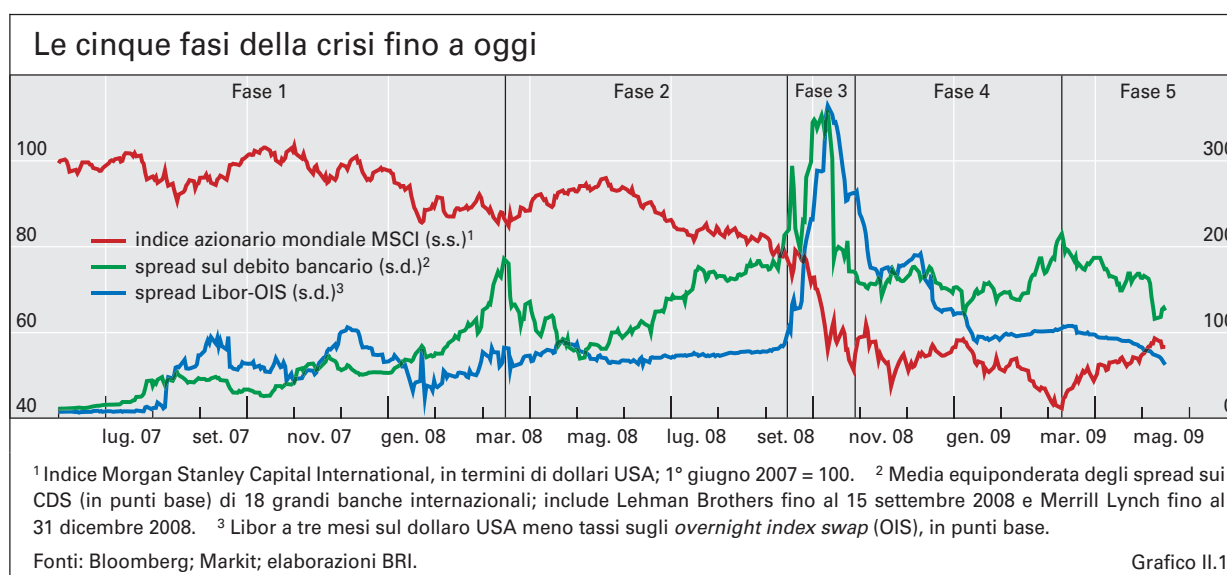


II. La crisi finanziaria mondiale

Il periodo successivo alla scorsa Relazione annuale ha visto la crisi finanziaria entrare nel suo secondo anno e trasformarsi in una perdita di fiducia generalizzata nei confronti del sistema finanziario mondiale. L'inizio della crisi nel 2007 aveva fatto seguito a una fase prolungata di tassi di interesse reali insolitamente bassi, condizioni creditizie favorevoli, scarsa volatilità dei mercati finanziari e aumenti diffusi dei prezzi delle attività, che aveva dato origine a vulnerabilità estese ma latenti. Quando queste ultime si sono concretizzate, sulla scia delle ripetute svalutazioni degli attivi, i principali mercati finanziari hanno subito gravi disfunzioni, compromettendo la solvibilità di ampie parti del sistema bancario mondiale. Le autorità hanno attuato a più riprese interventi di portata straordinaria ma, nonostante l'efficacia delle misure ufficiali nell'arginare la crisi finanziaria, il contesto di mercato è rimasto fragile, a segnalare che il processo di normalizzazione era incerto e che si sarebbe probabilmente protratto per vario tempo.

La crisi ha finora attraversato cinque fasi abbastanza distinte e di intensità variabile, cominciando dalla turbolenza connessa con i mutui *subprime* tra giugno 2007 e metà marzo 2008 (grafico II.1). Dopo questa prima fase, durante la quale l'attenzione si è incentrata soprattutto sulla liquidità delle fonti di finanziamento, le banche hanno continuato ad accumulare perdite e svalutazioni, mentre la flessione congiunturale si traduceva lentamente in una nuova debolezza dei prezzi delle attività. Di conseguenza, nella seconda fase, compresa tra marzo e metà settembre 2008, i problemi di finanziamento hanno lasciato spazio a timori per la solvibilità, con il rischio di veri e propri dissesti bancari. Proprio il fallimento della banca di investimento statunitense Lehman Brothers



il 15 settembre ha innescato la terza e più intensa fase della crisi: un crollo di fiducia a livello mondiale, arrestato soltanto grazie a interventi pubblici di dimensioni e portata senza precedenti. Nella quarta fase, da fine ottobre 2008 a metà marzo 2009, i mercati hanno dovuto adeguarsi a prospettive sempre più cupe per la crescita economica mondiale, sullo sfondo di incertezze circa gli effetti degli interventi ufficiali per i mercati e l'economia. Infine, la quinta fase, iniziata a metà marzo 2009, si è contraddistinta per i segnali di un cauto ritorno dell'ottimismo pur in presenza di notizie macroeconomiche e finanziarie ancora in gran parte negative. Tuttavia, una vera e propria normalizzazione, vale a dire la fine della crisi, appare ancora piuttosto lontana.

Le fasi iniziali

Prima fase: preludio (fino a metà marzo 2008)

Durante la prima fase della crisi i timori per le perdite sui prestiti ipotecari *subprime* americani sono sfociati in una situazione di diffuso stress finanziario. In breve, quello che inizialmente sembrava un problema confinato a una piccola parte del sistema finanziario statunitense (grafico II.2) si è rapidamente propagato ad altri comparti man mano che le complesse interdipendenze tra i mercati del credito (grafico II.3) e del finanziamento (grafico II.4) si sono tradotte in misura crescente in tensioni generalizzate nel settore finanziario (tabella II.1)¹.

A partire dal giugno 2007 le perdite sui mutui *subprime* hanno messo a nudo vulnerabilità su vasta scala, come il diffuso ricorso a strategie di leva e al finanziamento fuori bilancio, per cui presunte attività a basso rischio (spesso collegate a esposizioni verso il mercato ipotecario statunitense) erano di fatto finanziate su base rotativa con fondi a breve termine. L'accumularsi di perdite sulle attività sottostanti ha finito per mettere in crisi il modello di finanziamento a breve su cui si fondavano queste posizioni, innescando un processo di reintermediazione obbligata. Il 9 agosto 2007 la turbolenza si è estesa ai mercati interbancari, segnando l'avvento di una crisi finanziaria più ampia. Le perdite di valore sono ancora cresciute nei mesi successivi, incidendo pesantemente sui bilanci bancari fino a provocare a metà marzo 2008 una grave crisi di liquidità presso la banca di investimento Bear Stearns. Tali eventi sono culminati nell'acquisizione di quest'ultima realizzata con il sostegno pubblico da JPMorgan Chase.

Benché si sia potuto evitare un fallimento bancario vero e proprio, la prima fase della crisi ha seriamente indebolito il sistema finanziario. I mercati erano gravati dal forte accumulo di esposizioni creditorie, mentre le banche faticavano a reintegrare la loro dotazione patrimoniale. L'elevata volatilità rispecchiava l'incertezza degli investitori per le prospettive economiche e le connesse ripercussioni sul valore delle attività (grafico II.5). I differenziali sui *credit default swap* (CDS) si collocavano ben al disopra dei livelli storici

Le perdite sui mutui *subprime* sfociano in un diffuso stress finanziario ...

... che culmina con l'acquisizione di Bear Stearns ...

... e indebolisce fortemente il sistema finanziario

¹ Per una descrizione dettagliata degli andamenti nei mercati finanziari durante questa prima parte della crisi, cfr. il Capitolo VI della 78^a *Relazione annuale* della BRI.

Cronologia degli eventi principali^①

2007	
9 agosto	I problemi dei mercati ipotecari e creditizi si propagano ai segmenti monetari interbancari quando alcuni emittenti di <i>commercial paper</i> garantita da attività (ABCP) incontrano difficoltà nel rinnovare i prestiti in scadenza e grandi fondi di investimento congelano i rimborsi delle quote adducendo l'incapacità di valutare i propri portafogli.
12 dicembre	Le banche centrali di cinque importanti aree valutarie annunciano misure coordinate, fra cui la creazione di linee di swap in dollari USA, per fronteggiare le pressioni nei mercati del finanziamento a breve termine.
2008	
16 marzo	JPMorgan Chase accetta di acquisire Bear Stearns con un'operazione patrocinata dalle autorità statunitensi.
4 giugno	Le agenzie di rating Moody's e Standard & Poor's modificano in negativo i rating delle compagnie di assicurazione <i>monoline</i> MBIA e Ambac, rialimentando i timori di perdite sui titoli assicurati da tali compagnie.
13 luglio	Le autorità statunitensi annunciano piani di sostegno per due agenzie di credito ipotecario (Fannie Mae e Freddie Mac), che prevedono l'acquisto di partecipazioni al capitale delle stesse.
15 luglio	La Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense impone restrizioni alle vendite di posizioni corte non coperte (<i>naked</i>).
7 settembre	Fannie Mae e Freddie Mac sono poste in amministrazione controllata.
15 settembre	Lehman Brothers Holdings Inc. richiede l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11.
16 settembre	Reserve Primary, un grande fondo USA del mercato monetario, notifica che il valore della sua quota è sceso al disotto dell'unità, innescando un'ondata di richieste di rimborso; il governo USA interviene a sostegno della compagnia di assicurazione AIG (e si trova costretto ad ampliare e ristrutturare a più riprese il pacchetto di salvataggio nei mesi successivi).
18 settembre	Le banche centrali fronteggiano con misure coordinate la penuria di finanziamenti in dollari USA tramite il potenziamento o la creazione di linee di swap per \$160 miliardi; le autorità britanniche vietano la vendita allo scoperto di azioni finanziarie.
19 settembre	Il Tesoro USA annuncia garanzie temporanee per i fondi del mercato monetario; la SEC impone il divieto di vendita allo scoperto di azioni finanziarie; emergono i primi dettagli di un piano da \$700 miliardi del Tesoro USA per rimuovere le attività deteriorate dai bilanci bancari (Troubled Asset Relief Program, TARP).
25 settembre	Le autorità statunitensi assumono il controllo di Washington Mutual, la principale cassa di risparmio del paese, con attivi per circa \$300 miliardi.
29 settembre	La società di credito ipotecario britannica Bradford & Bingley è nazionalizzata; il gruppo bancario-assicurativo Fortis riceve iniezioni di capitale da tre governi europei; la società tedesca di credito ipotecario commerciale Hypo Real Estate ottiene una linea di credito con l'assistenza del governo; la banca USA Wachovia, in difficoltà, viene rilevata; il progetto TARP è bocciato dalla Camera dei Rappresentanti USA.
30 settembre	Il gruppo finanziario Dexia riceve un'iniezione di capitale pubblico; il governo irlandese annuncia l'estensione della garanzia a tutela di tutti i depositi, i <i>covered bond</i> e il debito senior e subordinato di sei banche del paese; durante le settimane successive altri governi adottano iniziative analoghe.
3 ottobre	Il Congresso USA approva la versione riveduta del piano TARP.
8 ottobre	Le principali banche centrali intraprendono una tornata di riduzioni coordinate dei tassi ufficiali; le autorità britanniche annunciano un ampio pacchetto di sostegno, che prevede iniezioni di capitale per le banche con sede nel Regno Unito.
13 ottobre	Le principali banche centrali annunciano congiuntamente misure tese a fornire disponibilità illimitate di dollari USA per allentare le tensioni sui mercati monetari; i governi dell'area dell'euro si impegnano a ricapitalizzazioni bancarie su scala sistemica; si ha notizia che il Tesoro USA intende investire \$125 miliardi per acquisire partecipazioni in nove importanti banche.
28 ottobre	L'Ungheria riceve un pacchetto di sostegno di \$25 miliardi dall'FMI e da altre organizzazioni multilaterali allo scopo di arginare i crescenti deflussi di capitali e attenuare le pressioni sul cambio.
29 ottobre	Per fronteggiare la perdurante stretta dei finanziamenti in dollari su scala mondiale, la Federal Reserve istituisce linee di swap con le autorità monetarie di Brasile, Corea, Messico e Singapore.

15 novembre	I paesi del G20 si impegnano ad adottare iniziative congiunte per migliorare la cooperazione, rilanciare la crescita internazionale e riformare i sistemi finanziari a livello mondiale.
25 novembre	La Federal Reserve vara un piano da \$200 miliardi per erogare prestiti a fronte di cartolarizzazioni di crediti al consumo e alle piccole imprese; stanziando inoltre fino a \$500 miliardi per l'acquisto di obbligazioni e titoli assistiti da ipoteca (MBS) emessi dalle agenzie federali.
2009	
16 gennaio	Le autorità irlandesi assumono il controllo di Anglo Irish Bank; sulla falsariga dell'approccio già adottato per Citigroup in novembre, le autorità USA decidono di sostenere Bank of America acquistando azioni privilegiate e offrendo garanzie su un portafoglio di attività problematiche.
19 gennaio	Nel quadro di un piano generale di salvataggio per il settore finanziario, le autorità britanniche accrescono la partecipazione al capitale di Royal Bank of Scotland. Nelle giornate successive altre autorità nazionali adottano misure analoghe.
10 febbraio	Le autorità USA presentano un nuovo vasto piano di sostegno al settore finanziario, comprendente il Public-Private Investment Program (PPIP), che prevede l'acquisto di attività deteriorate fino a un massimo di \$1 trilione.
10 febbraio	I Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G7 ribadiscono l'impegno a utilizzare l'intera gamma di strumenti disponibili per sostenere la crescita e l'occupazione e rafforzare il settore finanziario.
5 marzo	La Bank of England vara un programma da circa \$100 miliardi per l'acquisto in via definitiva di attività del settore privato e di titoli di Stato per un periodo di tre mesi.
18 marzo	La Federal Reserve annuncia piani di acquisto di titoli del Tesoro a più lunga scadenza per un ammontare massimo di \$300 miliardi e un periodo di sei mesi e innalza i massimali per gli acquisti programmati di titoli collegati alle agenzie di credito federali.
23 marzo	Il Tesoro USA fornisce dettagli del PPIP proposto in febbraio.
2 aprile	Il comunicato del vertice del G20 annuncia iniziative comuni dei governi allo scopo di ripristinare la fiducia e la crescita, comprese misure di rafforzamento del sistema finanziario.
6 aprile	Il Federal Open Market Committee autorizza nuove linee di swap temporanee per lo scambio di liquidità nelle rispettive valute con la Bank of England, la BCE, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera.
24 aprile	La Federal Reserve rende noti alcuni dettagli delle prove di stress effettuate per valutare la solidità finanziaria delle 19 maggiori istituzioni finanziarie USA, dichiarando che gran parte delle banche presenta livelli patrimoniali ben superiori ai requisiti di adeguatezza.
7 maggio	Il Consiglio direttivo della BCE decide in linea di principio che l'Eurosistema acquisterà <i>covered bond</i> in euro. Le autorità USA pubblicano i risultati delle prove di stress e individuano 10 banche con una carenza patrimoniale complessiva di \$75 miliardi, da colmare soprattutto attraverso aumenti di capitale.
<p>⊙ Per un elenco più completo degli eventi fino a marzo 2008, cfr. il Capitolo VI della 78ª Relazione annuale della BRI.</p> <p>Fonti: Bank of England; Federal Reserve Board; Bloomberg; <i>Financial Times</i>; <i>The Wall Street Journal</i>. Tabella II.1</p>	

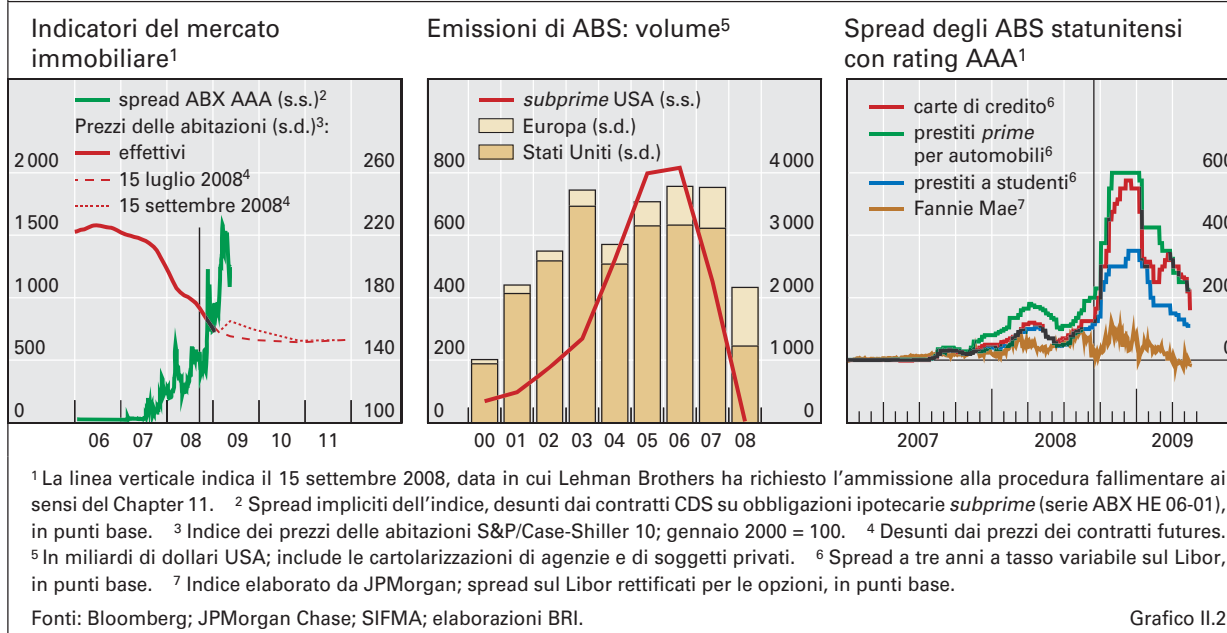
(grafico II.6, diagramma centrale) e i corsi azionari erano notevolmente inferiori ai massimi dell'ottobre 2007 (grafico II.7, diagramma di sinistra). Allo stesso tempo i rendimenti obbligazionari (grafico II.8) e i tassi ufficiali (grafico II.9) nelle principali economie continuavano a riflettere la loro diversa posizione ciclica, nonché l'aspettativa che le ricadute economiche della crisi avrebbero interessato soprattutto gli Stati Uniti. Questa convinzione era inizialmente suffragata dalla robusta crescita interna di molti paesi emergenti nella prima metà del 2008.

Seconda fase: gli eventi culminati nel fallimento di Lehman Brothers (metà marzo-metà settembre 2008)

Durante la seconda fase della crisi, dopo una breve tregua successiva all'acquisizione di Bear Stearns il 16 marzo, i prezzi delle attività finanziarie sono stati oggetto di rinnovate pressioni. Un tratto distintivo del periodo fino

Il deterioramento delle prospettive economiche ...

Mercato ipotecario e mercato della cartolarizzazione

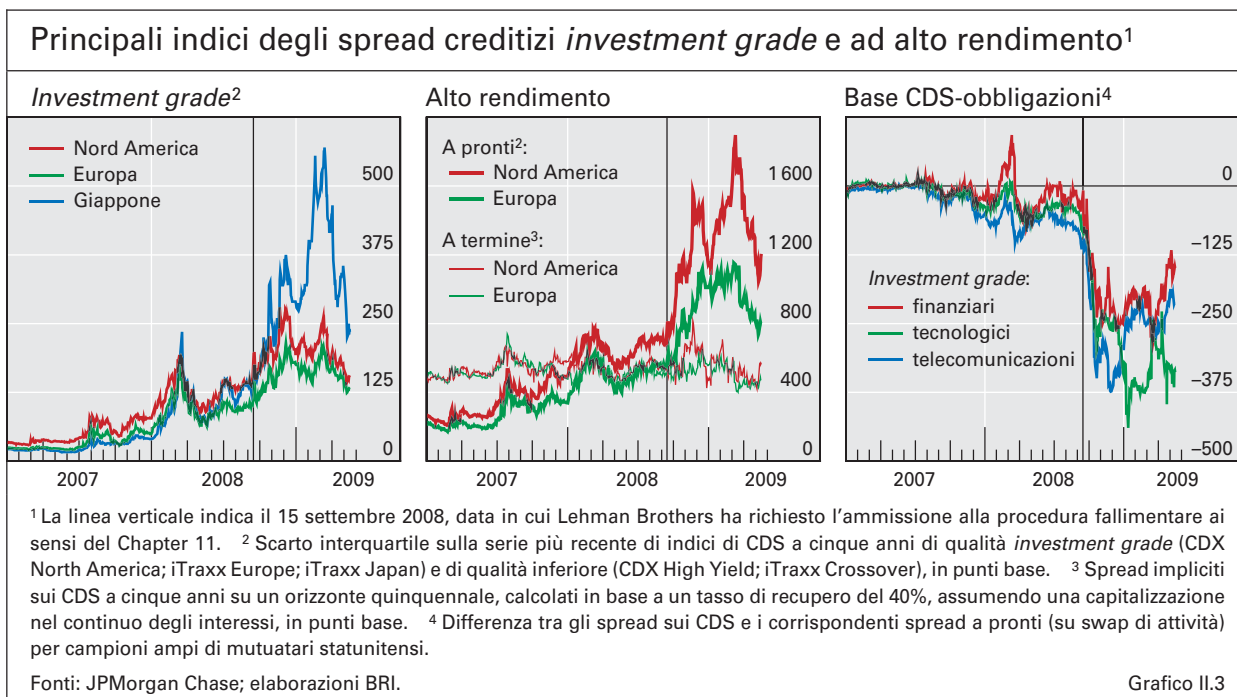


a metà settembre è stato il crescente timore degli investitori per l'emergere di indicazioni secondo cui la sempre più grave recessione statunitense si era ormai propagata ad altre importanti economie, innescando un rallentamento economico sincrono. Le prospettive inerenti a utili, insolvenze e connesse perdite nel settore finanziario che ne sono risultate hanno originato nuove tensioni nei bilanci bancari, sollevando dubbi sulla capacità delle banche di portare a termine i piani di ricapitalizzazione. L'attenzione degli investitori si è quindi progressivamente spostata dai problemi di finanziamento a quelli di solvibilità delle banche, e ciò ha causato particolari difficoltà per le istituzioni che notoriamente presentavano un elevato grado di leva finanziaria e di esposizione ad attività deteriorate.

... e le tensioni sui mercati interbancari ...

Benché il salvataggio di Bear Stearns abbia dato avvio a un periodo di relativa stabilità e di aumento dei prezzi delle attività finanziarie, i mercati interbancari non si sono ripresi. Il differenziale di tasso fra i crediti interbancari a termine e gli swap su indici *overnight* (*overnight index swap*, OIS) si è mantenuto intorno a livelli significativamente superiori a quelli osservati prima dell'agosto 2007 (grafico II.1; grafico II.4, diagramma di sinistra). Le banche si sono pertanto mostrate restie a impegnare risorse in operazioni creditizie con altre banche, e i premi sui prestiti interbancari hanno rispecchiato una maggiore preferenza per la liquidità, congiunta a timori per il rischio di controparte. Questi ultimi sono perdurati nonostante le misure senza precedenti adottate dalle banche centrali al fine di sostenere il funzionamento dei mercati monetari e supplire alla carenza di fondi prima forniti dai mercati finanziari più ampi, anche mediante linee di swap in dollari USA con la Federal Reserve (per maggiori dettagli concernenti queste e le successive risposte delle autorità, cfr. il Capitolo VI).

Forti timori per la situazione patrimoniale delle banche sono riemersi in giugno, a seguito delle notizie negative riguardanti il settore in difficoltà delle



assicurazioni *monoline*². Agli inizi del mese Moody's e Standard and Poor's avevano riveduto in negativo i rating di MBIA e Ambac, due importanti compagnie del settore, mentre nelle settimane successive hanno declassato quelli di varie altre compagnie *monoline*. I risultanti timori per la perdita di valore dei titoli da esse assicurati sono andati ad aggiungersi alle notizie deludenti sugli utili delle banche di investimento. Di conseguenza, a partire da metà giugno le valutazioni sui mercati creditizi e azionari hanno subito un generale deterioramento (grafici Il.3 e Il.7, diagrammi di sinistra), trainato dai titoli del settore finanziario.

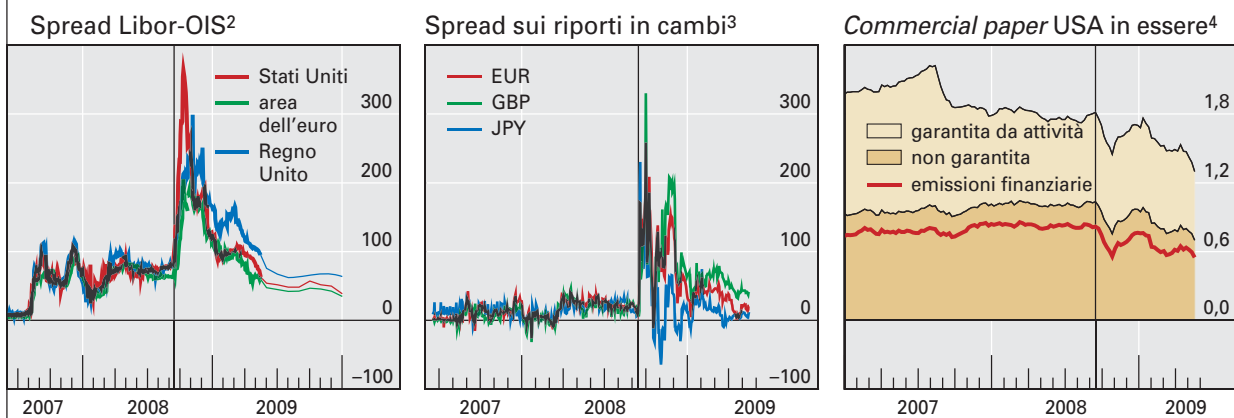
Le pressioni più forti nel sistema finanziario hanno tuttavia investito Fannie Mae e Freddie Mac, le due principali agenzie di emanazione governativa USA (*government-sponsored enterprises*, GSE) per il credito ipotecario. Di fronte alla crescente debolezza dei mercati immobiliari, si prevedeva che il calo dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti si sarebbe protratto ancora a lungo (grafico Il.2, diagramma di sinistra). Pertanto, sebbene le autorità di vigilanza avessero annunciato che le GSE erano ancora adeguatamente capitalizzate, gli spread creditizi sul debito di tali istituzioni e sui titoli assistiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS) da esse sottoscritti sono risaliti a livelli non più osservati da marzo, all'epoca dell'acquisizione di Bear Stearns (grafico Il.2, diagramma di destra). I prezzi delle azioni sono crollati, con perdite di oltre il 70% rispetto a fine maggio 2008. Dal momento che gran parte della restante attività di erogazione di mutui ipotecari dipendeva dalle garanzie delle GSE, domenica 13 luglio l'Amministrazione statunitense è intervenuta abilitando

... ridestano timori circa l'adeguatezza patrimoniale ...

... con particolari pressioni sulle agenzie di credito ipotecario USA

² Le compagnie di assicurazione *monoline* offrono prodotti di rafforzamento della qualità creditizia per obbligazioni e strumenti della finanza strutturata sotto forma di garanzie a fronte sia di *tranche* senior di titoli basati su mutui ipotecari o attività, sia di obbligazioni emesse da enti locali. Per questo motivo, i rating creditizi delle assicurazioni *monoline* determinano di norma quelli degli strumenti da esse assicurati.

Mercati della provvista¹



¹ La linea verticale indica il 15 settembre 2008, data in cui Lehman Brothers ha richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11. ² Libor a tre mesi meno corrispondenti tassi OIS (per l'area dell'euro, tassi swap sull'EONIA), in punti base. Le linee sottili rappresentano gli spread a termine calcolati come differenza fra i tassi a tre mesi sui *forward rate agreement* (FRA) e i corrispondenti tassi OIS impliciti, alla data del 28 aprile 2009. ³ Spread fra il tasso in dollari implicito nei riporti in cambi a tre mesi e il Libor a tre mesi; il tasso in dollari implicito nei riporti in cambi corrisponde al costo implicito sostenuto per raccogliere dollari USA mediante riporti in cambi utilizzando la valuta di finanziamento indicata; in punti base. Per maggiori dettagli sul calcolo, cfr. N. Baba, F. Packer e T. Nagano, "The spillover of money market turbulence to FX swap and cross-currency swap markets", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2008. ⁴ In trilioni di dollari USA.

Fonti: Federal Reserve Board; Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico II.4

il Tesoro a potenziare la linea di credito già esistente e ad acquistare partecipazioni azionarie al capitale delle agenzie.

Alle misure di sostegno per le GSE ...

Le misure di sostegno alle GSE hanno temporaneamente fornito un certo sollievo ai mercati finanziari. I differenziali di credito si sono ristretti e i valori di borsa hanno iniziato a recuperare parte delle perdite precedenti. Anche i nuovi provvedimenti di emergenza adottati dalla Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense per limitare la vendita di azioni allo scoperto da parte delle maggiori banche e società di intermediazione hanno concorso ad allentare le pressioni. Di conseguenza, e di riflesso al generale calo dei premi per il rischio, la volatilità implicita nelle diverse classi di attività è diminuita rispetto ai precedenti massimi, pur mantenendosi superiore ai livelli di inizio della prima fase della crisi a metà 2007 (grafico II.5).

Nel contempo, sui mercati monetari persistevano le incertezze circa il fabbisogno di finanziamento delle banche e il rischio di controparte. Gli spread Libor-OIS delle principali divise, tra cui il dollaro statunitense, sono quindi rimasti elevati. Andamenti analoghi sui mercati dei riporti in cambi hanno rispecchiato un'asimmetria della domanda di finanziamento in dollari USA e nelle altre valute, che ha innalzato il costo della raccolta in dollari (grafico II.4)³. Ciò è avvenuto nonostante le misure ufficiali adottate a fine luglio negli Stati Uniti per migliorare l'efficacia delle linee di liquidità introdotte all'epoca dell'acquisizione di Bear Stearns, come la concessione di prestiti a più lunga scadenza (84 giorni) nel quadro della Term Auction Facility (TAF) e il

³ Per un approfondimento degli effetti di contagio tra i mercati monetari e quelli dei riporti in cambi, cfr. N. Baba e F. Packer, "Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007-08", *BIS Working Papers*, n. 267, dicembre 2008.

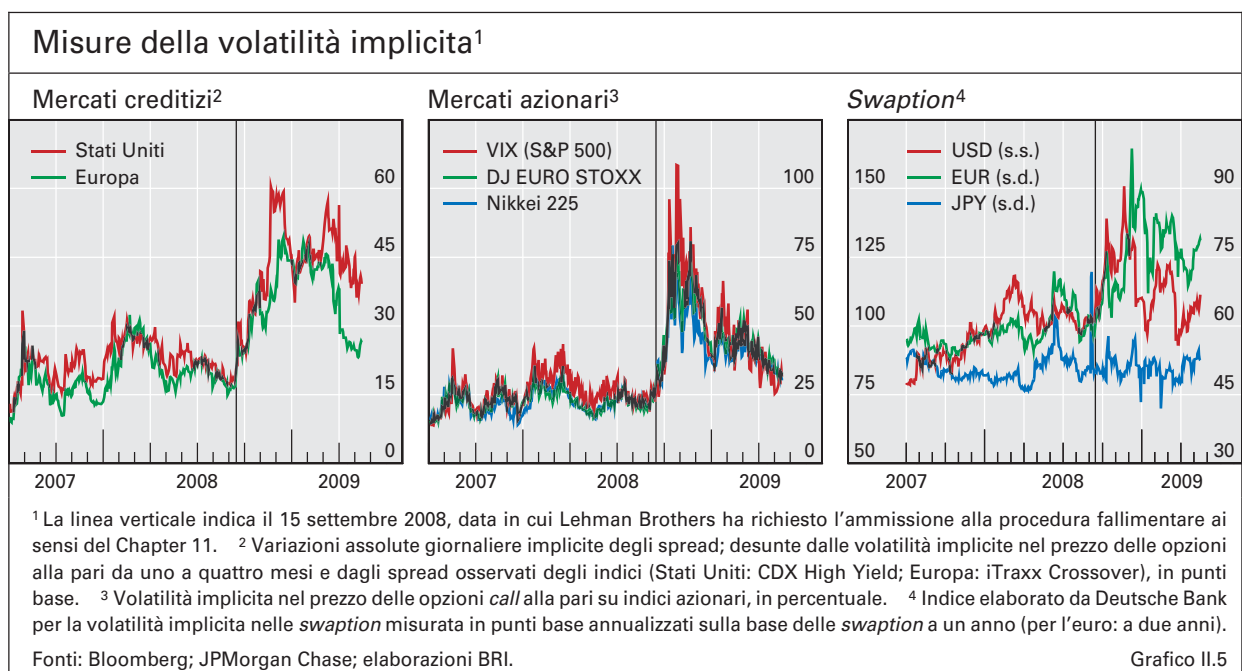
corrispondente allungamento delle scadenze per il rifinanziamento in dollari offerto nelle aste condotte dalla BCE e dalla Banca nazionale svizzera.

Anche le pressioni sui mercati immobiliari sono continuate, ridestando le inquietudini degli investitori per la solidità delle agenzie ipotecarie statunitensi. Le quotazioni delle GSE hanno ripreso a calare e, dopo le notizie di perdite trimestrali superiori alle attese da parte sia di Fannie Mae sia di Freddie Mac in agosto, sono scese a livelli non più osservati dalla fine degli anni ottanta. La fiducia nella solvibilità delle due GSE è venuta meno e domenica 7 settembre il governo statunitense ne ha assunto formalmente il controllo. L'acquisizione ha in larga parte eliminato il rischio di credito per i detentori sia privilegiati che postergati di passività delle agenzie, diluendo al tempo stesso il valore delle partecipazioni azionarie attraverso la quota di azioni privilegiate acquisita dal governo. Tutto ciò prefigurava gli effetti dei futuri salvataggi bancari ed era pertanto fonte di incertezza circa le implicazioni di siffatti interventi per i titoli di credito con differente grado di prelazione.

... fa seguito un vero e proprio salvataggio

L'acquisizione, pur riducendo gli spread sugli MBS e su altri strumenti debitori delle agenzie, non è riuscita a mitigare i timori riguardo al settore finanziario più in generale. Essa ha al contrario richiamato l'attenzione sulla possibilità di ulteriori perdite, in aggiunta ai \$500 miliardi circa di svalutazioni a livello mondiale totalizzate a fine agosto 2008. Inoltre, ha indotto a ritenere che gli interventi messi in atto dalle banche centrali per fornire un canale di finanziamento alternativo al mercato avevano probabilmente esaurito la loro efficacia, dal momento che gli investitori prestavano crescente attenzione ai problemi di solvibilità. In effetti, quando le vicende delle agenzie di credito immobiliare statunitensi sono passate in secondo piano e gli investitori sono tornati a concentrarsi sui bilanci bancari, i valori di borsa e gli spread creditizi delle società finanziarie sono stati oggetto di rinnovate pressioni. Ciò ha a sua volta esacerbato le difficoltà incontrate dalle banche nel ricostituire la loro

Non si allentano le tensioni più generali ...



... e le principali banche di investimento ...

base patrimoniale e nel soddisfare le esigenze di finanziamento in mercati restii ad accettare garanzie che non fossero di qualità primaria. Le risultanti tensioni hanno interessato la generalità degli intermediari. Ciò nonostante, vi erano segnali di una differenziazione in base ai modelli operativi delle banche e alle implicazioni di questi ultimi per le esposizioni verso attività problematiche, la raccolta e la leva finanziaria. In tale contesto, le istituzioni che hanno subito le pressioni maggiori sono state le principali banche di investimento (grafico II.10).

... fra cui in particolare Lehman Brothers, sono alle prese con i problemi più gravi

Agli inizi di settembre, allorché la tanto attesa iniezione di capitale a favore di Lehman Brothers non si è materializzata, la banca di investimento è stata oggetto di pressioni particolarmente intense. Gli spread sui CDS usati per assicurare il suo debito sono aumentati di quasi 200 punti base, a circa 500, inducendo l'agente di compensazione della banca a richiedere poteri aggiuntivi per ottenere il sequestro delle attività costituite in garanzia, e i creditori a breve termine a tagliare le linee di finanziamento. Martedì 9 settembre il titolo di Lehman Brothers, già depresso, ha perso il 45% ed è ulteriormente sceso il giorno successivo, quando sono stati pubblicati risultati deludenti per il terzo trimestre 2008. Malgrado il contestuale annuncio di piani di scorporo delle linee operative, la fiducia nella capacità della banca di procurarsi i finanziamenti di cui aveva urgente bisogno è venuta rapidamente a mancare. Ciò ha creato l'aspettativa che le autorità avrebbero cercato di mediare un'acquisizione, sulla falsariga di quella di Bear Stearns, durante il successivo fine settimana, il 13-14 settembre.

La crisi di fiducia

Terza fase: perdita di fiducia a livello mondiale (15 settembre-fine ottobre 2008)

Il fallimento di Lehman Brothers ...

Il punto critico è stato raggiunto lunedì 15 settembre, quando Lehman Brothers Holdings Inc. ha chiesto di essere ammessa alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11. Da quel momento, ciò che molti avevano sperato fosse semplicemente un episodio gestibile di turbolenza è sfociato in una vera e propria crisi mondiale. Improvvisamente, mentre i mercati erano in preda a un crescente disordine, sempre più istituzioni finanziarie si sono trovate esposte al rischio di insolvenza. La conseguente crisi di fiducia si è rapidamente estesa ad altri mercati e paesi, evidenziando chiaramente la necessità di ricalibrare gli interventi ufficiali dal sostegno di liquidità a misure di più ampia portata (comprese ricapitalizzazioni bancarie a livello di sistema). Nello stesso tempo, allorché i mercati emergenti hanno risentito del crollo delle esportazioni e dell'inasprimento delle condizioni creditizie è apparsa evidente la natura universale della crisi, e con essa la necessità di una risposta globale da parte delle autorità.

Per quanto riguarda il fallimento di Lehman Brothers, le preoccupazioni si erano concentrate sul ruolo di *broker* ed entità di riferimento (ossia fonte del rischio di insolvenza contro il quale gli acquirenti di protezione desiderano assicurarsi) ricoperto da questa banca nel mercato dei CDS. Nei fatti, ben più critiche sono risultate le esposizioni a fronte dei titoli di debito in essere

I fondi del mercato monetario amplificano l'instabilità all'indomani del fallimento di Lehman Brothers

La perdita di fiducia nei fondi del mercato monetario in dollari USA ha amplificato le tensioni finanziarie risultanti dal dissesto di Lehman Brothers nel settembre 2008. La presente analisi spiega perché la corsa al riscatto di questi fondi abbia coinciso con il deterioramento dei mercati interbancari mondiali.

La catena di eventi culminata nella corsa al riscatto dei fondi del mercato monetario

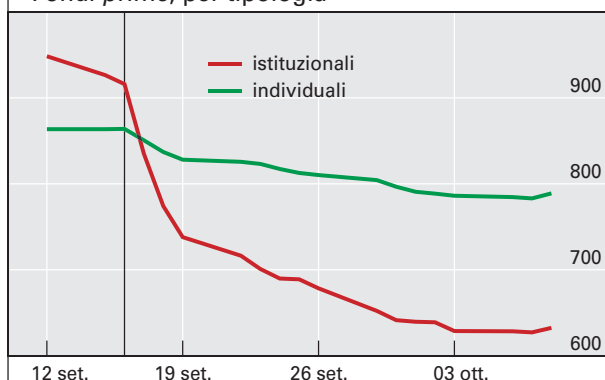
Come più ampiamente documentato nel Capitolo III, il fabbisogno complessivo di dollari USA delle banche non statunitensi costituiva una vulnerabilità latente nel sistema finanziario mondiale prima ancora dell'inizio della crisi. Le banche europee, in particolare, avevano fortemente accresciuto le loro attività in dollari durante il decennio precedente (a più di \$8 trilioni a metà 2007). Per giunta, tali attività superavano di oltre \$800 miliardi le passività stimate in dollari USA, il che implicava un parziale finanziamento in valute diverse da quelle utilizzate per gli impieghi e quindi un massiccio ricorso a strumenti come i riporti in cambi. Per finanziare le loro posizioni, le banche si sono anche rivolte direttamente ad altri mercati interbancari all'ingrosso e a fornitori non bancari di capitali a breve, quali i fondi del mercato monetario^①.

Mano a mano che il canale interbancario è andato prosciugandosi a partire da agosto 2007, le banche europee hanno utilizzato in misura crescente i riporti in cambi per ottenere dollari a fronte delle valute locali, e ciò ha sospinto il corrispondente costo del finanziamento ben al di sopra del già elevato tasso Libor sul dollaro (grafico II.4, diagramma centrale). In presenza di tali tensioni sui mercati interbancari, per le banche non statunitensi è diventato essenziale preservare l'accesso ad altre fonti di finanziamento in dollari e soprattutto a quella di dimensioni maggiori, ossia i fondi comuni del mercato monetario denominati in tale divisa. Gran parte dei fondi che acquistano titoli privati (cosiddetti fondi *prime*) effettua ingenti investimenti in emissioni non statunitensi. Dai bilanci dei 15 principali fondi di questo tipo, con attivi complessivamente superiori al 40% del totale di categoria, emerge che a metà 2008 i loro portafogli erano investiti per la metà in banche non USA (per circa l'85% banche europee). Tali investimenti raggiungevano un valore stimato di \$1 trilione (su un totale di oltre \$2 trilioni di attivi), pari a più del 15% delle passività totali stimate in dollari delle banche europee verso soggetti non bancari.

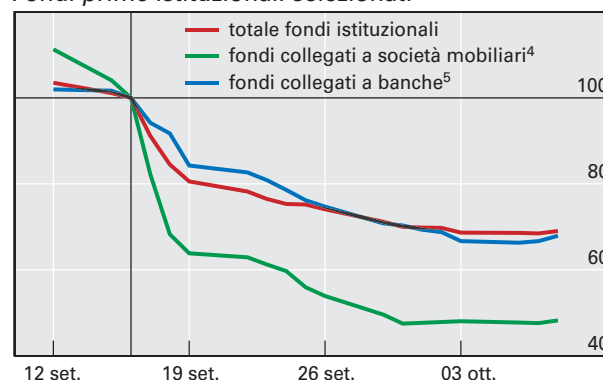
Fino a settembre 2008 i finanziamenti in dollari hanno continuato ad affluire, e i fondi monetari USA paiono aver accresciuto i loro investimenti nelle banche di altri paesi durante il periodo immediatamente

Attività dei fondi *prime* del mercato monetario statunitense

Fondi *prime*, per tipologia^{1,2}



Fondi *prime* istituzionali selezionati^{2,3}



¹ In miliardi di dollari USA. ² La linea verticale indica il 16 settembre 2008, data immediatamente successiva alla richiesta di ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11 da parte di Lehman Brothers, e corrispondente all'annuncio da parte di Reserve Management Co. che le quote sia del suo fondo più importante sia del suo fondo caraibico valevano meno di un dollaro. ³ 16 settembre 2008 = 100. ⁴ Goldman Sachs, Merrill Lynch e Morgan Stanley. ⁵ Bank of America (Columbia), Bank of New York (Dreyfus), Barclays, JPMorgan Chase, State Street, Wachovia (Evergreen) e Wells Fargo.

Fonti: Crane Data; elaborazioni BRI.

Grafico II.A

precedente il fallimento di Lehman Brothers. I loro attivi sono fortemente cresciuti nella misura in cui gli investitori hanno liquidato posizioni a breve meno sicure. Le banche non statunitensi hanno tratto beneficio dal fatto che i gestori dei fondi *prime* stessero adottando un mix di portafoglio meno rischioso, privilegiando i certificati di deposito (CD) a scapito della *commercial paper* (CP). Tale riallocazione fa ritenere che questi fondi abbiano potenziato il loro ruolo di fornitori di finanziamenti in dollari su base non garantita alle banche non USA, data l'assai maggiore incidenza nei loro portafogli di tali banche in quanto emittenti di CD piuttosto che di CP. Nello stesso tempo, essa implicava altresì che un'eventuale corsa al disinvestimento dai fondi monetari in dollari si sarebbe inevitabilmente tradotta in difficoltà di finanziamento per le banche europee.

La corsa al disinvestimento dai fondi monetari USA

Il 16 settembre (il giorno dopo il fallimento di Lehman Brothers) Reserve Management Co., gestore della famiglia di fondi cresciuta più rapidamente negli anni precedenti, ha annunciato che a causa delle perdite sui titoli di Lehman il valore delle quote unitarie del suo fondo principale Reserve Primary e di quello caraibico era sceso rispettivamente a 97 e 91 centesimi di dollaro. Reserve Primary è stato quindi il primo grande fondo a scendere al disotto dell'unità ("break the buck") e solo il secondo nella storia di tutti i fondi del mercato monetario. Ciò ha scatenato un'ondata diffusa ma differenziata di richieste di rimborso delle quote, del tutto simile a una corsa agli sportelli bancari. Reserve Primary ha ricevuto richieste di riscatto pari a \$25 miliardi il 15 settembre e a ulteriori \$35 miliardi al 19 settembre, per un totale di \$60 su 62 miliardi. Pur senza scendere al disotto dell'unità, lo U.S. Government Fund di Reserve Management (con attivi per \$10 miliardi) è stato chiamato a rimborsare circa \$6 miliardi. Richieste di riscatto sono pervenute anche ad altri fondi *prime*, mentre si registravano flussi verso i cosiddetti "fondi governativi", che investono principalmente in obbligazioni emesse o garantite dal Governo degli Stati Uniti e dalle sue agenzie².

I soggetti istituzionali hanno disinvestito molto più rapidamente dei privati. Il mercoledì e giovedì successivi al 16 settembre, giorno in cui Reserve Primary era sceso al disotto dell'unità, gli investitori istituzionali hanno liquidato \$142 miliardi di posizioni in 102 fondi *prime* istituzionali, corrispondenti al 16% degli attivi totali degli stessi (grafico II.A, diagramma di sinistra). In quegli stessi giorni hanno acquistato quote per \$54 miliardi in fondi governativi, facendone aumentare gli attivi in percentuale analoga. I privati hanno venduto quote di fondi *prime* per soli \$27 miliardi, pari al 3%, e investito in fondi governativi \$34 miliardi su base netta.

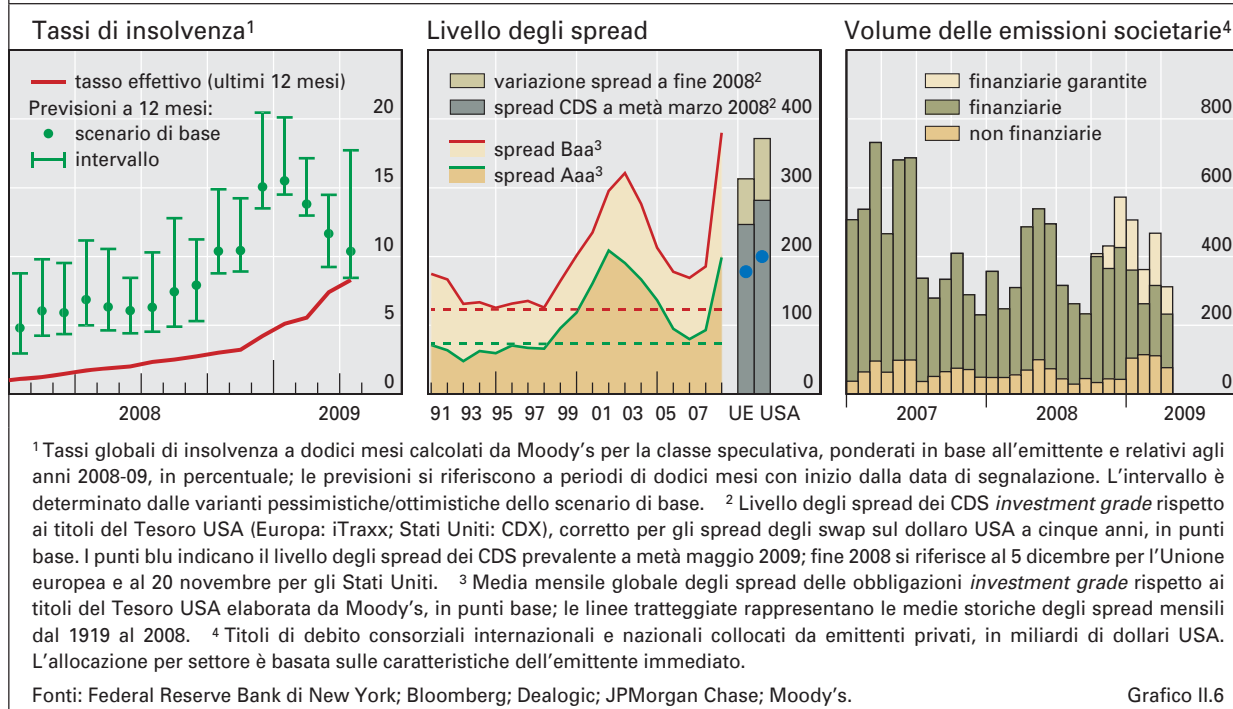
I rimborsi maggiori sono stati richiesti ai fondi *prime* istituzionali gestiti da quegli operatori mobiliari superstiti e piccoli gestori indipendenti di cui gli investitori mettevano in dubbio la capacità operativa. Nelle suddette due giornate i principali fondi istituzionali gestiti dalle tre maggiori società di intermediazione immobiliare hanno ricevuto domande di riscatto comprese tra il 20 e il 38% degli attivi, ben al disopra della media del 16%; i volumi richiesti ai principali fondi gestiti dalle affiliate di sette importanti banche hanno invece oscillato tra il 2 e il 17% degli attivi (grafico II.A, diagramma di destra).

La fuga verso la sicurezza (evidenziata sia dalla maggiore preferenza per i fondi governativi sia dalla ricomposizione dei portafogli) ha fatto crescere la domanda di obbligazioni del Tesoro, titoli di agenzie e contratti pronti contro termine (PcT) a scapito della CP e dei CD bancari. La quota dei PcT sul totale delle attività dei fondi *prime*, pari all'11%, non è stata in molti casi sufficiente a soddisfare neanche le richieste di rimborso pervenute nei primi due giorni. La liquidazione di tali contratti ha allungato le scadenze medie e indotto i fondi a reinvestire soltanto a brevissimo termine.

L'ondata di richieste di rimborso che ha investito i fondi del mercato monetario ha pertanto rischiato di estendersi prima al mercato della CP e poi a quello dei CD (nonché, di conseguenza, alle banche non statunitensi), destabilizzando i già tesi mercati mondiali del credito bancario. Le risposte ufficiali volte ad arrestare la corsa ai riscatti, e la misura in cui hanno determinato una sostituzione di capitali privati con capitali pubblici, sono descritte nel Capitolo VI.

² Cfr. P. McGuire e G. von Peter, "La carenza di dollari USA nel sistema bancario mondiale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009. ³ Cfr. N. Baba, R. McCauley e S. Ramaswamy, "I fondi comuni del mercato monetario in dollari e le banche non statunitensi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009.

Tassi di insolvenza, livello degli spread creditizi e volume delle emissioni



di Lehman Brothers. Tre eventi hanno concorso a proteggere gli operatori sul mercato dei CDS dal fallimento della banca. In primo luogo, domenica 14 settembre, alla vigilia della richiesta di ammissione alla procedura concorsuale è stata organizzata una seduta di contrattazione speciale con l'obiettivo di aiutare i principali *dealer* in CDS a compensare le posizioni in cui Lehman Brothers fungeva da controparte e a ribilanciare i propri conti tramite la sostituzione di tali posizioni. In secondo luogo, il 16 settembre AIG, grande compagnia assicurativa con posizioni nozionali in CDS (spesso operazioni di tipo assicurativo *monoline* aventi come controparte le banche clienti) stimate a oltre \$440 miliardi, ha ottenuto sostegno finanziario dal governo. Il piano di sostegno, che sarebbe stato ripetutamente ristrutturato e ampliato nei mesi successivi, ha evitato il fallimento disordinato della società. Esso ha inoltre fatto sì che i rischi connessi con i CDS non ricadessero sui bilanci della clientela in un contesto già fragile. In terzo luogo, le esposizioni verso CDS riferiti a Lehman Brothers sono risultate minori di quanto temuto e hanno comportato in definitiva regolamenti netti relativamente modesti (circa \$5,2 miliardi), che hanno potuto essere liquidati senza problemi a fine ottobre. Di conseguenza, l'infrastruttura di mercato dei CDS ha tenuto piuttosto bene. Ciò nonostante, l'opacità del mercato ha acuito le incertezze concernenti l'azione delle autorità nelle giornate immediatamente precedenti la dichiarazione di fallimento e ha esacerbato le tensioni già esistenti sui mercati della provvista⁴. Questi ultimi hanno risentito delle perdite sulle esposizioni dei fondi comuni del mercato monetario verso titoli a breve e a medio termine emessi da Lehman Brothers.

... fa impennare il rischio di controparte ...

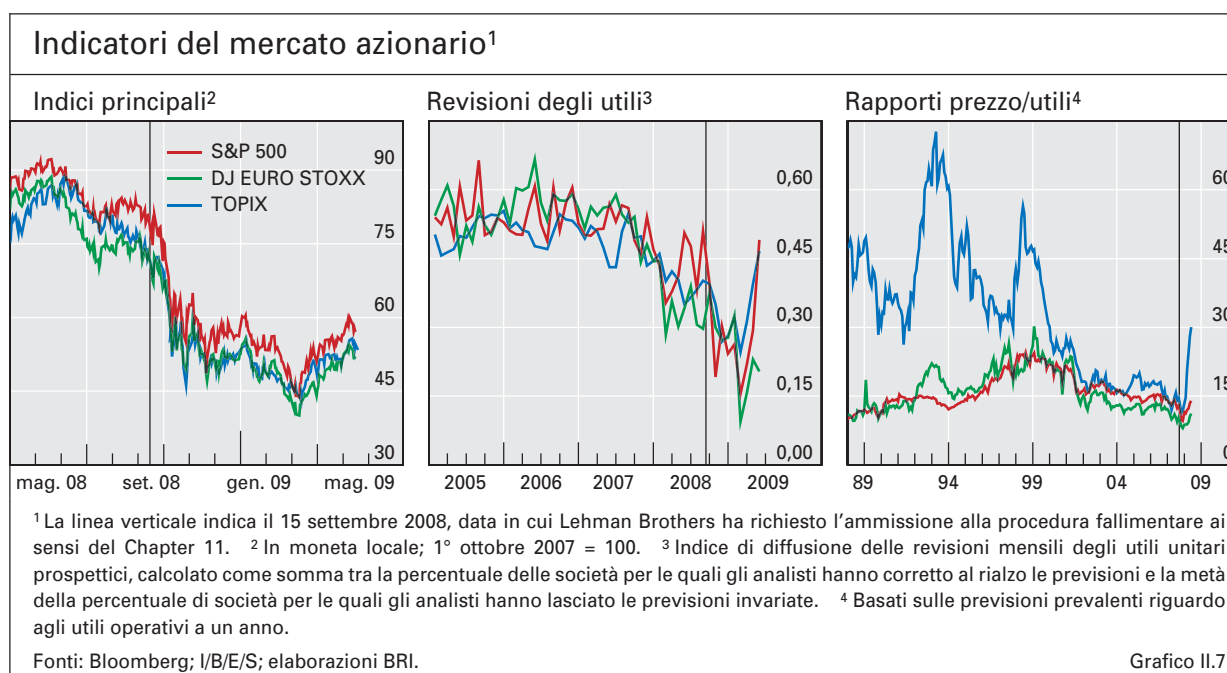
⁴ Per una descrizione più dettagliata, cfr. il "Quadro generale degli sviluppi", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2008, pagg. 7-9.

La natura sistemica di queste esposizioni è emersa quando Reserve Primary, un importante fondo statunitense, ha stralciato dal bilancio oltre \$780 milioni di passività di Lehman Brothers (cfr. il riquadro). Reserve Primary è stato così il primo importante fondo a notificare un valore del patrimonio netto unitario inferiore a un dollaro (“break the buck”). Ciò ha a sua volta scatenato negli Stati Uniti la richiesta di un volume senza precedenti di riscatti di quote di fondi comuni del mercato monetario, di fatto una “corsa agli sportelli”, costringendo i gestori a liquidare attività in mercati sostanzialmente illiquidi. Benché non abbiano interessato tutti i fondi nella stessa misura, le tensioni si sono rapidamente propagate ai mercati della *commercial paper* (CP) e dei certificati di deposito bancari nei quali i fondi del mercato monetario sono un gruppo fondamentale di investitori. Il segmento della CP non garantita ha registrato i deflussi maggiori: tra il 10 settembre e il 22 ottobre i volumi di CP in essere negli Stati Uniti sono calati di oltre \$325 miliardi, da un totale di circa \$1,76 trilioni (grafico II.4, diagramma di destra). Le banche estere e le istituzioni statunitensi senza una base di depositi al dettaglio hanno quindi perso l’accesso a un’importante fonte di finanziamento in un momento in cui dovevano sostenere (o assumersi in bilancio) i fondi del mercato monetario da loro patrocinati. Pertanto la domanda di dollari USA sul mercato interbancario è aumentata enormemente, causando un blocco pressoché totale dei mercati monetari e del credito a breve termine.

... mentre la crisi che investe i fondi del mercato monetario ...

... si propaga rapidamente al resto del sistema finanziario

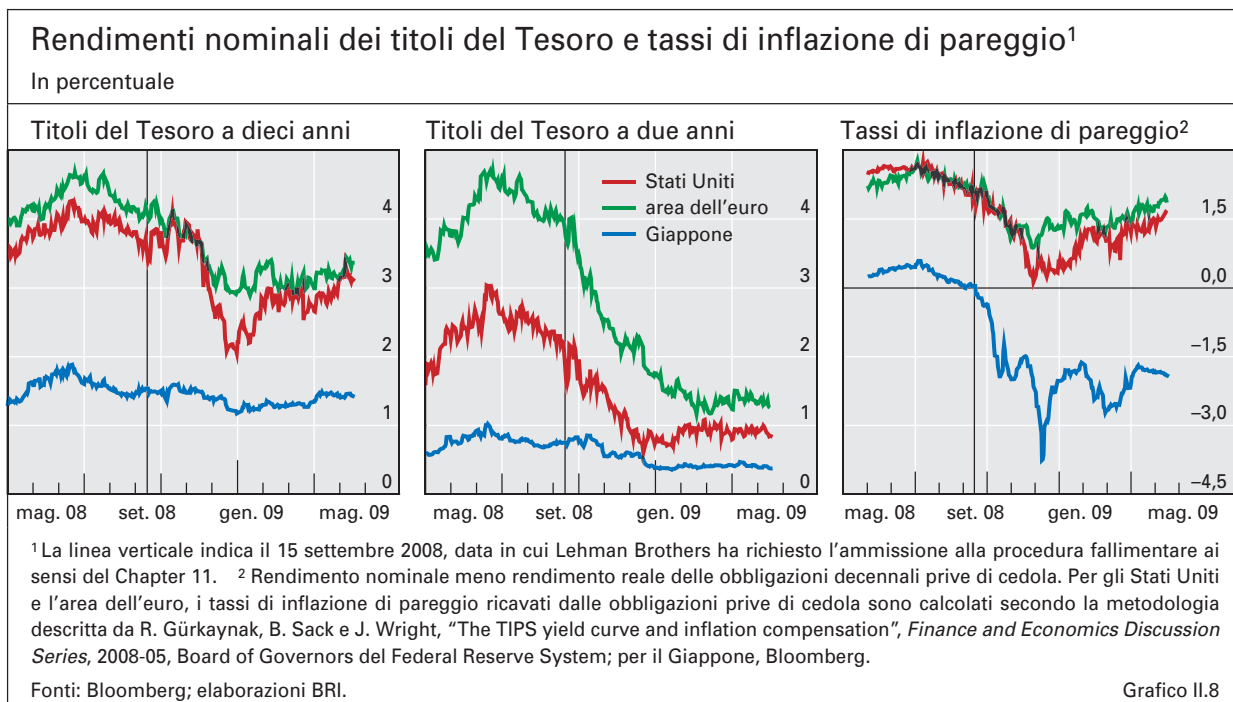
Le conseguenti turbative si sono rapidamente trasmesse al sistema finanziario mondiale. La corsa delle banche per accaparrarsi liquidità ha determinato un forte aumento degli spread Libor-OIS in dollari, dal livello già elevato di circa 80 punti base agli inizi di settembre a quasi 250 punti alla fine dello stesso mese. Gli andamenti in altri mercati, come quelli dell’euro e della sterlina, hanno mostrato analoghi segni di disfunzione. Le tensioni sono apparse particolarmente evidenti nel caso dei riporti in cambi, dove l’aumento



degli spread creditizi del settore finanziario e la forte espansione della domanda mondiale di dollari USA hanno portato il costo implicito della moneta statunitense a livelli storicamente elevati in rapporto al Libor (grafico Il.4). Con l'improvviso diffondersi di dubbi circa la solvibilità di importanti operatori e l'impennata del rischio di controparte percepito dal mercato, nella sola giornata del 15 settembre lo spread sull'indice di riferimento USA dei CDS di qualità *investment grade* ha segnato un balzo di 42 punti base e quello corrispondente del comparto ad alto rendimento di 118 punti (grafico Il.3). Negli altri principali mercati gli spread creditizi hanno subito variazioni analoghe in sintonia con gli andamenti nel mercato statunitense. Il giorno del fallimento di Lehman Brothers i corsi azionari hanno perso circa il 4% sia negli Stati Uniti che in Europa e hanno continuato a calare fino al 17 settembre (grafico Il.7).

In un contesto di acute pressioni sistemiche, i responsabili delle politiche hanno intensificato il ritmo delle loro iniziative e ne hanno ampliato la portata. Il 18 settembre la banca britannica HBOS è stata costretta a una fusione mediata dal governo con una delle sue concorrenti. Al contempo, le autorità del Regno Unito hanno cercato di allentare le pressioni sui titoli finanziari sospendendone la vendita allo scoperto, una mossa emulata il giorno seguente dalle autorità statunitensi. Oltre a ciò, le principali banche centrali hanno reagito con una nuova serie di misure concertate per sopperire alla penuria di finanziamenti a breve in dollari USA. A questi interventi ha fatto seguito, il 19 settembre, l'annuncio da parte del Tesoro USA di una garanzia temporanea destinata agli investitori nei fondi del mercato monetario nell'intento di arrestare l'ondata dei ritiri di capitale da questi intermediari. I riscatti sono effettivamente diminuiti e le attività totali dei fondi comuni USA sono infine ritornate ai livelli precedenti il 15 settembre.

Nonostante una prima tornata di iniziative ufficiali ...



... le pressioni sul settore finanziario non si attenuano ...

Dopo la reazione iniziale al fallimento di Lehman Brothers i mercati si sono ripresi, ma le pressioni sulle banche e su altre società finanziarie non sono diminuite. Grazie alle prime indicazioni di un progetto statunitense del valore di \$700 miliardi volto a rimuovere le attività problematiche dai bilanci delle istituzioni finanziarie, gli spread creditizi sono temporaneamente ridiscesi dai massimi toccati nei giorni precedenti. Anche i mercati azionari hanno segnato una ripresa, favorita in parte dal recente divieto di vendita allo scoperto. Il 19 settembre l'indice S&P 500 ha recuperato il 4%, con rialzi ancor maggiori messi a segno dai titoli di varie importanti banche, mentre lo stesso giorno le borse europee hanno guadagnato oltre l'8%. Nondimeno, domenica 21 settembre le autorità degli Stati Uniti hanno autorizzato le banche di investimento Goldman Sachs e Morgan Stanley a trasformarsi in gruppi bancari, una mossa intesa ad arrestare i continui trasferimenti di posizioni e i deflussi di fondi della clientela verso parti terze. La settimana successiva le stesse autorità hanno acquisito la cassa di risparmio Washington Mutual.

... inducendo sempre più governi ad adottare programmi di sostegno

La prova ultima della profondità e dell'ampiezza della crisi si è avuta lunedì 29 settembre, quando le autorità di vari paesi europei hanno dovuto fronteggiare le minacce che incombevano sulla stabilità di diverse istituzioni dei rispettivi sistemi bancari. Dopo varie trattative nel corso del fine settimana, il governo britannico ha deciso di nazionalizzare la società di credito immobiliare Bradford & Bingley, mentre il gruppo bancario-assicurativo Fortis ha ottenuto un'iniezione di capitale congiunta da tre paesi europei. Lo stesso giorno la società tedesca di credito immobiliare non residenziale Hypo Real Estate ha ricevuto una linea di credito sotto l'egida governativa, cui si sono in seguito aggiunte ulteriori misure di sostegno.

Viene meno la fiducia nella solidità delle banche ...

Queste iniziative ufficiali non hanno tuttavia ripristinato la fiducia nella stabilità del sistema bancario, poiché l'attenzione dei mercati finanziari era ormai chiaramente focalizzata sulla necessità di un'azione ufficiale di ampio raggio. Nel corso dello stesso 29 settembre, quando la Camera dei Rappresentanti USA ha respinto la prima versione del piano proposto dal Tesoro a sostegno del settore finanziario (poi approvato e convertito in legge nella sua versione emendata alla fine di quella settimana), la reazione dei mercati è stata rapida: l'S&P 500 è calato dell'8,8%, ancora una volta trainato dai titoli finanziari, e altri indici hanno registrato flessioni analoghe che si sarebbero tradotte a fine ottobre in perdite cumulate del 30% circa. Anche i mercati creditizi hanno subito pressioni estreme, e gli spread sui principali indici CDS sono balzati a livelli superiori ai massimi dei giorni immediatamente successivi al fallimento di Lehman Brothers. I rendimenti sui titoli di Stato a più lunga scadenza sono diminuiti (grafico II.8) e gli indici di volatilità delle varie classi di attività hanno registrato un'impennata (grafico II.5) mano a mano che l'aggravarsi della crisi provocava una generale fuga verso la qualità.

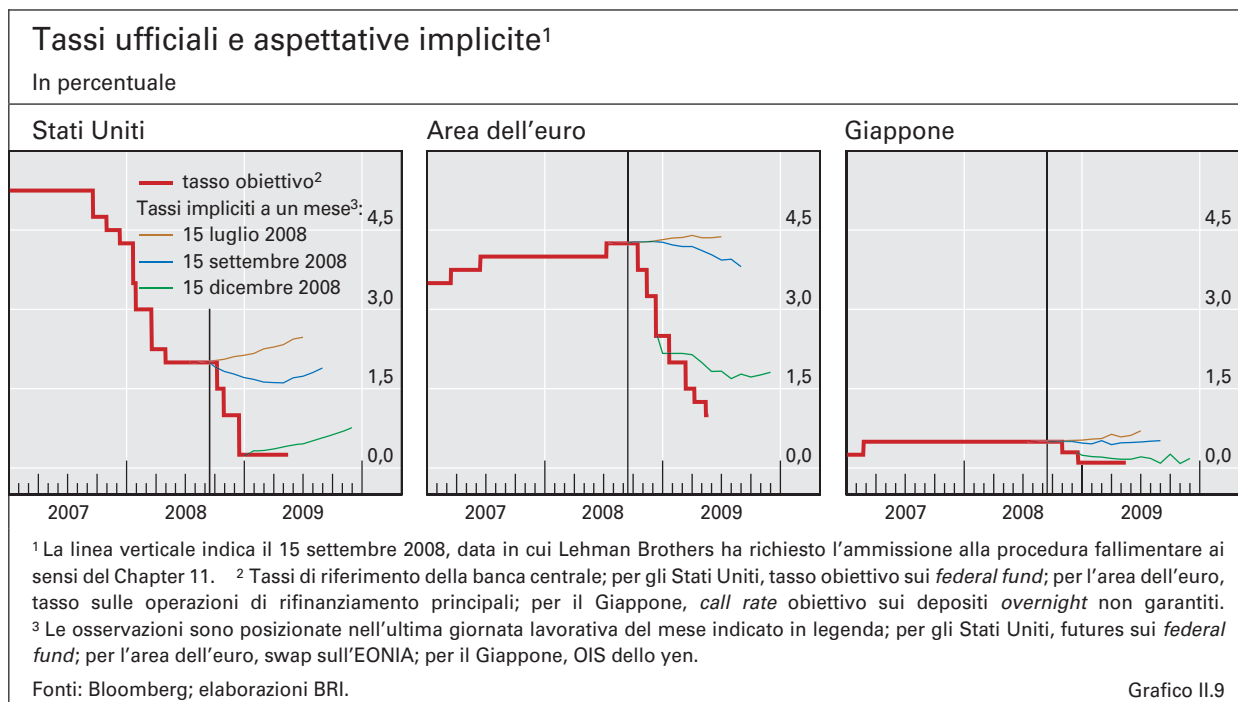
... su scala mondiale ...

Le economie emergenti sono state sempre più risucchiate nel vortice della turbolenza, anche se la loro esposizione diretta alle attività deteriorate era notoriamente limitata. Dopo aver registrato una performance superiore a quella dei corrispondenti titoli dei paesi industriali tra l'inizio della crisi (agosto 2007) e il maggio 2008, i titoli dei mercati emergenti misurati dall'indice MSCI hanno perso circa il 28% in termini di moneta locale (contro una flessione di

circa il 12% dell'S&P 500) tra metà maggio e il giorno precedente il fallimento di Lehman Brothers. Fino ad allora le perdite erano state indotte in larga misura dalle implicazioni della crisi per la domanda di esportazioni, sia direttamente sia tramite l'impatto della minore domanda sui prezzi delle materie prime (Capitolo V). Dopo il fallimento di Lehman Brothers, le attività dei mercati emergenti in generale si sono ulteriormente indebolite, in quanto i dubbi sulla solidità dei sistemi bancari delle principali economie hanno suscitato timori riguardanti a un tempo il tracollo della crescita mondiale, il ribasso delle materie prime e la disponibilità di fonti esterne di finanziamento. Di conseguenza, i differenziali sul debito sovrano si sono ampliati drasticamente, e i valori di borsa, precipitati in parallelo con quelli delle economie industriali, hanno segnato un declino sensibilmente superiore rispetto ai precedenti periodi di turbolenza (grafico II.11).

Benché le pressioni siano state particolarmente intense per i paesi che gli investitori consideravano più vulnerabili, nel corso di ottobre sono emersi segnali di vendite più generalizzate. Agli inizi del mese si sono manifestati timori circa l'accesso al finanziamento estero allorché il tracollo quasi contemporaneo di tre banche islandesi ha indotto gli investitori internazionali a riconsiderare le proprie esposizioni verso le economie che presentavano ampi disavanzi correnti e un corrispondente elevato fabbisogno di finanziamento, comprese quelle dell'Europa centrale e orientale (Capitolo V). Negli ultimi anni una parte cospicua degli afflussi di capitali verso le economie con sistemi bancari a predominanza estera – e il conseguente accesso a un'ampia base di depositi in valuta – era stata destinata all'erogazione di prestiti a imprese e famiglie in monete diverse da quella locale. Ora i finanziatori erano più restii a rinnovare i prestiti in essere o a erogarne di nuovi. Inoltre, dal momento che segmenti fondamentali del sistema finanziario mondiale

... e le attività dei mercati emergenti ...



... subiscono un'ondata crescente di vendite

avevano cessato di funzionare, il crollo dei prezzi delle attività nei paesi industriali ha originato in misura crescente pesanti deflussi bancari e di portafoglio dai mercati emergenti. Le pressioni sui corsi delle attività si sono notevolmente accresciute e con esse la volatilità di mercato. Ciò ha accelerato l'ondata di vendite, nonostante gli interventi attuati dalle banche centrali delle economie emergenti per potenziare le operazioni di prestito in moneta locale ed estera e l'annuncio di garanzie totali o parziali sui depositi bancari in diversi paesi. L'indice MSCI dei mercati emergenti ha così perso circa il 40% rispetto al livello immediatamente precedente il fallimento di Lehman Brothers, scendendo su valori non più osservati dall'ottobre 2004.

La crisi di fiducia si arresta ...

A metà ottobre 2008, mentre la serie di iniziative senza precedenti prese dalle autorità di varie economie andava sempre più configurandosi come un approccio congiunto, dai mercati sono infine provenute indicazioni secondo cui la crisi di fiducia era stata arginata. L'8 ottobre le autorità del Regno Unito hanno annunciato misure di vasta portata per ricapitalizzare le banche britanniche. Questa iniziativa è stata seguita da una tornata inedita di riduzioni coordinate dei tassi ufficiali da parte di sei importanti banche centrali, fra cui la BCE, la Bank of England e la Federal Reserve. L'azione tesa ad attuare ulteriori misure su ampia scala è proseguita nelle settimane successive: il 13 ottobre, ad esempio, la Federal Reserve e altre importanti banche centrali hanno ampliato le linee di swap esistenti, in modo da rendere disponibili quantità illimitate di fondi in dollari USA. Lo stesso giorno i paesi appartenenti all'area dell'euro hanno annunciato congiuntamente l'estensione di garanzie e iniezioni di capitale volte a stabilizzare il settore bancario. A ciò ha fatto seguito, il 14 ottobre, la notizia che il Tesoro USA avrebbe destinato alla ricapitalizzazione di grandi banche una parte (\$250 miliardi) del pacchetto di salvataggio finanziario di \$700 miliardi precedentemente approvato. Poiché un volume ingente di passività senior delle istituzioni finanziarie era stato di fatto trasformato in debito quasi-pubblico, gli investitori hanno reagito facendo scendere gli spread delle società del settore finanziario dai picchi già toccati durante il periodo in rassegna (grafico II.10, diagramma di sinistra).

... sulla scia di interventi ufficiali coordinati ...

... e nei mercati emergono segnali di un allentamento delle pressioni

Segni di allentamento delle pressioni sono emersi anche in altri mercati. Lo spread Libor-OIS in dollari a tre mesi, che il 10 ottobre era salito a un massimo di 364 punti base, è andato costantemente calando fino a scendere al di sotto dei 100 punti base a gennaio 2009 (grafico II.4, diagramma di sinistra). Gli spread Libor-OIS dell'euro e della sterlina hanno seguito un profilo analogo, a indicazione che i mercati interbancari avevano iniziato a stabilizzarsi. Nel contempo, i principali indici azionari hanno mostrato un recupero temporaneo, risalendo dai minimi di fine ottobre. Anche le condizioni nei mercati emergenti si sono stabilizzate dopo che una serie di paesi è riuscita a ottenere aiuti dall'FMI e da altri organismi internazionali, e in seguito alla notizia, il 29 ottobre, che la Federal Reserve aveva istituito linee di swap in dollari USA con le autorità monetarie di importanti mercati emergenti. I prezzi delle attività hanno tuttavia continuato a risentire delle vulnerabilità a livello di singoli paesi, un aspetto che ha contribuito all'andamento relativamente sfavorevole degli indici del mercato creditizio e azionario nei paesi emergenti europei (grafico II.11, diagrammi di sinistra e centrale).

Ricadute macroeconomiche e finanziarie a livello mondiale

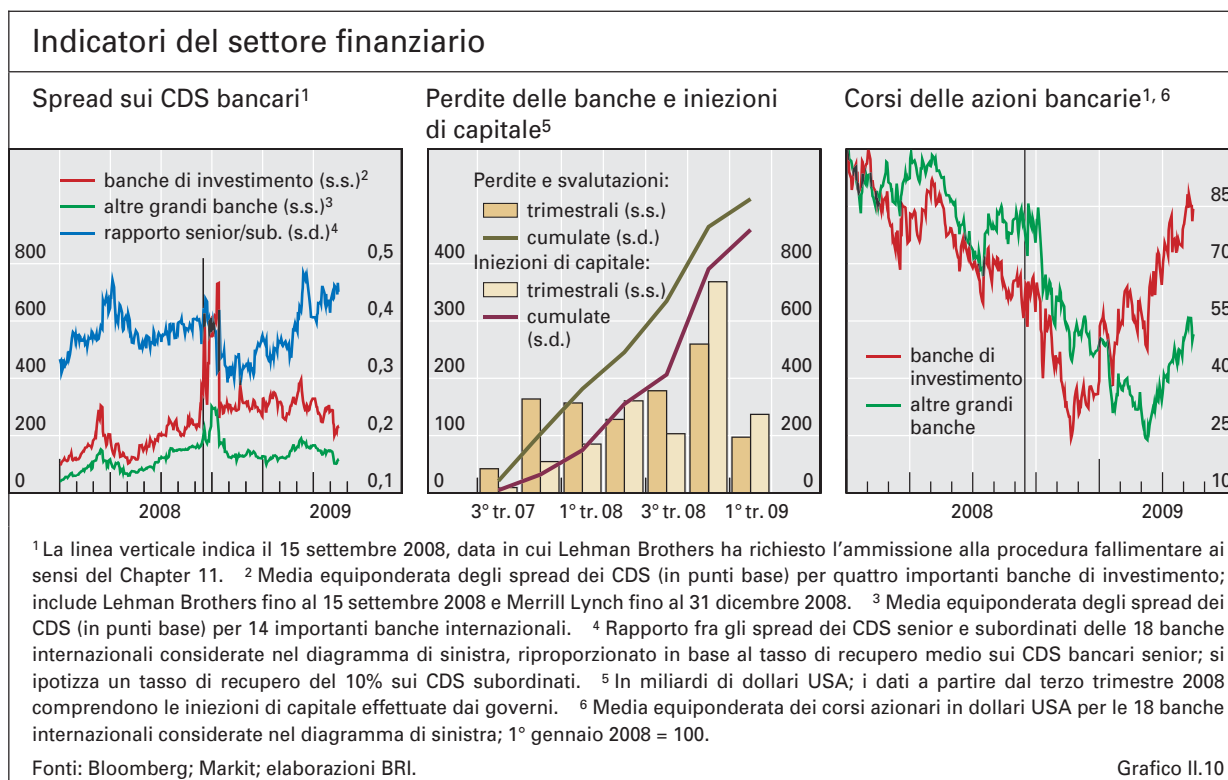
Quarta fase: l'attenzione degli investitori si focalizza sul rallentamento economico mondiale (fine ottobre 2008-metà marzo 2009)

La fase successiva della crisi, iniziata a fine ottobre, è stata contraddistinta dalle incertezze riguardanti sia la stabilità del settore finanziario sia la probabilità di un aggravamento della recessione mondiale. Benché la crisi globale di fiducia si fosse arrestata, le autorità hanno continuato ad attuare interventi su scala internazionale per agevolare il funzionamento dei mercati e mitigare gli effetti della rapida contrazione dell'economia. Ciò nonostante, poiché molti dettagli restavano in attesa di definizione, sono sorti interrogativi circa la concezione, l'impatto e la coerenza di tali interventi. I mercati finanziari sono stati quindi turbati dalla pubblicazione di dati macroeconomici e segnalazioni sugli utili societari sempre più deludenti, pur attraversando brevi periodi di ottimismo, spesso in risposta all'annuncio di ulteriori azioni ufficiali.

I timori di recessione hanno prodotto un chiaro influsso sui rendimenti dei titoli di Stato, che a novembre e dicembre hanno continuato a calare. Le riduzioni dei tassi ufficiali e la fuga verso la sicurezza hanno fatto diminuire drasticamente i rendimenti a due anni delle obbligazioni statunitensi e dell'area dell'euro, portandoli rispettivamente al di sotto dell'1 e 2% a metà dicembre (grafico II.8, diagramma centrale). Il 30 dicembre i rendimenti decennali USA hanno a loro volta toccato un minimo prossimo al 2,05% (il precedente record, stabilito nel 1941, era del 2,10% circa). In linea con tale configurazione dei rendimenti, le attese circa l'evoluzione a breve termine dei tassi ufficiali sono state riviste al ribasso. Nel contempo, i prezzi dei futures sui *federal fund* indicavano che negli Stati Uniti le aspettative erano orientate verso un livello

I timori di recessione balzano in primo piano ...

... mentre i rendimenti subiscono spinte al ribasso ...



... le aspettative di inflazione vengono riviste ...

basso e sostanzialmente stabile dei tassi ufficiali per gran parte del 2009, coerente con le previsioni di una crescita depressa o negativa nei trimestri successivi. Nell'area dell'euro i prezzi degli swap di tasso di interesse segnalavano le attese di un'ulteriore riduzione dei tassi di riferimento della BCE nei dodici mesi a venire, anche in considerazione del ritmo relativamente moderato con cui i tassi erano stati ritoccati dall'inizio della crisi. In Giappone i rendimenti a termine incorporavano le aspettative di tassi ufficiali invariati per gran parte del 2009, dopo la riduzione di fine ottobre 2008. I tassi di inflazione di pareggio (dati dalla differenza di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione) erano a loro volta in linea con le attese di una rapida disinflazione, soprattutto sugli orizzonti più brevi. Nello stesso tempo, il profilo dei tassi di pareggio a lungo termine sembrava riflettere soprattutto fattori tecnici, quali la preferenza per la liquidità offerta dai titoli del Tesoro nominali rispetto a quelli indicizzati. Introducendo una distorsione pessimistica, questi fattori tecnici hanno quindi limitato l'utilità dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine quali indicatori delle aspettative di inflazione (grafico II.8, diagramma di destra)⁵.

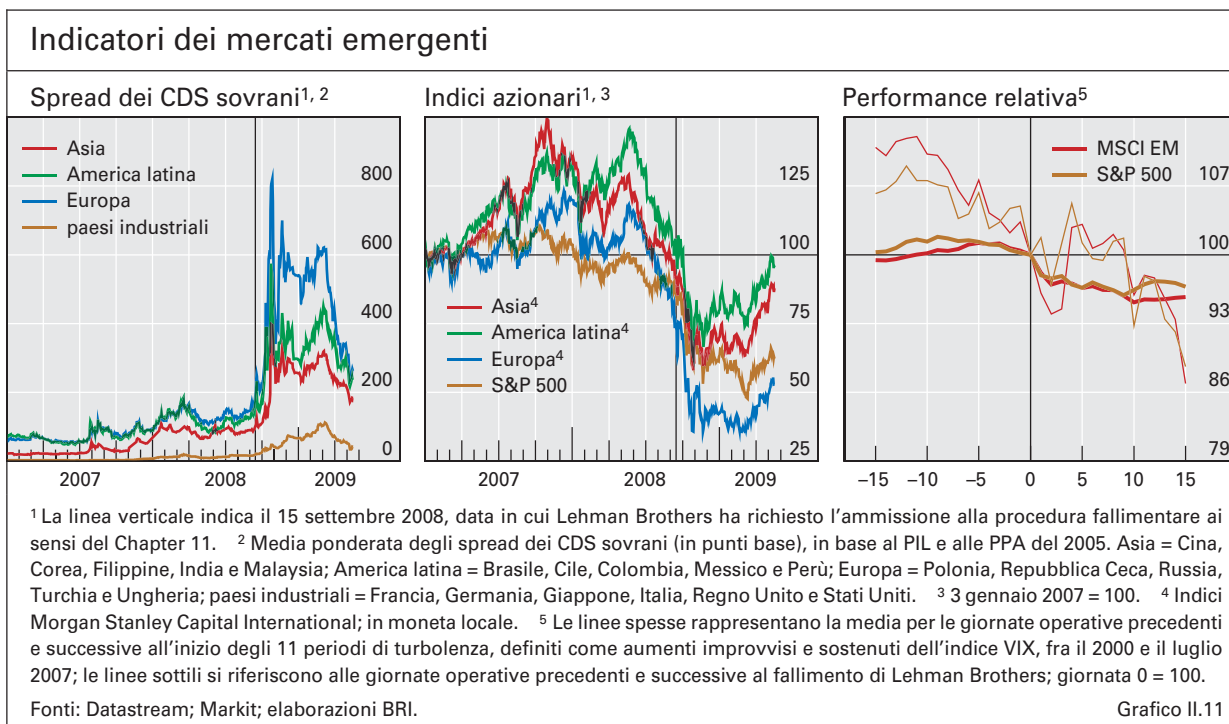
Sia i mercati creditizi sia quelli azionari hanno registrato una lieve ripresa all'inizio del nuovo anno, quando le misure ufficiali precedentemente adottate hanno cominciato a esplicitare i loro effetti. Un esempio di timida normalizzazione indotta dall'azione delle autorità in un mercato fortemente perturbato è dato dal settore USA delle cartolarizzazioni, dove gli spread su obbligazioni e MBS emessi dalle agenzie, oltre che sui titoli garantiti da prestiti al consumo, si sono ristretti in risposta a una serie di misure di sostegno annunciate dalla Federal Reserve dopo il primo intervento del 25 novembre (grafico II.2, diagramma di destra).

... e i prezzi delle attività sono trascinati verso il basso

Tuttavia, quando a gennaio 2009 la portata del rallentamento economico mondiale si è manifestata in tutta la sua evidenza, i prezzi delle attività finanziarie sono stati ancora una volta trascinati verso il basso. Sullo sfondo della pubblicazione di dati deludenti per il quarto trimestre, in base ai quali il cedimento dell'attività economica risultava il più grave da decenni (cfr. il Capitolo IV per maggiori dettagli), i mercati hanno ripreso a flettere. I principali indici azionari sono calati sulla scia del deterioramento degli utili e hanno continuato a ridursi fino a marzo, portandosi al disotto dei minimi di novembre (grafico II.7, diagrammi di sinistra e centrale): il 9 marzo l'S&P 500 è sceso a circa 676 punti, un livello non più toccato dall'ottobre 1996. Anche i mercati creditizi sono tornati a indebolirsi, dal momento che la contrazione economica in atto prefigurava un ulteriore peggioramento della qualità dei crediti. Il rialzo particolarmente forte degli spread giapponesi (grafico II.3, diagramma di sinistra) è stato amplificato sia da effetti connessi alla composizione degli indici in termini di settore o di merito creditizio, sia dalla scarsa liquidità del mercato.

Pressioni analoghe hanno interessato le economie emergenti. I dati sul PIL del quarto trimestre confermavano l'impatto sempre maggiore della crisi finanziaria nei paesi, soprattutto asiatici, che fino ad allora avevano fatto

⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. il "Quadro generale degli sviluppi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009, pagg. 11-12.



affidamento sulle esportazioni per sostenere la crescita. Il PIL della Corea risultava sceso di oltre il 3% su base annua, e la Cina registrava un rallentamento della crescita superiore a 4 punti percentuali, in parte per effetto della minore domanda di esportazioni (per ulteriori dettagli, cfr. il Capitolo V). Considerati i problemi del settore finanziario, il collasso dell'interscambio è stato probabilmente esacerbato dai timori per il rischio di controparte nutriti dalle banche attive nel credito al commercio estero e dalle connesse turbative nei flussi creditizi netti tra paesi esportatori e importatori. Il crollo delle esportazioni ha a sua volta causato un calo dei prezzi delle attività. Ciò nonostante, rispetto alla crisi di fiducia di settembre e di inizio ottobre 2008, gli andamenti nei diversi paesi e regioni sono stati più differenziati (grafico Il.11, diagrammi di sinistra e centrale). Ciò ha concorso ad attutire l'impatto sugli indici azionari generali dei mercati emergenti, che durante questa quarta fase della crisi hanno complessivamente registrato una performance migliore di quelli dei paesi industriali. Ad esempio, l'indice MSCI riferito a tali mercati, pur essendosi indebolito dai primi di gennaio, non è ridisceso ai minimi di fine ottobre poiché l'andamento sfavorevole delle economie emergenti europee è stato controbilanciato da quello di altre aree geografiche (grafico Il.11, diagramma centrale).

Anche nei paesi industriali i perduranti problemi del settore finanziario sono stati in parte all'origine del rinnovato indebolimento dei mercati azionari e creditizi. Agli inizi del 2009 è emerso che, nonostante le iniezioni di capitali pubblici e privati per un totale di \$925 miliardi dal terzo trimestre 2007 (grafico Il.10, diagramma centrale), la stabilità del settore non era stata ripristinata su base durevole. Per arginare le perdite di una grande banca tedesca, l'8 gennaio il governo ha predisposto un piano di salvataggio, e misure analoghe sono state adottate in vari altri paesi europei e negli Stati Uniti.

Il crollo delle esportazioni pesa sulle attività dei mercati emergenti ...

... e riaffiorano le debolezze del settore finanziario ...

I prezzi dei titoli di debito e di capitale del settore finanziario hanno pertanto provocato un deterioramento degli indici generali fino a marzo (grafico II.7).

... sullo sfondo delle incertezze circa la portata ...

Nello stesso tempo, le garanzie esistenti e le attese di ulteriori misure di sostegno hanno in genere limitato i movimenti degli spread sulle passività delle società finanziarie. Tuttavia, mentre le garanzie statali hanno concorso al forte aumento delle emissioni del settore (grafico II.6, diagramma di destra), l'aspettativa di un sostegno pubblico non è bastata a restringere i differenziali. Contrariamente a quanto era avvenuto a fine 2008, gli investitori sono quindi parsi sempre più incerti sulla portata necessaria degli interventi ufficiali e sull'impatto che questi avrebbero avuto sui loro portafogli. Analoghe incertezze hanno talora contribuito a determinare differenze di prezzo significative tra le varie categorie di debito, di riflesso alle diverse attese circa i tassi relativi di recupero alla luce degli interventi pubblici (grafico II.10, diagramma di sinistra). I forti sconti sul debito subordinato hanno a loro volta indotto numerose banche a riscattare i titoli di propria emissione, rafforzando così il patrimonio sotto forma di riserve di utili. Al contempo, i corsi azionari delle banche di investimento oggetto di recente acquisizione hanno surclassato quelli del settore bancario più ampio. Tale differenza concordava con il rafforzamento della loro base di capitale e con la percezione che, per effetto del deterioramento ciclico, i timori degli investitori riguardo alle esposizioni delle banche si fossero spostati dal portafoglio di negoziazione agli impieghi creditizi (grafico II.10, diagramma di destra; cfr. anche il Capitolo III).

... e le implicazioni del sostegno pubblico

Gli spread sui CDS sovrani si ampliano ...

Un'ulteriore causa di incertezza originava dal fatto che gli estesi piani di salvataggio del settore finanziario e il sostegno all'economia cominciarono a gravare pesantemente sulle finanze pubbliche. Già a partire dall'introduzione delle prime misure ufficiali nell'estate 2008 gli spread dei CDS sul debito sovrano dei paesi industriali si erano ampliati rispetto ai bassi livelli precedenti, e hanno continuato ad aumentare fino a marzo (grafico II.11, diagramma di sinistra). Ciò è avvenuto sulla scia dei crescenti impegni di bilancio assunti, e le correlazioni fra gli spread dei diversi emittenti sovrani indicavano la presenza di una forte determinante comune. In particolare, la correlazione tra gli spread dei CDS sovrani e quelli del debito senior del settore finanziario è aumentata rispetto al periodo precedente il fallimento di Lehman Brothers. Questo andamento rispecchia la convinzione degli investitori che i governi dei principali paesi si fossero accollati i rischi di segmenti importanti del sistema bancario, ma non necessariamente le specificità di tali impegni a livello di singolo paese. Sviluppi analoghi si sono potuti osservare sui mercati dei titoli di Stato, dove l'aspettativa di ingenti emissioni future ha cominciato a neutralizzare le pressioni al ribasso sui rendimenti esercitate dalla ricerca di impieghi sicuri e dalle sfavorevoli prospettive economiche (grafico II.8).

... all'idea che le autorità si siano accollate parte dei rischi bancari

Quinta fase: primi segni di stabilizzazione (da metà marzo 2009)

Nuova svolta degli eventi ...

Gli eventi hanno segnato una nuova svolta a metà marzo. La volatilità è scesa e i prezzi delle attività sono tornati a salire rispetto ai precedenti minimi, in presenza di ulteriori e più decisi interventi pubblici che hanno indotto i mercati a un certo ottimismo, nonostante il contesto macroeconomico e finanziario restasse perlopiù sfavorevole. Nello stesso tempo, e malgrado l'ulteriore

miglioramento delle condizioni in vari mercati, continuavano a manifestarsi disfunzioni e conseguenti distorsioni, a indicazione che gli sforzi congiunti dei governi e delle banche centrali non avevano ancora completamente ripristinato la fiducia nel sistema finanziario mondiale. Pertanto, il processo di normalizzazione pareva destinato a protrarsi nel tempo, e soggetto a rischi considerevoli.

Un fattore fondamentale per il recupero dei prezzi delle attività è stato l'effetto di fiducia esercitato dagli annunci delle principali banche centrali, che si dichiaravano disposte ad ampliare sia la gamma sia l'ammontare degli acquisti definitivi di titoli. Agli inizi di marzo la Bank of England ha reso noti piani per l'acquisto di attività del settore privato e di titoli obbligazionari pubblici; il 18 dello stesso mese la Federal Reserve ha annunciato l'intenzione di acquistare fino a \$300 miliardi di titoli del Tesoro a più lunga scadenza. In previsione della domanda addizionale, i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno subito il maggior calo giornaliero da oltre vent'anni (pari a 47 punti base). Sono diminuiti anche i rendimenti a più breve termine, così come quelli sui titoli di Stato giapponesi, in questo caso per effetto dell'annuncio delle autorità, alla stessa data, dell'intenzione di accrescere del 29% l'ammontare annuo destinato agli acquisti definitivi di tali titoli. Nonostante il margine di manovra offerto da tassi ufficiali che restavano superiori a quelli delle altre principali economie (grafico II.9), anche nell'area dell'euro i rendimenti obbligazionari hanno risentito delle speculazioni circa la possibile adozione di misure analoghe da parte della BCE. Sebbene i cali dei rendimenti siano stati rapidamente riassorbiti, gli acquisti annunciati hanno contrastato almeno temporaneamente le pressioni provenienti dalla crescente offerta di titoli di Stato (grafico II.8). Analoghi effetti segnaletici (Capitolo VI) si sono manifestati nei mercati USA delle cartolarizzazioni di prestiti al consumo, dove il sostegno apportato dai programmi introdotti dal governo ha favorito un restringimento degli spread (grafico II.2, diagramma di destra), e successivamente anche in Europa dopo l'annuncio, agli inizi di maggio, che la BCE avrebbe iniziato ad acquistare *covered bond* in euro (tabella II.1).

Anche i mercati più ampi delle attività si sono ripresi, sebbene da livelli depressi. Gli annunci degli acquisti obbligazionari hanno accresciuto l'ottimismo che si era diffuso lo stesso mese dopo la pubblicazione, il 10 e 11 marzo, di dati favorevoli sui risultati delle grandi banche USA. I mercati sia azionari sia creditizi sono di conseguenza risaliti dai minimi precedenti, trainati ancora una volta dal settore finanziario. Nelle settimane successive entrambi i mercati hanno consolidato questi guadagni, grazie all'annuncio di ulteriori interventi pubblici, alla convinzione degli investitori che le iniziative varate in occasione del vertice del G20 a Londra avrebbero concorso a stimolare l'economia mondiale, e ai robusti utili registrati da importanti banche e società nel primo trimestre. Sostenuto anche dai primi segnali di miglioramento dei principali indicatori macroeconomici, l'indice S&P 500 è aumentato del 29% tra il 9 marzo e la fine di aprile, e incrementi analoghi sono stati registrati da altri importanti indici. Anche le attività dei mercati emergenti sono migliorate nello stesso periodo, di riflesso agli andamenti positivi nei principali mercati, come la Cina, e alla ripresa dei corsi azionari nei paesi

... quando ulteriori
azioni ufficiali ...

... e le migliori
notizie sul settore
finanziario ...

... sostengono i
mercati finanziari

emergenti europei, i cui indici generali hanno sopravanzato quelli dei paesi industriali (grafico Il.11, diagramma centrale).

Persistono tuttavia segni di disfunzione ...

Tuttavia, nonostante questi sviluppi positivi, il persistere di fragilità nel settore finanziario trovava conferma negli ulteriori segnali di disfunzione dei mercati. Benché le ripetute iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali e l'introduzione di garanzie governative avessero concorso a calmare il mercato dei prestiti interbancari e ad abbassare gli spread Libor-OIS, questi ultimi rimanevano su livelli notevolmente superiori a quelli del periodo precedente l'inizio della crisi nel 2007, in parte a causa del permanere di notevoli incertezze circa la portata e l'efficacia del sostegno pubblico (grafico Il.4, diagramma di sinistra). I tassi a termine, a loro volta, segnalavano attese di miglioramenti solo limitati degli spread Libor-OIS sino alla fine del 2009. Preoccupazioni analoghe riguardavano i mercati creditizi. Il differenziale di prezzo tra i contratti CDS e le corrispondenti obbligazioni del mercato a pronti, la cosiddetta "base CDS-obbligazioni", si era portato su livelli insolitamente negativi a seguito del fallimento di Lehman Brothers. L'attività di arbitraggio, che in condizioni normali avrebbe teso a comprimere questo differenziale, richiede che gli investitori impegnino sia capitale proprio sia capitale di prestito. Pertanto, l'ampiezza del differenziale segnalava la persistenza di vincoli di bilancio, unitamente a elevati premi per il rischio di liquidità nei diversi mercati (grafico Il.3, diagramma di destra)⁶.

... a indicazione che il processo di normalizzazione richiederà tempo

A metà maggio, nonostante l'ulteriore apprezzamento di diverse categorie di attività all'indomani delle prove di stress condotte dalle autorità statunitensi sui bilanci delle maggiori banche, le condizioni dei mercati restavano fragili. Gli interventi senza precedenti di parte ufficiale erano riusciti ad arrestare la crisi finanziaria, ma il processo di normalizzazione sembrava destinato a protrarsi nel tempo. Nell'improbabilità di una ripresa solida in assenza di una stabilizzazione durevole del settore finanziario, permanevano dubbi circa il grado di efficacia delle misure pubbliche passate e future nel preservare il migliorato clima di mercato (cfr. anche il Capitolo VI). Le forti riduzioni dei tassi ufficiali e dei rendimenti rispecchiavano azioni aggressive da parte delle autorità, oltre che il deterioramento del quadro macroeconomico (grafici Il.8 e Il.9). I principali mercati azionari erano scesi a livelli inferiori di circa il 45% ai massimi dell'ottobre 2007 e le valutazioni, misurate dai rapporti prezzo/utili prospettici, erano tornate su livelli non più osservati dai primi anni novanta (grafico Il.7, diagrammi di sinistra e di destra). Gli spread creditizi, che pure avevano registrato un notevole calo dai massimi precedenti, restavano ampi rispetto ai parametri storici, rispecchiando attese di forti aumenti dei tassi di insolvenza e delle connesse perdite sui portafogli di obbligazioni e prestiti (grafico Il.6, diagrammi di sinistra e centrale; cfr. anche il Capitolo III). Sebbene il deterioramento ciclico della qualità creditizia fosse quindi destinato a proseguire, gli spread a termine sui CDS indicavano per il medio periodo le aspettative di un ritorno dei premi per il rischio su livelli più normali (grafico Il.3, diagramma centrale).

⁶ Tra le determinanti della base CDS-obbligazioni figurano di norma i vincoli di finanziamento, il rischio di credito di controparte e le condizioni relative di liquidità. Cfr. J. De Wit, "Exploring the CDS-bond basis", *Working Paper* della Banque Nationale de Belgique, n. 104, novembre 2006.