alla crisi. Per quanto riguarda il passivo le maggiori differenze si osservano analizzando le riserve delle banche commerciali e

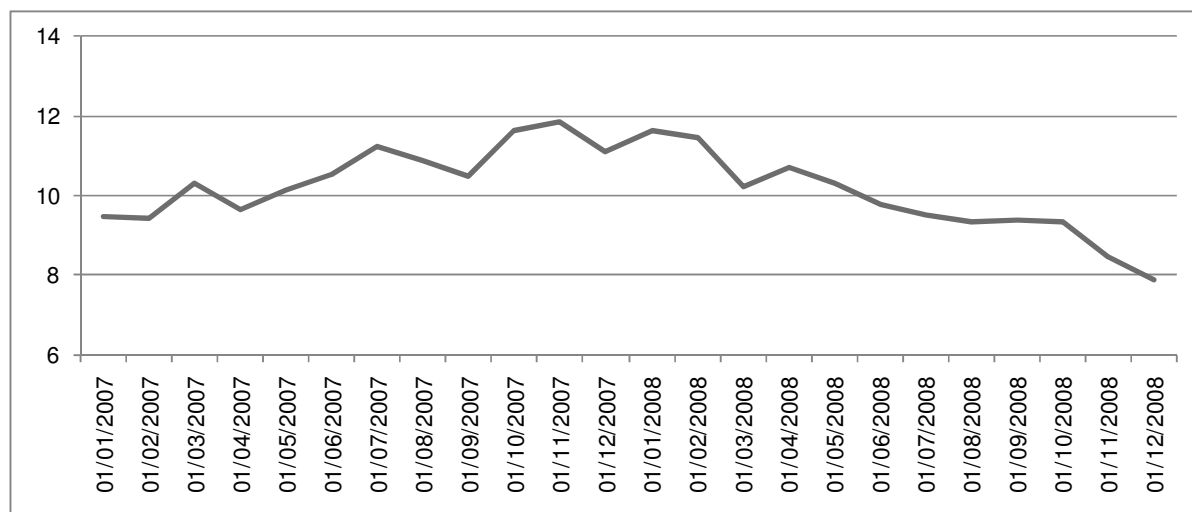
le passività verso non residenti: tali importi risultano ora considerevoli mentre nel bilancio di luglio 2007 erano poco rilevanti. Questa variazione dimostra come, in una situazione di crisi, l'orientamento delle banche commerciali sia cambiato. Le banche infatti preferiscono ora depositare la liquidità in eccesso presso la banca centrale piuttosto che scambiarla, a tassi maggiormente remunerativi, sul mercato interbancario (nel corso delle ultime settimane ciò non è più vero dopo "riduzione asimmetrica" del *repo rate* rispetto al tasso sui depositi). La tabella evidenzia il contemporaneo aumento del ricorso alle operazioni marginali di rifinanziamento e di deposito.

Infine, come per la FED, si analizza nella FIG. 6 l'andamento della quantità di moneta M3 nell'area Euro.

Come si può osservare, il tasso di crescita della moneta è aumentato dal 10% di fine agosto 2007 fino a circa il 12% di novembre 2007, si è mantenuto intorno al 12% fino al febbraio 2008 ed ha iniziato a diminuire costantemente fino all'8% di fine dicembre 2008.

Questo andamento conferma la moderazione che negli ultimi mesi del 2008 ha caratterizzato la crescita di M3 e degli aggregati creditizi, sulla quale hanno a loro volta inciso le condizioni di finanziamento più restrittive e il rallentamento economico.

FIG. 6: M3 Tasso di crescita annualizzato; variazione percentuale (area euro)



5. Conclusioni

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 assai limitata. L'immissione di liquidità non ha – al momento – sortito gli effetti desiderati: i problemi sul mercato monetario sono continuati per un lungo periodo di tempo e non sembrano ancora 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.

Brunnermeier (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.

6 – IL MERCATO AZIONARIO E IL DIVIETO DI VENDITE ALLO SCOPERTO[♦]

1. Introduzione

Nel corso del 2008 le autorità di regolamentazione dei mercati finanziari dei principali paesi hanno introdotto, in relazione alla crisi che ha colpito il settore finanziario, una serie di misure volte a limitare le vendite allo scoperto di azioni di banche e assicurazioni.

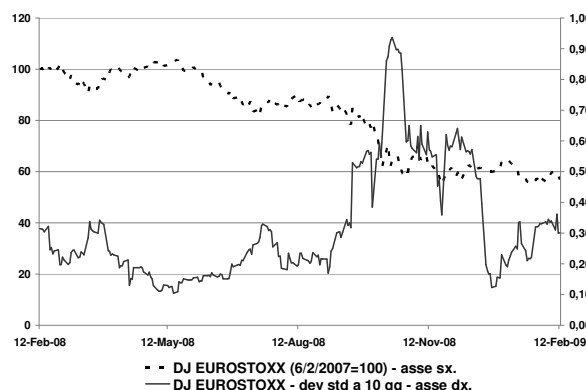
Un primo divieto temporaneo di vendita allo scoperto di azioni è stato introdotto dalla SEC (Securities and Exchange Commission) il 15 luglio 2008 in relazione ai titoli di Fannie Mae, Freddie Mac e delle principali banche d'investimento. La SEC ha motivato tale misura con la volontà di bloccare l'attività di manipolazione dei prezzi attuata attraverso vendite allo scoperto *naked*¹ che minacciano la stabilità delle istituzioni finanziarie.

Il divieto della SEC del 15 luglio 2008 riguarda solo 19 titoli finanziari, si riferisce esclusivamente alle vendite allo scoperto *naked* e si è concluso il 15 agosto 2008. A metà settembre la fase di crisi si è tuttavia acuita con il fallimento di Lehman Brothers. La volatilità del mercato azionario è cresciuta e il livello degli indici di mercato ha subito un netto peggioramento (GRAF. 1).

[♦] A cura di Giovanni Petrella.

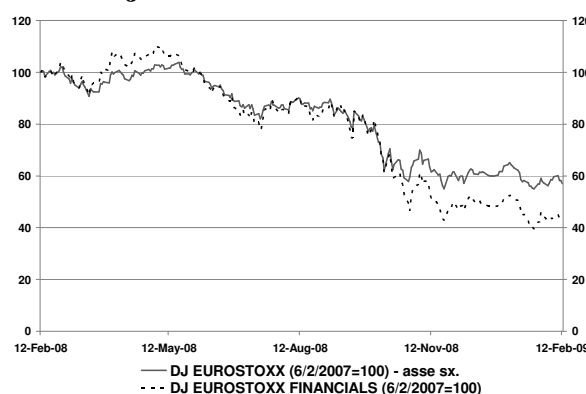
¹ Una vendita allo scoperto (*short sale*) si realizza quando si vende un titolo di cui non si è proprietari. La vendita allo scoperto può essere *covered* (cioè coperta) quando il venditore si è preventivamente assicurato, ad esempio attraverso un'operazione di prestito titoli, la disponibilità del titolo da consegnare alla data di regolamento dell'operazione. In alternativa, la vendita allo scoperto è *naked* (cioè non coperta) quando il venditore, al momento della vendita, ancora non dispone del titolo da consegnare alla data di regolamento.

GRAF. 1: Rendimento e volatilità dell'indice DJ EuroStoxx

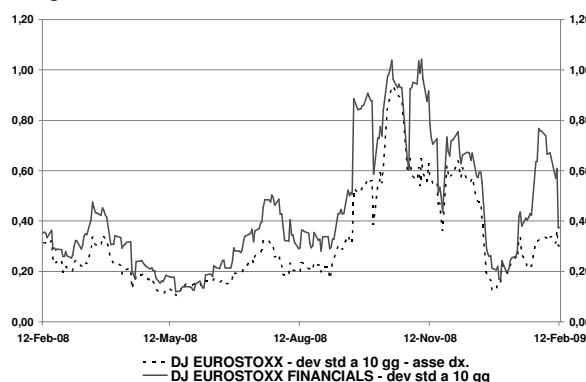


I titoli azionari di banche e assicurazioni hanno registrato sia un aumento della volatilità (GRAF. 2) sia una caduta dei corsi (GRAF. 3) superiori a quelli rilevati per il mercato azionario in generale.

GRAF. 2: Rendimento degli indici DJ Euro Stoxx e DJ Euro Stoxx Financials



GRAF. 3: Volatilità degli indici DJ Euro Stoxx e DJ Euro Stoxx Financials



La SEC ha quindi emesso nella serata di mercoledì 17 settembre un primo divieto permanente relativo alle vendite allo scoperto *naked* su tutte le azioni statunitensi. Due giorni dopo, venerdì 19 settembre 2008, di concerto con la FSA (Financial Services Authority) del Regno Unito, la SEC ha emesso un ulteriore divieto relativo alle vendite allo scoperto (sia *naked* sia *covered*) sui titoli appartenenti al settore finanziario statunitense. Restrizioni alle vendite allo scoperto di titoli finanziari sono state adottate nella medesima settimana, oltre che dalla SEC e dalla FSA, dalle autorità di regolamentazione dei mercati di Francia, Belgio, Germania, Italia, Olanda e Svizzera.

In questo capitolo si presentano sia una rassegna delle principali misure introdotte nei mercati azionari europei sia una prima valutazione degli effetti di tali misure.

2. Regolamentazione

Le misure restrittive adottate dalle autorità di regolamentazione con riferimento alle vendite allo scoperto, sebbene siano state adottate quasi

contemporaneamente nei principali mercati finanziari, si caratterizzano per un discreto grado di eterogeneità. Le misure adottate variano dal divieto di posizioni nette corte (Regno Unito e Svizzera), al divieto di vendite allo scoperto sia *naked* sia *covered* (Stati Uniti e Italia), al divieto di vendite allo scoperto accompagnato da restrizioni nelle operazioni di prestito titoli necessarie per realizzare vendite allo scoperto *covered* (Francia), al divieto di vendita allo scoperto *naked* (Belgio, Germania, Olanda). Il panorama di posizioni differenziate è completato dalla Svezia, ove le vendite allo scoperto sono consentite, e dalla Spagna, ove le vendite allo scoperto erano già vietate prima della crisi finanziaria.

La TAB. 1 fornisce una rappresentazione schematica dei provvedimenti restrittivi adottati nei principali mercati e che sono analizzati in dettaglio nel seguito di questo paragrafo.

TAB. 1: Sintesi delle misure restrittive adottate in materia di vendite allo scoperto

	Stati Uniti	Regno Unito	Francia	Germania	Italia
Data del provvedimento	18-set-08	18-set-08	19-set-08	19-set-08	22-set-08
Data di efficacia	18-set-08	19-set-08	22-set-08	20-set-08	23-set-08
Data di scadenza	08-ott-08	16-gen-09	da definire	31-mar-09	28-feb-09
Misura adottata	Divieto assoluto di vendite allo scoperto	Divieto di nuove posizioni nette corte§	Divieto di vendite allo scoperto <i>naked</i> e prestito titoli	Divieto di vendite allo scoperto <i>naked</i>	Divieto assoluto di vendite allo scoperto
Estensione del divieto ai derivati	Sì	Sì	Sì	No	No
Obblighi di <i>disclosure</i> (soglia)	Sì (0,25%)	Sì (0,25%)	Sì (0,25%)	No	No
§ Il divieto si riferisce alle posizioni corte sia coperte che non coperte.					

Stati Uniti

Il 19 settembre 2008 la SEC proibisce, con effetto immediato, le vendite allo scoperto (sia *naked* sia *covered*) su 797 titoli appartenenti al settore finanziario. La durata iniziale del divieto era di 10 giorni lavorativi (cioè fino al 2 ottobre 2008), con possibilità di estensione fino a un massimo di trenta giorni.

Il provvedimento è stato emanato in maniera alquanto frettolosa e domenica 21 settembre la SEC ha apportato tre importanti modifiche al dispositivo originario. In primo luogo, la SEC ha delegato alle borse la gestione dell'elenco di titoli oggetto del divieto. In secondo luogo, i *market maker* di opzioni sono esentati dal rispetto del divieto di vendita allo scoperto per motivi ovviamente connessi alla copertura delle posizioni generate dalla propria attività di *market making*. In terzo luogo, la SEC ha imposto che i *market maker* non effettuino transazioni nei confronti di controparti che creano o incrementano una posizione netta corta in azioni coperte dal divieto. È interessante notare che l'indomani, lunedì 22 settembre 2008, i tre principali mercati statunitensi (NYSE, Nasdaq e Amex) hanno effettuato numerose aggiunte alla lista dei titoli oggetto del divieto. In molti casi si è trattato di titoli finanziari semplicemente tralasciati dalla SEC nella redazione della lista originaria, in alcuni casi si è trattato di titoli industriali con importanti società controllate operanti nel settore finanziario (per esempio General Motors e General Electric), in altri casi si è trattato altrettanto semplicemente di titoli che avevano chiesto di essere inclusi nella lista dei titoli oggetto del divieto di *short selling* per ridurre il rischio di crollo del loro valore di mercato (per esempio IBM).

Il 2 ottobre 2008 la SEC ha esteso il divieto fino al 17 ottobre 2008 ovvero, se precedente, fino al terzo giorno successivo all'emanazione del

pacchetto di misure noto come Emergency Economic Stabilization Act. Tale provvedimento è stato effettivamente promulgato venerdì 3 ottobre 2008 e la SEC ha quindi dichiarato che il divieto generalizzato di vendita allo scoperto sarebbe terminato l'8 ottobre 2008².

Regno Unito

Giovedì 18 settembre 2008 la FSA ha vietato la creazione o l'incremento di posizioni nette corte su alcuni titoli azionari di società appartenenti al settore finanziario e ha richiesto la pubblicazione con frequenza giornaliera di tutte le posizioni nette corte superiori allo 0,25% del capitale di tali società.

Tanto il divieto di *short selling* quanto gli obblighi di pubblicazione si riferiscono sia alle posizioni corte *naked* sia a quelle *covered*. È interessante notare che, al fine del calcolo delle posizioni nette corte, gli strumenti finanziari si considerano in relazione alla loro esposizione all'andamento del prezzo del titolo sottostante (*delta-adjusted basis*). Ciò comporta che il divieto si estende a qualsiasi tipo di strumento finanziario, anche derivato, che consenta di detenere un'esposizione su un titolo azionario appartenente al settore finanziario.

Il divieto di *short selling* e gli obblighi di *disclosure* non si applicano a tutti i titoli azionari del settore finanziario, ma solo a quelli inclusi in un elenco predisposto dalla FSA. Tale elenco – costantemente aggiornato – comprende i principali titoli per capitalizzazione del settore finanziario: 23 (30) titoli nella versione dell'elenco del 18 settembre 2008 (4 febbraio 2009) su un totale di 55 titoli azionari appartenenti al settore finanziario quotati a Londra.

Le misure restrittive delle vendite allo scoperto sono rimaste in vigore nel Regno Unito fino al 15

² Si noti che è comunque rimasto in vigore il provvedimento del 17 settembre 2008 che vieta le vendite allo scoperto *naked* su tutti i titoli azionari.

gennaio 2009 (cioè a partire dalla seduta di mercato di venerdì 16 gennaio 2009 è stato possibile creare o incrementare posizioni nette corte), mentre gli obblighi di pubblicazione delle posizioni corte rimarranno in vigore fino al 30 giugno 2009.

Francia

Venerdì 19 settembre 2008 l'Authorithé des Marchés Financiers (AMF) francese, sulla scorta dei provvedimenti adottati da SEC e FSA nei giorni immediatamente precedenti, ha anch'essa introdotto misure restrittive in relazione alle vendite allo scoperto e obblighi di comunicazione delle posizioni corte.

Per quanto riguarda il divieto di *short selling*, l'AMF ha vietato esclusivamente le operazioni *naked*, in quanto ha prescritto agli investitori che hanno effettuato operazioni di vendita di disporre di una copertura pari al 100% dei titoli smobilizzati e agli intermediari prestatori di servizi di investimento di richiedere il deposito preventivo dei titoli oggetto di operazioni di vendita.

L'AMF ha inoltre richiesto alle istituzioni finanziarie, attraverso un'anomala azione di *moral suasion*, di astenersi dall'effettuare operazioni di prestito di titoli aventi a oggetto azioni di società appartenenti al settore finanziario. Tale richiesta ostacola ovviamente anche lo svolgimento di operazioni di *short selling covered*, benché esse non siano state formalmente vietate.

Le posizioni corte create attraverso l'uso di strumenti derivati sono ugualmente vietate. È invece consentito usare i derivati con finalità di copertura di posizioni lunghe.

Per quanto riguarda l'obbligo di *disclosure*, l'AMF ha imposto la comunicazione delle posizioni nette corte superiori allo 0,25% delle società soggette al divieto di *short selling* entro il giorno successivo al superamento della soglia.

Lunedì 22 settembre 2008 l'AMF ha pubblicato una lista di 15 società appartenenti al settore finanziario che sono coperte dal divieto di vendita allo scoperto e dagli obblighi di comunicazione delle posizioni corte³.

Il 19 dicembre 2008 le disposizioni dell'AMF, la cui scadenza era stata inizialmente prevista per il 22 dicembre 2008, sono state prorogate a tempo indeterminato.

Germania

Venerdì 19 settembre 2008 la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) vieta, a partire dal 20 settembre 2008, le operazioni di *naked short selling* condotte con riferimento a 11 titoli azionari di società operanti nel settore finanziario⁴. La motivazione addotta per il provvedimento è stata la volontà di contrastare l'elevato e anomalo livello di volatilità osservato per i titoli azionari delle imprese finanziarie.

Rispetto alle misure introdotte negli altri paesi, l'approccio tedesco è stato meno restrittivo. La BaFin infatti non ha vietato le operazioni di *covered short selling*, cioè quando i titoli venduti sono stati reperiti attraverso operazioni di prestito titoli concluse prima o contemporaneamente alla vendita, e non ha vietato l'assunzione di posizioni corte sui titoli finanziari attraverso la vendita di contratti *future* o l'acquisto di opzioni *put*. Inoltre, non sono stati previsti obblighi di *disclosure* in

³ I titoli oggetto del divieto sono i seguenti: Allianz, April Group, AXA, BNP Paribas, CIC, CNP Assurances, Crédit Agricole, Dexia, Euler Hermes, HSBC Holdings, Natixis, NYSE Euronext, Paris RE, Scor, Société Générale.

⁴ I titoli oggetto del divieto sono i seguenti: Aareal Bank, Allianz, Amb Generali Holding, Commerzbank, Deutsche Bank, Deutsche Börse, Deutsche Postbank, Hannover Rückversicherung Hypo Real Estate, MLP, Münchener Rückversicherungs.

merito alle posizioni corte assunte sui titoli finanziari.

Il provvedimento doveva essere originariamente in vigore fino al 31 dicembre 2008. Tuttavia, in presenza di persistente instabilità delle condizioni di mercato, la BaFin ha esteso il divieto fino al 31 marzo 2009.

Italia

La CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è intervenuta a più riprese sull'operatività in vendita allo scoperto.

Venerdì 19 settembre 2008 la Commissione ha richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole di negoziazione e di consegna dei titoli nei tempi stabiliti, senza imporre alcun divieto.

Lunedì 22 settembre 2008 la CONSOB, al fine di evitare manovre speculative "che possono avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni di società bancarie e assicurative", ha vietato le vendite allo scoperto *naked*, cioè senza disponibilità del titolo venduto (delibera 16622).

A distanza di dieci giorni, mercoledì 1° ottobre 2008, la Commissione ha adottato un provvedimento ulteriormente restrittivo (delibera 16645) in base al quale la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate deve essere assistita, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.

Con questo provvedimento la CONSOB ha di fatto vietato le vendite allo scoperto sia *covered* sia *naked* che abbiano a oggetto titoli bancari e assicurativi. Non sono stati invece imposti divieti con riferimento all'operatività sui medesimi titoli attraverso strumenti derivati; quindi è comunque possibile assumere posizioni corte attraverso la vendita di future, la vendita di opzioni *call*, l'acquisto di opzioni *put*.

A distanza di ulteriori dieci giorni dall'ultimo provvedimento, venerdì 10 ottobre 2008, la

CONSOB ha esteso a tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani – con efficacia fino al 31 ottobre 2008 – l'obbligo che la vendita sia assistita dalla proprietà e della disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino al regolamento dell'operazione (delibera 16652).

Il 29 ottobre 2008 la Commissione, considerato l'elevato livello di volatilità dei mercati, ha prorogato il divieto di vendita allo scoperto su tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani fino al 31 dicembre 2008 (delibera 16670). Il 30 dicembre 2008, con delibera 16765, la CONSOB ha prorogato – con modifiche in senso attenuativo – il divieto di vendita allo scoperto fino al 31 gennaio 2009. In particolare, per quanto riguarda le modifiche apportate alla precedente disciplina, la Commissione ha deliberato che la vendita di azioni non bancarie o assicurative debba essere assistita dalla sola disponibilità dei titoli. Tale disposizione equivale a consentire le operazioni di vendita allo scoperto *covered*, cioè assistite da operazioni di prestito titoli tali da assicurare la disponibilità del titolo da consegnare alla data di regolamento della vendita, per le azioni non bancarie o assicurative. Per quanto riguarda, invece, le azioni bancarie o assicurative, nonché le azioni di società oggetto di aumento di capitale, è stato confermato il divieto di realizzare operazioni di vendita allo scoperto sia *covered* sia *naked*.

Il 29 gennaio 2009 la CONSOB, con la delibera 16781, ha ulteriormente prorogato l'ultimo provvedimento fino al 28 febbraio 2009, mantenendone invariati i contenuti: divieto assoluto di *short selling* per i titoli bancari, assicurativi e di società oggetto di aumento di capitale e divieto di *naked short selling* per gli altri titoli quotati nei mercati regolamentati italiani.

3. Analisi empirica

Ipotesi

Il divieto di effettuare vendite allo scoperto può avere effetti negativi sull'efficienza informativa dei prezzi per almeno quattro motivi.

In primo luogo, sia la legge del prezzo unico sia gli arbitraggi tra derivati e sottostante poggiano sulla possibilità di effettuare vendite allo scoperto.

In secondo luogo, è dimostrato che i soggetti che operano vendite allo scoperto scambiano con minore probabilità per soddisfare uno shock di liquidità e, invece, con maggiore probabilità scambiano sulla base di informazioni. L'assenza di transazioni da parte di operatori informati peggiora l'efficienza informativa dei prezzi.

In terzo luogo, a prescindere dalla specifica motivazione di *trading* (liquidità oppure informazione), il divieto di vendite allo scoperto impedisce la conclusione di negoziazioni potenzialmente realizzabili da parte di operatori consenzienti. Ciò riduce la velocità di aggiustamento dei prezzi alle nuove informazioni.

In quarto luogo, l'esclusione dal mercato degli investitori con aspettative pessimistiche può portare a prezzi sopravvalutati. L'evidenza empirica di Jones e Lamont (2002) mostra infatti che i titoli per i quali lo *short selling* è costoso tendono a essere sopravvalutati.

Il divieto di vendita allo scoperto può avere effetti, oltre che sull'efficienza informativa dei prezzi, sulla distribuzione dei rendimenti azionari. È, tuttavia, difficile avanzare ipotesi in merito agli effetti sulla media dei rendimenti: Miller (1977) sostiene che, in presenza di divieto di vendita allo scoperto, i prezzi siano distorti verso l'alto perché l'informazione negativa non è incorporata nei prezzi azionari; al contrario Bai et al. (2006) sostengono che i prezzi azionari siano distorti verso il basso in presenza di divieto di vendita allo scoperto perché il mercato richiede un premio per

il rischio più elevato in conseguenza della prevista inefficienza dei prezzi.

Analogamente l'effetto del divieto di *short selling* sull'asimmetria (*skewness*) dei rendimenti non è univoco. È possibile ipotizzare che il divieto di *short selling*, eliminando gli investitori pessimisti dal mercato, provochi una riduzione della frequenza dei rendimenti negativi nel breve periodo e ciò porti a un aumento dell'asimmetria dei rendimenti. È altrettanto possibile ipotizzare, almeno *ex ante*, che – quando lo *short selling* è vietato – la risposta del prezzo alle nuove informazioni negative sia superiore (in valore assoluto) a quella conseguente alle nuove informazioni positive. Infatti, in assenza di vendite allo scoperto, gli operatori informati non possono negoziare prima della diffusione pubblica dell'informazione e ciò potrebbe comportare rendimenti negativi molto pronunciati quando l'informazione è resa pubblica.

La rimozione degli investitori ribassisti dal mercato implica una minore frequenza di rendimenti estremi negativi. Di conseguenza, il divieto di *short selling* dovrebbe condurre a una riduzione della curtosi dei rendimenti.

Per quanto riguarda l'effetto del divieto di *short selling* sulla liquidità del mercato è opportuno distinguere la liquidità *ex ante* da quella *ex post*. La liquidità *ex ante* è misurata da indicatori rappresentativi del costo e del tempo necessario per concludere una transazione (liquidità potenziale). La liquidità *ex post* è invece misurata da indicatori rappresentativi dell'attività di negoziazione realizzata nel mercato (liquidità effettiva), come il volume scambiato, il controvalore scambiato, il numero di contratti scambiati, il turnover.

Il divieto di *short selling* ha un effetto diretto sull'offerta di azioni disponibili in vendita, con conseguente riduzione dei volumi negoziati, mentre è meno chiaro l'impatto sui costi di

negoziazione, o liquidità *ex ante*, in quanto esso dipende dalla composizione dei soggetti che domandano e offrono liquidità sul mercato.

Metodologia

L'identificazione degli effetti riconducibili all'adozione del divieto di *short selling* potrebbe essere in prima battuta effettuata attraverso un'analisi di tipo *event-study*, ovvero attraverso il confronto di indicatori calcolati nel periodo precedente l'introduzione del divieto con quelli calcolati nel periodo successivo all'introduzione del divieto.

Tale metodologia di analisi non consente, tuttavia, di controllare per eventuali shock che hanno colpito l'intero mercato nella fase pre oppure in quella post divieto e non sono riconducibili all'evento oggetto di analisi. Se, per esempio, si osserva una consistente riduzione di liquidità nel periodo post divieto per tutti i titoli negoziati, l'osservazione di una riduzione della liquidità per i titoli oggetto del divieto di *short selling* non consente di affermare che il divieto ha provocato la riduzione della liquidità (poiché si tratta di un fenomeno che ha riguardato il mercato in generale).

Per tener conto degli shock di mercato è opportuno considerare, congiuntamente all'andamento dei titoli oggetto del divieto, anche dei titoli di controllo. Il titolo di controllo ideale, che non esiste, è un titolo che si differenzia dal titolo oggetto di studio (cioè quello oggetto di divieto di *short selling*) unicamente per l'assenza del divieto di *short selling*. Nella realtà ci si accontenta di considerare titoli appartenenti allo stesso settore, che sono quindi soggetti ai medesimi shock settoriali.

La prima metodologia che si usa in questo lavoro, definibile come "*event-study* combinato", è costituita semplicemente dalla considerazione congiunta dell'andamento dei titoli oggetto del

divieto e di un campione di titoli di controllo. La metodologia può essere suddivisa in tre fasi:

1. event study per i titoli oggetto del divieto di short selling (difference for banned stocks, DBS)

$$DBS = post(b) - pre(b)$$

2. event study per i titoli di controllo (difference for control stocks, DCS)

$$DCS = post(c) - pre(c)$$

3. event study combinato (difference-in-difference, DID)

$$DID = DBS - DCS$$

L'affidabilità dei risultati di un *event-study* combinato dipende dalla qualità del campione di controllo. Se il campione di controllo contiene titoli significativamente diversi dai titoli oggetto di studio, i risultati dell'*event study* combinato dipendono sia dagli effetti dell'evento (nel caso in esame l'introduzione del divieto di *short selling*) sia dalla diversità del campione di controllo rispetto al campione *benchmark*.

Per separare gli effetti dell'evento dalla diversità del campione di controllo (effetto *mismatching*) è conveniente usare il seguente modello di regressione:

$$y = b_0 + b_1 ban + b_2 post + b_3 (ban \cdot post) + \varepsilon$$

dove y indica l'indicatore oggetto di indagine calcolato sia per i titoli oggetto del divieto sia per i titoli di controllo, ban indica se il titolo è oggetto di divieto di *short selling* (pari a 1 per un titolo *benchmark*, 0 per un titolo di controllo), $post$ indica se l'osservazione è relativa al periodo successivo all'introduzione del divieto di *short selling* (pari a 1 per un'osservazione rilevata in una data successiva all'introduzione del divieto, 0 per un'osservazione rilevata in una data

precedente l'introduzione del divieto). Tutte le osservazioni sono *firm-specific* e *time-specific*.⁵

Il modello di regressione appena specificato, eventualmente arricchito con variabili di controllo, consente di stimare congiuntamente la significatività statistica di diversi effetti:

- b_1 stima la differenza tra i titoli *benchmark* e i titoli di controllo in entrambi i periodi pre e post (errore di *matching*);
- b_2 stima la differenza tra il periodo post e il periodo pre comune sia ai titoli *benchmark* che ai titoli di controllo (shock di mercato);
- b_3 stima l'impatto differenziale del divieto di *short selling* sui titoli oggetto del provvedimento restrittivo.

Il divieto di *short selling*, come chiarito nel paragrafo 2.1, può avere effetti sull'efficienza informativa dei prezzi, sulla liquidità del mercato *ex ante* ed *ex post*, sulla volatilità dei rendimenti, sull'asimmetria dei rendimenti, sulla curtosi dei rendimenti, sul livello dei prezzi dei titoli.

Nell'analisi empirica è stato stimato almeno un indicatore per ognuna di queste dimensioni.

Per l'efficienza informativa dei prezzi si considerano sia il ritardo nel processo di *price discovery* (*delay*) che l' R^2 del modello di mercato.

Il ritardo nel processo di *price discovery* misura la quantità di nuova informazione che è incorporata in ritardo nel prezzo di un'azione. Per la stima del ritardo si procede in tre fasi. In primo luogo, si stima un modello di mercato ristretto (MR):

$$R_{i,t} = \alpha_i^R + \beta_i^R R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

dove $R_{i,t}$ è il rendimento del titolo i al tempo t ;

$R_{m,t}$ è il rendimento del mercato al tempo t .

In secondo luogo, si stima un modello di mercato esteso:

$$R_{i,t} = \alpha_i^E + \beta_{i,0}^E R_{m,t} + \beta_{i,1}^E R_{m,t-1} + \beta_{i,2}^E R_{m,t-2} + \eta_{i,t}$$

⁵ Per compattezza sono soppressi nella notazione i deponenti i, t .

In terzo luogo, si calcola il ritardo (*delay*) nel processo di *price discovery* come:

$$delay_i = 1 - \frac{R_{R,i}^2}{R_{E,i}^2}$$

dove $R_{R,i}^2$ è l' R^2 del modello ristretto stimato per il titolo i ; $R_{E,i}^2$ è l' R^2 del modello esteso stimato per il titolo i .

Se l' R^2 del modello ristretto è pari al 60% e l' R^2 del modello esteso è pari all'80%, il rapporto è pari a $\frac{3}{4}$, cioè il 75% dell'aggiustamento alle nuove informazioni avviene nel periodo corrente e, di conseguenza, il 25% dell'aggiustamento alle nuove informazioni avviene nei periodi successivi a quello in cui l'informazione è stata diffusa. Il ritardo è quindi pari al 25%.

Un ulteriore indicatore di efficienza informativa dei prezzi è l' R^2 del modello di mercato. Secondo un'interpretazione molto diffusa (Morck, Yeung e Yu, 2000), un basso valore di R^2 equivale a maggiore efficienza informativa in quanto esso riflette una maggiore importanza della componente idiosincratICA (*firm specific*) nella spiegazione dell'andamento del rendimento del titolo. Un'interpretazione alternativa (Pagano e Schwartz, 2003) del medesimo indicatore suggerisce invece di considerare un elevato R^2 come segno di elevata efficienza in quanto esso è coerente con rendimenti serialmente non correlati (evidenza di imprevedibilità, e quindi efficienza, del mercato).

Per verificare se l' R^2 debba intendersi come indicatore di efficienza oppure di inefficienza si ricorre alla stima della correlazione con il ritardo nel processo di *price discovery*: se tale correlazione è positiva (negativa) prevale l'interpretazione di R^2 come misura di inefficienza (efficienza).

Per quanto riguarda la liquidità, come indicatore di liquidità *ex ante* è stato considerato il *bid-ask spread*, come indicatore di liquidità *ex post* è stato

considerato l'indicatore di illiquidità di Amihud (2002).

Il *bid-ask spread* è misurato dal differenziale tra la quotazione *ask* e la quotazione *bid* rapportato alla semisomma delle due quotazioni.

L'indicatore di illiquidità di Amihud è definito come:

$$AILL_{i,t} = \frac{|r_{i,t}|}{TVA_{i,t}}$$

dove $|r_{i,t}|$ indica il valore assoluto del rendimento del titolo i al tempo t e $TVA_{i,t}$ indica il controvalore negoziato dal titolo i al tempo t .

Il *bid-ask spread* misura il costo *round-trip* di una negoziazione, l'indicatore di Amihud è una misura di *price impact*: un titolo più (meno) liquido ha, a parità di volumi scambiati, una variazione di prezzo inferiore (superiore). La variazione di prezzo associata a uno scambio riflette l'impatto sul prezzo di mercato di uno scambio (*price impact*).

Per quanto riguarda la volatilità, sono stati considerati un indicatore di volatilità *intraday*, rappresentato dal range di prezzo minimo-massimo, e un indicatore di volatilità *interday*, rappresentato dal quadrato del rendimento giornaliero calcolato con i prezzi di chiusura.

Campione e dati

L'analisi empirica è stata realizzata con riferimento ai mercati azionari dei seguenti paesi: Belgio, Francia, Italia, Olanda, Regno Unito, Spagna e Svezia.

Sia per l'*event study* combinato sia per il modello di regressione è stato necessario costruire un campione di titoli *benchmark* e un campione di titoli di controllo. A tal fine si è proceduto in tre fasi. In primo luogo, da Thomson Reuters Datastream, abbiamo ottenuto le liste di titoli

finanziari quotati in ciascun mercato considerato⁶. In secondo luogo, dal sito web di ciascuna autorità di regolamentazione dei mercati dei paesi considerati nell'analisi empirica, sono state raccolte informazioni dettagliate circa le misure restrittive in materia di vendita allo scoperto e i titoli oggetto di divieto. In terzo luogo, si è proceduto a formare un campione *benchmark* composto dai titoli finanziari oggetto del divieto di vendite allo scoperto e un campione di controllo composto dai titoli finanziari quotati nei mercati dei paesi considerati e non oggetto del divieto di *short selling*⁷.

La TAB. 2 riporta, per ogni paese del campione, il numero complessivo di titoli finanziari, il numero di titoli oggetto del divieto di *short selling* e il numero di titoli appartenenti al campione di controllo.

Per ogni titolo, sia esso appartenente al campione *benchmark* che a quello di controllo, sono stati raccolti i seguenti dati (con frequenza giornaliera): prezzo di chiusura, quotazione *bid*, quotazione *ask*, prezzo massimo, prezzo minimo, volume scambiato, capitalizzazione di mercato.

⁶ I settori considerati sono i seguenti: Banks, Financial Services, Life Insurance, Non Life Insurance.

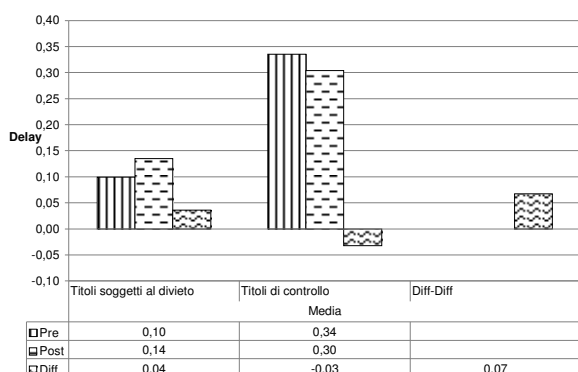
⁷ Si noti che in Svezia le vendite allo scoperto non sono mai state vietate, mentre in Spagna le vendite allo scoperto *naked* erano già vietate prima dell'avvio della crisi finanziaria.

TAB. 2: Composizione del campione

	Belgio	Francia	Germania	Italia	Olanda	UK	Spagna	Svezia	Svizzera
Totale azioni settore finanziario	14	30	34	47	9	55	18	15	39
Titoli oggetto del divieto	5	15	11	40	8	23	18	0	6
Titoli di controllo	9	15	23	7	1	32	0	15	33

Risultati

Il Grafico 4 mostra l'evoluzione del ritardo (*delay*) nel processo di *price discovery* per il periodo pre e per il periodo post-divieto, per i titoli oggetto del divieto e per i titoli di controllo⁸.

GRAF. 4: Ritardo nel processo di *price discovery*


Per i titoli oggetto del divieto, il ritardo aumenta dal 10% (4%) medio (mediano) del periodo precedente l'introduzione delle misure restrittive al 14% (8%) medio (mediano) del periodo successivo all'introduzione delle misure restrittive. Per i titoli di controllo, aventi capitalizzazione inferiore a quelli oggetto del divieto, il ritardo diminuisce dal 34% (22%) medio (mediano) del periodo precedente l'introduzione delle misure restrittive al 30% (18%) medio (mediano) del periodo successivo all'introduzione delle misure

restrittive⁹. Confrontando la variazione registrata dai titoli oggetto del divieto di *short selling* (aumento del ritardo medio pari 4 punti percentuali) con la variazione registrata dai titoli di controllo (riduzione del ritardo medio pari a 3 punti percentuali) si ottiene un differenziale netto pari a 7 punti percentuali. In sintesi, il divieto di *short selling* è associato a un aumento del *delay*, cioè a un peggioramento dell'efficienza informativa dei prezzi.

A risultati analoghi in termini di peggioramento del livello di efficienza del mercato, si perviene considerando l' R^2 del modello di mercato. Per esigenze di sintesi non si mostrano i risultati relativi all' R^2 complessivo, mentre si ritiene degno di interesse presentare i risultati relativi alla una ripartizione dell' R^2 tra fasi di mercato al rialzo e al ribasso. Il Grafico 5 presenta i risultati dell'analisi dell' R^2 Up, cioè l'indicatore relativo al *market model* stimato quando i rendimenti del mercato sono positivi; il Grafico 6 presenta invece i risultati dell'analisi dell' R^2 Down, cioè l'indicatore relativo al *market model* stimato quando i rendimenti del mercato sono negativi.

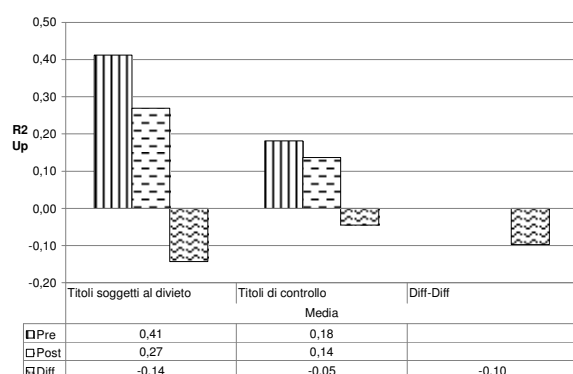
È interessante notare che l' R^2 nelle fasi di mercato al rialzo è significativamente più elevato di quello stimato per le fasi di mercato al ribasso, con ciò implicando una minore efficienza informativa nelle fasi di mercato al ribasso; l' R^2 dei titoli *benchmark* è significativamente più elevato di quello stimato per i titoli di controllo,

⁸ Il Grafico 4 e i successivi Grafici 5, 6 e 7 riportano esclusivamente l'andamento della media dell'indicatore considerato. L'analisi dell'andamento della mediana conduce sostanzialmente ai medesimi risultati e, per motivi di spazio, non è stato riportato. I grafici con la mediana sono disponibili su richiesta.

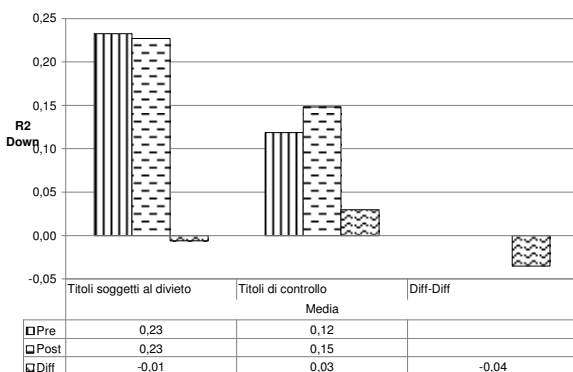
⁹ La differenza tra il *delay* dei titoli *benchmark* e il *delay* dei titoli di controllo è spiegata dalla differenza di capitalizzazione: i titoli *benchmark* (di controllo) sono più (meno) capitalizzati e tendono ad avere un minor (maggior) *delay*.

presumibilmente a causa della differenza di capitalizzazione dei due gruppi di titoli; il divieto di *short selling* è associato a un peggioramento dell'efficienza informativa dei prezzi, in particolare il peggioramento è più accentuato nelle fasi di mercato al rialzo rispetto a quelle di mercato al ribasso.

GRAF. 5: R^2 Up



GRAF. 6: R^2 Down

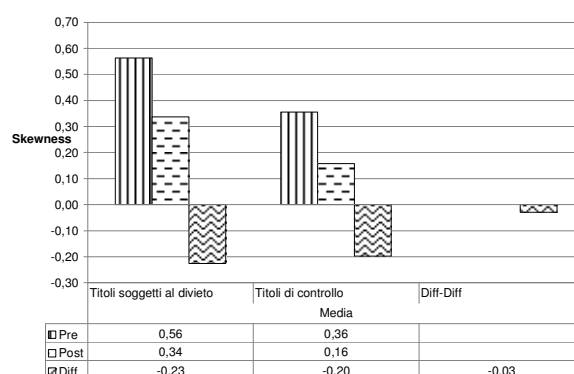


La circostanza che l'effetto negativo del divieto di *short selling* sull'efficienza informativa sia più forte nelle fasi di mercato al rialzo rispetto a quelle al ribasso evidenzia indirettamente che le operazioni di vendita allo scoperto svolgono un importante ruolo di meccanismo di agevolazione del processo di *price discovery* nelle fasi di *bull*

market, in particolare perché esse riducono la probabilità di sopravvalutazione dei titoli.

Il Grafico 7 mostra l'evoluzione dell'asimmetria dei rendimenti per il periodo pre e per il periodo post introduzione del divieto di *short selling*, per i titoli oggetto del divieto e per i titoli di controllo.

GRAF. 7: Asimmetria dei rendimenti



Si rileva una netta riduzione della *skewness* dei titoli oggetto del divieto, superiore a quella osservata per i titoli di controllo. Tale evidenza conduce a non rifiutare l'ipotesi che il divieto di vendite allo scoperto riduca l'asimmetria dei rendimenti perché le informazioni negative non sono incorporate progressivamente attraverso le negoziazioni degli operatori informati. Al tempo stesso la riduzione dell'asimmetria è almeno in parte riconducibile alla fase di *bear market* che ha caratterizzato il periodo indagato.

La curtosi dei rendimenti, come ipotizzato, diminuisce per effetto del divieto di *short selling*: i rendimenti estremi sono meno frequenti in presenza del divieto di vendita allo scoperto. L'*event study* combinato, non riportato per motivi di spazio, evidenzia che la riduzione della curtosi può anche essere intesa come il mancato aumento della stessa, che invece è evidente nel campione di controllo.

La TAB. 3 riporta i risultati dell'analisi di regressione. La volatilità *intraday*, spiegata dal modello 1 e misurata dal range minimo-massimo, è aumentata con l'approvazione delle misure restrittive sulle vendite allo scoperto per effetto di uno shock di mercato comune sia ai titoli oggetto del divieto che ai titoli di controllo (coefficiente b_2 associato alla variabile *post*). L'aumento della volatilità *intraday* è ancora più accentuato per i titoli oggetto del divieto di *short selling* (coefficiente b_3 associato alla variabile *ban*post*). Questo risultato, coerente con le evidenze osservate per gli Stati Uniti da Bris (2008) e Boehmer et al. (2008), può essere ricondotto all'esclusione dal mercato di una porzione di operatori informati, la cui presenza faciliterebbe il processo di *price discovery* e ridurrebbe la volatilità transitoria (o inefficiente) del prezzo.

La volatilità *interday*, spiegata dal modello 2 e misurata dal quadrato dei rendimenti giornalieri, evidenzia pattern simili a quelli della volatilità *intraday*.

Il *bid-ask spread* aumenta nel periodo successivo all'approvazione delle misure restrittive sulle vendite allo scoperto per effetto di uno shock di mercato comune sia ai titoli oggetto del divieto che ai titoli di controllo (coefficiente b_2 associato alla variabile *post*). Peraltro, i volumi negoziati hanno comunque un impatto negativo e statisticamente significativo: l'aumento dello spread riconducibile allo shock di mercato è quindi ulteriore rispetto all'aumento dello spread associato alla riduzione dei volumi negoziati osservata nel periodo successivo all'introduzione del divieto.

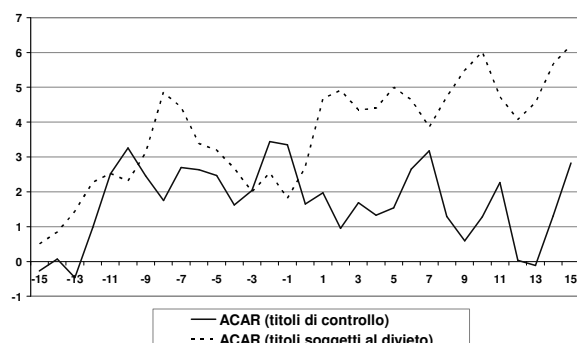
Il divieto di *short selling* ha un effetto positivo sullo *spread* dei titoli oggetto del divieto (coefficiente b_3 associato alla variabile *ban*post*): lo *spread* si riduce, presumibilmente a causa della riduzione della componente di asimmetria informativa riconducibile alla minore presenza di

operatori informati per tali titoli. Il segno negativo del coefficiente associato alla variabile *ban* è invece riconducibile all'errore di *matching*: i titoli oggetto del divieto hanno una capitalizzazione superiore rispetto ai titoli di controllo e da ciò deriva uno *spread bid-ask* meno elevato (e viceversa per i titoli di controllo).

La stima del modello 4, che spiega l'indicatore di illiquidità di Amihud, offre pochi spunti di interesse. I coefficienti non sono statisticamente significativi, ad eccezione del coefficiente associato alla variabile *post* che indica un aumento generalizzato dell'illiquidità nel periodo successivo all'introduzione dei divieti di *short selling* nei paesi europei.

Il modello 5 spiega il controvalore scambiato, che è una *proxy* della liquidità *ex post*. I risultati principali sono i seguenti: i titoli oggetto del divieto evidenziano un livello di scambi superiore rispetto ai titoli di controllo, presumibilmente in conseguenza della diversità di capitalizzazione (coefficiente b_1 associato alla variabile *ban*); nella fase post introduzione dei divieti di *short selling* sia i titoli *benchmark* che i titoli di controllo soffrono una riduzione dei volumi negoziati (coefficiente b_2 associato alla variabile *post*); la riduzione del controvalore negoziato è particolarmente marcata per i titoli oggetto del divieto di *short selling* (coefficiente b_3 associato alla variabile *ban*post*). Tali evidenze sono coerenti con le aspettative: le misure restrittive delle vendite allo scoperto impediscono, per definizione, la conclusione di transazioni che in loro assenza si sarebbero invece concluse.

Il Grafico 8 riporta il rendimento anormale cumulato medio (Average Cumulative Abnormal Return, ACAR) associato ai titoli oggetto del divieto e ai titoli di controllo nell'intervallo (-15,15) centrato rispetto alla data di annuncio del provvedimento regolamentare che impone restrizioni alla vendita allo scoperto.

GRAF. 8: Rendimenti anomali cumulati


Il grafico mostra che entrambe le categorie di titoli riportano rendimenti anomali cumulati positivi prima dell'annuncio, che – successivamente al provvedimento restrittivo – sono aumentati per i titoli oggetto del divieto e ridotti per i titoli di controllo. Le misure restrittive in materia di vendite allo scoperto consentono quindi di sostenere, almeno nel breve periodo, il prezzo dei titoli assoggettati al divieto di *short selling*, spostando tuttavia sui titoli comparabili la pressione di vendita.

TAB. 3: Analisi di regressione

		Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
Variabile dipendente		RANGE	VOLCC	SPREAD	AILL	TVOL
<i>Variabile indipendente:</i>						
Intercetta	Parametro	2,68 **	6,14 **	1,07 **	0,05	0,54 **
	T-stat	53,85	5,25	22,49	1,03	9,70
Ban	Parametro	0,39 **	-0,03	-0,50 **	0,001	1,24 **
	T-stat	6,58	-0,02	-9,23	0,02	19,67
Post	Parametro	1,87 **	13,96 **	0,75 **	0,16 **	-0,30 **
	T-stat	34,90	11,14	14,97	3,15	-5,07
Ban * Post	Parametro	0,76 **	5,45 **	-0,22 **	-0,13	-1,08 **
	T-stat	9,84	3,03	-3,06	-1,80	-13,18
Controvalore (/ 1,000,000)	Parametro	0,13 **	1,15 **	-2,10 **	8,31	
	T-stat	28,20	10,74	-4,94	0,19	
Range di prezzo	Parametro			-0,01 *	-0,01 **	0,15 **
	T-stat			-2,53	-2,62	28,18
	F-test	734,1	73,2	93,1	2,7	320,5
	Prob > F	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
	Adj R ²	0,11	0,01	0,02	0,00	0,05
	n. oss.	40.075	39.843	39.904	39.843	40.075

** (*) indica che il parametro è statisticamente significativo all'1% (5%).
Sono incluse tre dummy settoriali (Financial Services, Life Insurance, Non Life Insurance).

4. Conclusioni

Le misure restrittive in materia di vendite allo scoperto influenzano negativamente il processo di *price discovery* e producono una riduzione del livello di efficienza informativa dei prezzi, in particolare nelle fasi di mercato al rialzo. Esse

sono inoltre associate, per i titoli oggetto del divieto, a un incremento della volatilità – sia *intraday* che *interday* – e a una riduzione del *bid-ask spread* e del controvalore negoziato.

Le evidenze osservate nei mercati azionari europei sono coerenti con quelle rilevate negli Stati Uniti: i divieti di *short selling* riducono la qualità dei

prezzi e, al tempo stesso, consentono di allentare la pressione al ribasso sui titoli oggetto del divieto.

Le due evidenze citate sono un effetto immediato delle misure restrittive delle vendite allo scoperto. Il divieto di *short selling* comporta infatti (i.) l'allontanamento dal mercato di una frazione di soggetti più informati della media (con conseguente riduzione dell'efficienza informativa del prezzo); (ii.) l'allontanamento dal mercato dei soggetti con aspettative negative (con conseguente sostegno del prezzo dei titoli finanziari); (iii.) l'allontanamento dal mercato di *noise traders* che, pur non disponendo di informazioni private, cercano di sfruttare – con l'effetto di amplificarlo – un certo movimento direzionale dei prezzi attraverso strategie di *momentum trading*.

Una motivazione spesso citata a supporto dei provvedimenti restrittivi delle vendite allo scoperto è la volontà di evitare fenomeni generalizzati di *panic selling*. In realtà, il *panic selling* non è provocato direttamente dalle vendite allo scoperto bensì da una forte caduta dei corsi azionari che – a sua volta – può generare comportamenti irrazionali da parte degli investitori. Le vendite allo scoperto, soprattutto se *naked*, e quindi non soggette neppure al vincolo dato dalla dimensione del mercato del prestito titoli, possono contribuire a provocare una rapida caduta dei prezzi azionari. Pertanto, più propriamente, i divieti di vendita allo scoperto possono essere intesi come strumenti per evitare il *predatory trading*, ovvero comportamenti manipolativi dei prezzi in base ai quali un operatore – anticipando il comportamento di altri operatori – negozia strategicamente nella stessa direzione dell'altro, contribuendo in tal modo ad accentuare l'andamento del prezzo in una certa direzione. In effetti, anche le motivazioni pubblicamente addotte dalle autorità di regolamentazione per giustificare l'introduzione di

misure restrittive in materia di *short selling* possono essere ricondotte alle due seguenti ragioni: proteggere la stabilità delle istituzioni finanziarie ed evitare comportamenti manipolativi dei prezzi¹⁰.

In sintesi, i comportamenti osservati fanno ritenere che le autorità di regolamentazione preferiscono sopportare i costi di una riduzione temporanea del livello di efficienza informativa e della liquidità del mercato azionario¹¹, pur di evitare comportamenti manipolativi dei prezzi che – in una fase prolungata di *distress selling* – potrebbero minacciare la stabilità delle istituzioni finanziarie.

¹⁰ La SEC ha dichiarato che con le misure restrittive in materia di vendite allo scoperto intende fronteggiare comportamenti manipolativi dei prezzi di mercato delle istituzioni finanziarie, che – secondo il presidente della SEC – non ne riflettono i valori fondamentali; la FSA con tali misure intende proteggere l'integrità dei mercati e salvaguardare la stabilità del settore finanziario; l'AMF segue semplicemente le azioni intraprese dalle autorità statunitensi e britanniche al fine di omogeneizzare la regolamentazione dei mercati finanziari ed evitare arbitraggi regolamentari; la BaFin intende evitare il rischio di fallimento delle società appartenenti al settore finanziario; la CONSOB intende evitare manovre speculative aventi per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni di società appartenenti al settore finanziario.

¹¹ Più precisamente, i costi associati alle misure restrittive in materia di vendita allo scoperto non sono solo quelli associati alla perdita di efficienza informativa dei prezzi dei titoli finanziari. Andrebbero, infatti, considerati anche i costi di *compliance* della regolamentazione sul divieto di *short selling*, i costi associati all'eliminazione di uno strumento efficiente per la gestione di portafoglio, per realizzare operazioni di arbitraggio e copertura e, inoltre, i rischi di arbitraggio regolamentare. Questi ultimi sono particolarmente evidenti nel caso in esame in considerazione dello scarso grado di coordinamento manifestato dalle autorità di regolamentazione dei principali paesi in occasione dell'introduzione delle misure in materia di vendite allo scoperto.

Riferimenti bibliografici

Amihud, Y., 2002, "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects", *Journal of Financial Markets* **17**, 31-56.

Bai, Y., Chang, E., Wang, J. (2006), Asset prices under short sales constraints, working paper, MIT.

Boehmer, E., Jones, C., Zhang, X. (2008), Shackling short sellers: The 2008 shorting ban, working paper, Columbia Business School.

Bris, A. (2008), Short Selling Activity in Financial Stocks and the SEC July 15th Emergency Order, working paper, IMD.

Jones, C., Lamont, O. (2002), Short-sale and stock returns, *Journal of Financial Economics* **66**, 207-239.

Miller, E. (1977), Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion, *Journal of Finance* **32**, 1151-1168.

Morck, R., Yeung, B., Yu, W. (2000), "The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements", *Journal of Financial Economics* **58**, 215-260.

Pagano, M., Schwartz, R. (2003), A closing call's impact on market quality at Euronext Paris, *Journal of Financial Economics* **68**, 439-484.