

## VII. Il settore finanziario nelle economie industriali avanzate

### Aspetti salienti

Il periodo sotto rassegna è stato caratterizzato da tensioni generalizzate nel settore finanziario delle economie industriali avanzate.

La fase di crescita e di elevata redditività delle imprese finanziarie, durata diversi anni, si è bruscamente interrotta nel 2007 con il diffondersi a tutto il sistema finanziario di tensioni derivanti principalmente dalle esposizioni verso il mercato degli immobili residenziali. Il moltiplicarsi delle insolvenze nel comparto dei mutui *subprime* statunitensi ha costretto numerose istituzioni a effettuare ingenti svalutazioni nei portafogli di crediti ipotecari cartolarizzati. La situazione è peggiorata a più riprese dopo i mesi estivi e molte imprese hanno dovuto far fronte a difficoltà di finanziamento nel mercato interbancario. Il quasi fallimento di grandi società finanziarie ha spinto le autorità a intervenire per scongiurare potenziali turbative sistemiche derivanti da un collasso disordinato.

La portata delle tensioni e la rapidità con cui queste si sono diffuse hanno costituito un severo banco di prova per la solidità di numerose strutture innovative introdotte nel settore finanziario negli ultimi anni; esse hanno inoltre messo in luce il grado di interconnessione tra i mercati e le istituzioni. Quello che era cominciato come un problema specifico di un segmento del mercato ipotecario statunitense è divenuto una fonte di perdite per le società finanziarie di tutto il mondo che detenevano titoli a esso collegati. L'incertezza in merito alle dimensioni e alla ripartizione delle perdite è stata acuita dalla complessità delle nuove strutture utilizzate nel processo di cartolarizzazione. L'accresciuta avversione al rischio ha determinato una situazione di illiquidità, facendo affiorare le debolezze nelle modalità di finanziamento di molte imprese finanziarie.

Essendo numerose istituzioni finanziarie impegnate a risanare i propri bilanci indeboliti anche in presenza di un continuo peggioramento del contesto macroeconomico, è probabile che una svolta nel ciclo creditizio produrrà persistenti effetti avversi per l'attività economica. L'evolversi della situazione dipenderà in modo cruciale dalle interazioni dinamiche tra il settore finanziario e l'economia nel suo insieme. La minore disponibilità di credito, dovuta alle misure adottate dalle imprese finanziarie per preservare la propria base patrimoniale, potrebbe prolungare il periodo di bassa redditività incidendo sulla spesa aggregata, sull'attività economica e sulla qualità degli attivi. Queste conseguenze hanno altresì il potenziale di trasmettersi a livello internazionale, poiché i sistemi bancari indeboliti tendono a ridurre le proprie esposizioni transfrontaliere. Al di là delle implicazioni cicliche, questa fase di

grave tensione preannuncia anche alcuni cambiamenti strutturali. Le società finanziarie stanno riconsiderando gli assunti che validavano l'adozione di un modello operativo incentrato sull'erogazione e la distribuzione di prestiti tramite la cartolarizzazione. Al tempo stesso, le autorità stanno rivedendo quegli elementi del quadro prudenziale che non hanno funzionato com'era nelle intenzioni.

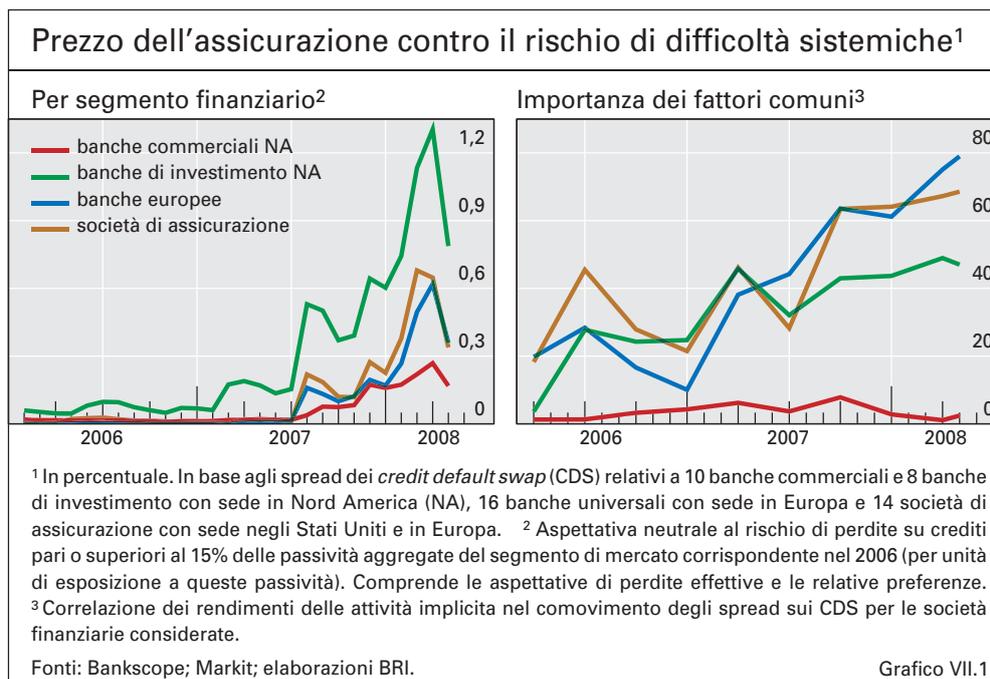
## Le tensioni nel settore finanziario

In varia misura, le turbolenze hanno interessato imprese operanti in pressoché tutti i segmenti del settore finanziario delle economie industriali avanzate. Rispetto ad altri recenti episodi di stress, quest'ultimo è risultato più persistente e complesso. Tanto gli operatori quanto le autorità sono stati sorpresi dal grado di diffusione delle tensioni tra le imprese e nei vari mercati, nonché dalla ridotta efficacia degli strumenti ufficiali tradizionali. Il prezzo dell'assicurazione contro perdite di valore significative delle attività delle maggiori società finanziarie è un indicatore sia della misura in cui gli operatori hanno rivalutato la probabilità di rischio sistemico sia della loro decrescente propensione a sostenere questo rischio. Le misure indirette di tale prezzo, basate sulle quotazioni dei derivati di credito, hanno raggiunto massimi senza precedenti nell'estate 2007 e sono rimaste elevate durante il resto del periodo in rassegna in tutti i segmenti del settore (grafico VII.1). Questa impennata è attribuibile alla più acuta percezione da parte degli operatori del rischio di fallimento e alla loro convinzione che fattori comuni di tale rischio stessero agendo nelle diverse aree del settore.

La fase di forti turbative è stata caratterizzata da tre elementi interdipendenti. Primo, i tassi di insolvenza sulle ipoteche residenziali superavano ampiamente le aspettative incorporate nei prezzi dei mutui. Secondo, molti

Le turbolenze persistenti e complesse ...

... aumentano la rischiosità percepita delle istituzioni finanziarie



operatori non hanno saputo cogliere appieno la complessità intrinseca e l'opacità di schemi di finanziamento altamente strutturati, che rendevano le esposizioni difficili da valutare. Quando le imprese si sono affrettate a rivalutare i rischi nei propri bilanci, esse si sono rese conto della sensibilità delle valutazioni ai cambiamenti nelle ipotesi sottostanti ai modelli di *pricing* utilizzati. Terzo, l'incertezza degli operatori circa l'entità delle perdite e la loro distribuzione nel sistema ha determinato un generale prosciugamento della liquidità di mercato, che a sua volta ha acuito le incertezze sui prezzi e ha reso le condizioni di finanziamento sempre più difficili.

### *Commercial banking*

Le banche classificate come commerciali o universali sono state tra le istituzioni più colpite in questa fase di tensioni. Nel periodo in esame le svalutazioni legate alle esposizioni al mercato ipotecario statunitense hanno notevolmente penalizzato la redditività del settore. Nell'anno civile 2007, durante il quale è stata effettuata la prima serie di svalutazioni, gli utili bancari sono stati stazionari nel migliore dei casi, ma nella maggior parte dei paesi essi sono diminuiti rispetto agli anni precedenti (tabella VII.1).

Il marcato deterioramento dei profitti bancari negli Stati Uniti ha riguardato l'insieme delle componenti di reddito. Il margine di interesse netto si è ridotto, mentre sono aumentati gli oneri operativi, invertendo la pluriennale tendenza al contenimento dei costi. Tutti gli indicatori dei costi di intermediazione creditizia si sono mossi verso l'alto. Gli accantonamenti per perdite su crediti hanno registrato il maggiore incremento degli ultimi vent'anni, di riflesso ai problemi nei mercati ipotecari, nonché presumibilmente al

Le banche statunitensi registrano un sensibile calo degli utili ...

Redditività delle maggiori banche <sup>1</sup>												
In percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili lordi di imposta			Oneri per accantonamenti			Margine di interesse netto			Costi operativi		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	0,85	1,64	1,29	0,30	0,38	0,28	1,64	1,90	2,24	2,10	2,40	2,40
Australia (4)	1,52	1,62	1,67	0,14	0,13	0,15	1,92	1,96	2,01	1,70	1,64	1,63
Canada (5)	1,01	1,32	1,27	0,10	0,10	0,14	1,79	1,64	1,68	3,00	2,56	2,57
Francia (5)	0,76	0,87	0,41	0,06	0,06	0,09	0,93	0,76	0,47	1,47	1,43	1,28
Germania (7) <sup>2</sup>	0,38	0,55	0,28	0,06	0,07	0,04	0,65	0,68	0,52	0,96	1,32	0,98
Giappone (13) <sup>2</sup>	0,66	0,67	0,50	0,12	0,15	0,13	0,89	0,97	0,75	1,05	1,15	0,80
Italia (4)	1,23	1,12	0,88	0,23	0,26	0,25	1,95	1,93	1,71	2,34	2,34	2,01
Paesi Bassi (4)	0,58	0,57	0,38	0,05	0,10	0,10	1,09	1,17	0,99	1,29	1,48	1,37
Regno Unito (8)	0,87	0,97	0,67	0,23	0,27	0,23	1,23	1,26	0,94	1,59	1,70	1,36
Spagna (5)	1,15	1,51	1,65	0,23	0,33	0,41	1,55	1,78	1,94	1,70	1,91	1,96
Stati Uniti (11)	1,93	1,82	1,02	0,20	0,20	0,56	2,72	2,50	2,47	3,44	3,12	3,51
Svezia (4)	0,90	1,06	0,98	0,01	-0,03	0,01	1,03	1,08	1,07	1,07	1,11	1,07
Svizzera (6)	0,66	0,87	0,31	0,00	0,00	0,01	0,63	0,53	0,45	1,67	1,73	1,70

<sup>1</sup> Tutti i dati si basano sugli IFRS; le cifre tra parentesi indicano il numero di banche considerate. <sup>2</sup> I dati si basano su una combinazione di GAAP locali e statunitensi.

Fonti: Bankscope; FitchRatings.

Tabella VII.1

graduale rallentamento dell'attività economica e ai più elevati tassi di morosità. Ciò nonostante, gli accantonamenti non sono riusciti a tenere il passo delle sofferenze, cosicché l'indice di copertura è sceso sotto l'unità per la prima volta dal 1993.

In Europa il quadro è stato più eterogeneo. Mentre i profitti sono generalmente diminuiti, in diversi paesi i costi operativi hanno proseguito la tendenza calante degli ultimi anni. Gli accantonamenti a fronte di perdite su prestiti sono rimasti stabili nella maggior parte dei paesi e il calo della redditività è apparso più strettamente collegato alla flessione dei margini di interesse. Uno dei probabili fattori all'origine di quest'ultima è il crescente ricorso delle banche europee a fonti di finanziamento di mercato e all'ingrosso, il cui prezzo tende a essere più sensibile alla curva dei rendimenti e al rischio rispetto ai depositi. Discostandosi in parte dal quadro generale, le banche spagnole hanno migliorato i profitti, inclusi quelli derivanti dai margini di interesse, nonostante il significativo aumento degli accantonamenti. Gli utili delle banche svizzere e tedesche sono notevolmente diminuiti, sebbene gli accantonamenti per perdite su crediti siano rimasti pressoché stazionari, verosimilmente a causa della concentrazione dei fattori di stress nei portafogli titoli anziché nel portafoglio prestiti. La scoperta della più grave frode mai realizzata da un *trader* in una delle maggiori banche francesi ha messo in luce le carenze dei controlli interni, anche se la perdita da €4,9 miliardi non ha provocato il collasso dell'istituto.

... al pari di quelle svizzere e tedesche

Nel Regno Unito le banche hanno annunciato ingenti svalutazioni sulle esposizioni al mercato immobiliare statunitense, pur non registrando perdite complessive rilevanti per l'esercizio. Tuttavia, la corsa agli sportelli di Northern

Indici patrimoniali e di liquidità delle maggiori banche <sup>1</sup>									
	Patrimonio di base/attività ponderate per il rischio			Sofferenze/attività totali			Prestiti netti/depositi totali		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	7,7	8,9	8,1	2,3	2,1	1,8	56,4	58,1	63,2
Australia (4)	7,5	7,2	6,8	0,1	0,2	0,2	88,3	89,8	85,1
Canada (5)	9,9	10,4	9,6	0,3	0,2	0,2	58,3	56,2	57,2
Francia (4)	8,1	7,9	7,4	1,2	1,2	1,3	32,3	36,5	25,8
Germania (7)	8,4	8,4	8,0	1,0	0,6	0,8	36,2	30,4	25,4
Giappone (10)	7,3	7,9	7,4	1,1	1,0	0,9	53,1	55,1	62,5
Italia (4)	4,7	5,0	6,6	4,0	3,2	3,1	42,7	49,6	70,9
Paesi Bassi (4)	10,4	9,4	10,0	0,6	0,6	0,4	54,1	55,8	55,1
Regno Unito (7)	7,5	7,9	7,6	0,8	0,7	0,8	54,8	54,5	51,1
Spagna (5)	7,9	7,6	7,9	0,5	0,5	0,6	69,9	76,7	76,1
Stati Uniti (11)	8,4	8,6	8,0	0,3	0,3	0,6	63,4	63,6	61,5
Svezia (4)	7,1	7,2	7,1	0,4	0,4	0,3	71,7	74,2	74,9
Svizzera (4)	11,7	11,7	9,8	0,2	0,2	0,1	25,2	26,1	27,3

<sup>1</sup> Media ponderata in base alle attività totali delle banche; in percentuale; le cifre tra parentesi indicano il numero di banche considerate.

Fonte: Bankscope.

Tabella VII.2

I problemi di finanziamento conducono alla nazionalizzazione di un'istituzione britannica ...

Rock da parte dei piccoli depositanti, allorché si è avuta notizia delle difficoltà della banca nel finanziare il proprio portafoglio ipotecario sul mercato monetario all'ingrosso, ha lasciato l'impressione duratura di un sistema bancario in situazione critica. Il rapido deterioramento della liquidità della banca ha attivato l'intervento delle autorità di vigilanza nazionali, che inizialmente ha assunto la forma di un'iniezione di liquidità garantita da attività illiquide. In seguito, tuttavia, si è dovuto procedere alla nazionalizzazione dell'istituto, al fine di preservarne il valore fintantoché non fossero migliorate le condizioni di mercato. Per scongiurare nuovi episodi di panico tra i depositanti, il governo ha annunciato che avrebbe garantito i depositi presso tutte le banche britanniche. Questo insieme di circostanze ha inoltre indotto le autorità del paese a un approfondito riesame dei meccanismi istituzionali per il trattamento delle banche dissestate.

... mentre le banche giapponesi sono meno colpite dalle turbolenze

Le banche giapponesi, pur avendo registrato un calo degli utili nel periodo in esame, sono state colpite meno duramente dalle turbolenze rispetto alle loro concorrenti europee e nordamericane. La quota delle sofferenze sul totale degli impieghi ha continuato a ridursi e la flessione degli accantonamenti è stata contenuta, principalmente a causa delle esposizioni verso le società di credito al consumo. Nel complesso, l'adeguatezza patrimoniale delle banche nipponiche non è stata seriamente intaccata e il loro accesso al finanziamento non è stato pregiudicato, in parte grazie all'ampia base di depositi.

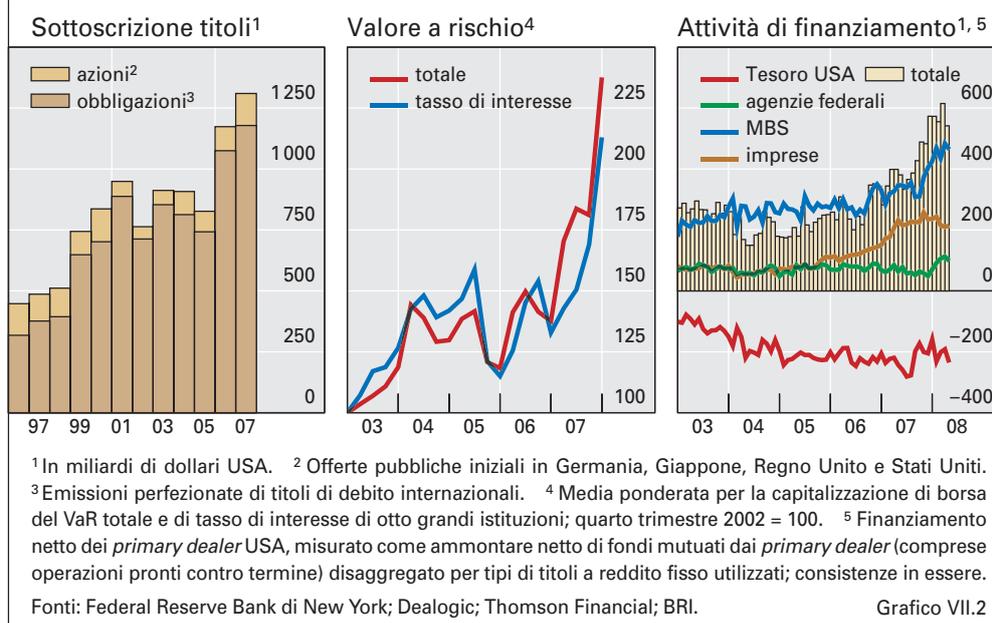
#### *Investment banking*

I gravi problemi delle banche di investimento ...

L'*investment banking* è stato verosimilmente il segmento del settore finanziario più colpito dalle turbolenze. I profitti sono calati drasticamente e diverse istituzioni si sono trovate nella necessità di raccogliere ingenti quantità di nuovo capitale. Il quasi dissesto di una delle maggiori società di Wall Street ha rappresentato uno dei momenti peggiori nel susseguirsi degli eventi. Nello stesso tempo, la risposta delle autorità statunitensi, sotto forma di sostegno di liquidità al settore, ha segnalato un cambiamento di approccio che potrebbe avere conseguenze durevoli per l'assetto della politica prudenziale.

Dall'agosto 2007 le banche di investimento hanno registrato un consistente calo della redditività. Nell'anno civile 2007 il rendimento del capitale proprio (ROE) delle maggiori istituzioni statunitensi ed europee è sceso a circa il 7,4 e il 4,6% rispettivamente, ossia a meno di un terzo dei massimi raggiunti nel 2006. Nell'anno considerato alcune società hanno persino registrato utili negativi. Le perdite derivanti dalle esposizioni verso titoli assistiti da garanzia ipotecaria, prestiti al consumo e connessi strumenti derivati, sono le principali responsabili di questo scadimento dei risultati. I proventi da negoziazione sono stati dimezzati dall'impatto delle turbolenze su numerosi mercati mobiliari. Per contro, hanno generalmente fornito un contributo positivo agli utili gli introiti rivenienti dalle gestioni patrimoniali, nonché le commissioni sulla sottoscrizione di offerte pubbliche iniziali (*initial public offering*, IPO) e sulla consulenza per fusioni e acquisizioni, almeno sino alla fine del 2007 (grafico VII.2). Tuttavia, entrambe queste aree operative hanno mostrato chiari segni di indebolimento nel primo trimestre 2008 a seguito del minor flusso di nuove operazioni e del ritiro di numerose IPO.

## Indicatori dell'operatività e dell'esposizione al rischio delle banche di investimento



Le banche di investimento, data la natura della loro attività, sono più esposte alle condizioni di mercato avverse rispetto alle banche commerciali. Esse operano infatti con una minore dotazione di capitale e hanno in genere una strategia più attiva di assunzione del rischio. Non disponendo di una base di depositi al dettaglio, queste istituzioni dipendono maggiormente dal mercato dei capitali per la raccolta di fondi, nonché dal buon funzionamento dei mercati monetari per la gestione della propria liquidità a breve termine. Durante le turbolenze, l'incertezza delle controparti in merito alle dimensioni e alla distribuzione delle esposizioni delle banche di investimento verso le attività in perdita di valore ha determinato una grave carenza di liquidità. Le banche di investimento a sé stanti, ossia non appartenenti a un'organizzazione più ampia che opera anche come banca commerciale, sono state le più colpite. La gravità dei problemi finanziari ha spinto la banca centrale statunitense a estendere in via eccezionale l'accesso ai propri schemi di rifinanziamento a quegli intermediari mobiliari che operano anche come *primary dealer* nell'ambito delle attività della Federal Reserve (Capitolo IV). Le banche di investimento hanno fatto ampio ricorso a queste linee di credito per sostituire le posizioni assunte in titoli assistiti da garanzia ipotecaria con titoli di Stato da usare come garanzia in operazioni pronti contro termine (grafico VII.2, diagramma di destra).

Il quasi collasso di Bear Stearns ha rappresentato un momento cruciale nella lunga fase di turbativa del settore finanziario. Questa importante istituzione di Wall Street si è trovata al centro degli eventi sin dalle primissime fasi di turbolenza, dato il suo ruolo primario nella cartolarizzazione di mutui ipotecari. Nell'estate 2007 la società si era vista costretta a fornire supporto a hedge fund affiliati che avevano subito ingenti perdite sulle esposizioni ai

... dovuti alla forte esposizione al rischio di controparte e di liquidità ...

... spingono le autorità a interventi su vasta scala

mutui *subprime*. Nel marzo 2008 il rapido deterioramento della sua posizione di liquidità ha spinto la Federal Reserve a intervenire. Operando con modalità che non si osservavano dai tempi della Grande Depressione, la banca centrale ha erogato un prestito alla società utilizzando una banca commerciale come intermediario e ha successivamente fornito risorse finanziarie e garanzie per agevolare l'acquisizione completa da parte di tale banca alcuni giorni dopo. Questo intervento straordinario aveva l'obiettivo di evitare una liquidazione incontrollata delle consistenti posizioni di Bear Stearns sui mercati a contante e derivati, che avrebbe accentuato le incertezze e l'illiquidità del mercato. Particolare preoccupazione destavano le esposizioni legate alla funzione di *market-maker* della banca nel mercato dei CDS e di intermediario in quello dei pronti contro termine trilaterali. La determinazione dimostrata dalle autorità, che hanno agito risolutamente per normalizzare la situazione, ha contribuito a invertire la tendenza al peggioramento del clima di mercato e ha indotto un calo degli spread e dei premi per il rischio (grafico VII.1; si veda anche il Capitolo VI). Al tempo stesso, la natura non convenzionale dell'intervento ha sollevato dubbi circa il suo impatto a lungo termine sugli incentivi. La manifesta volontà di estendere la rete di sicurezza della banca centrale alle banche di investimento, anche nelle circostanze più estreme, è probabilmente destinata a influenzare l'assetto della sorveglianza prudenziale su queste imprese, le quali non sono assoggettate alla vigilanza della Federal Reserve.

#### *Compagnie di assicurazione*

Nonostante la buona tenuta generale del settore assicurativo ...

Le imprese assicurative sono state complessivamente meno colpite dalle turbolenze rispetto agli istituti bancari. La maggior parte di esse ha registrato risultati positivi e la raccolta premi è rimasta sostenuta. Ad eccezione degli assicuratori *monoline*, l'esposizione alle classi di attivi maggiormente colpite dalla fase di tensione era limitata. Le ingenti svalutazioni di attività legate a mutui ipotecari effettuate da alcune delle maggiori società assicurative sono state, con poche eccezioni, relativamente gestibili e non si sono tradotte in difficoltà a reperire fondi liquidi come è accaduto per le banche.

Nel ramo danni, l'assenza di calamità naturali rilevanti ha mantenuto bassi gli esborsi per risarcimenti e ha agito positivamente sugli utili e i coefficienti prudenziali. In prospettiva, tuttavia, il *trend* ascendente della frequenza dei disastri naturali di minore entità fa ritenere che le stime sui costi futuri andranno riviste al rialzo.

... le compagnie *monoline* ad alto grado di leva incontrano serie difficoltà

Il segmento del settore assicurativo più colpito dalle turbolenze è stato quello specializzato nell'offerta di garanzie creditizie agli emittenti di obbligazioni. Le cosiddette compagnie di assicurazione *monoline*, che tradizionalmente avevano fornito garanzie soprattutto a fronte delle emissioni di enti pubblici locali, hanno poi gradualmente esteso la propria offerta ai prodotti di finanza strutturata. Il crollo della performance di questi strumenti ha comportato esborsi maggiori del previsto sulle garanzie, mettendo a dura prova i bilanci a elevato grado di leva degli assicuratori. Ciò ha causato una riconsiderazione del loro rating creditizio e un netto calo delle quotazioni del loro debito (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Alcune imprese di minori dimensioni sono state declassate e altre costrette a ricercare nuovi apporti di

capitale al fine di mantenere il proprio rating AAA, essenziale per il modello operativo adottato. I problemi da esse incontrati nella raccolta di capitale fresco hanno spinto le autorità di vigilanza a intervenire per evitare ripercussioni su altri segmenti del mercato obbligazionario e su altre imprese finanziarie.

### Investitori ad alta leva finanziaria

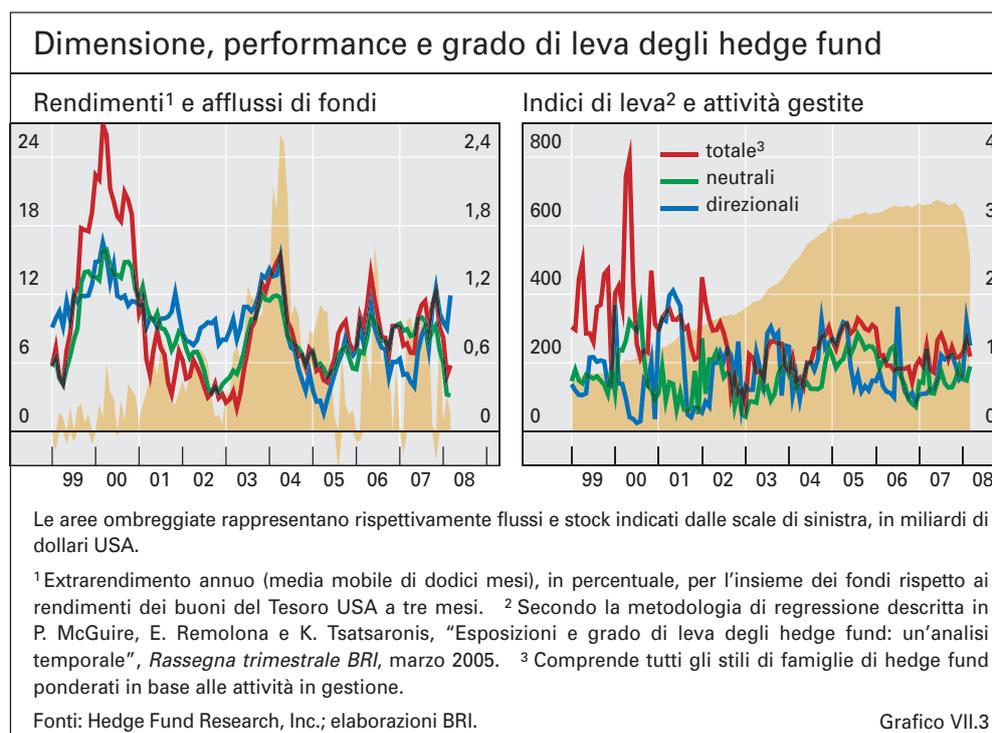
Il settore degli investitori ad alta leva finanziaria ha parimenti subito le conseguenze negative delle tensioni nel sistema finanziario, anche se perlopiù in modo indiretto. I *market-maker* e i prestatori hanno reagito all'indebolimento dei bilanci societari e al calo dei profitti inasprendo le condizioni di finanziamento. Di conseguenza, gli hedge fund e i fondi di *private equity* hanno dovuto adeguare le proprie politiche di assunzione del rischio ai maggiori costi del capitale di prestito.

Sebbene i primi segnali di tensione fossero provenuti da alcuni fondi speculativi associati a grandi banche di investimento, la performance dell'insieme del settore si era dimostrata inizialmente piuttosto solida. Nel corso del 2007 i rendimenti della maggior parte delle strategie perseguite dagli hedge fund sono stati favorevoli nel confronto con quelli del 2006 (grafico VII.3). La principale eccezione è costituita dai risultati dei fondi attivi nel comparto del reddito fisso, che nel 2007 sono peggiorati. Nel corso dell'anno gli afflussi netti verso tutte le famiglie di fondi sono rimasti su livelli analoghi a quelli del recente passato.

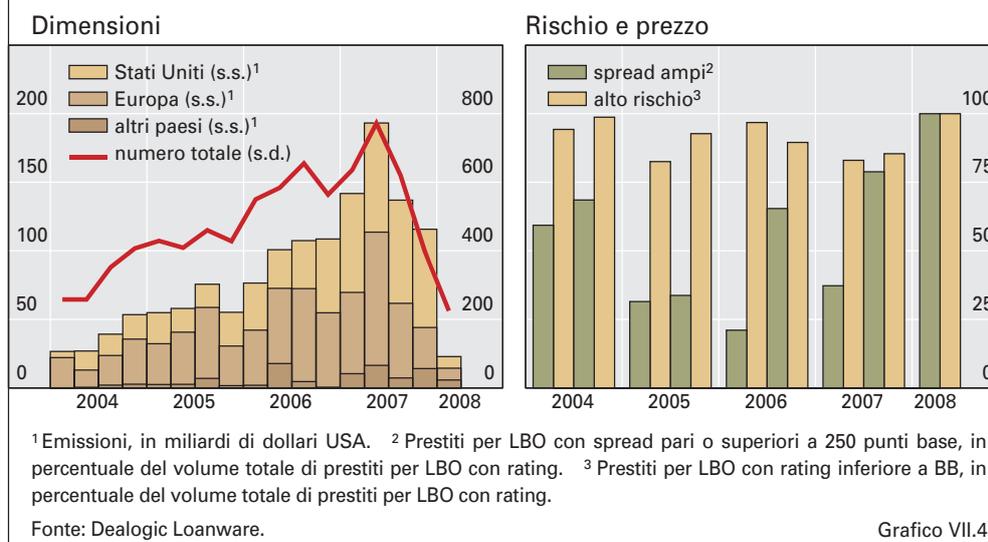
Nei primi mesi del 2008, in un clima di mercato difficile, molti hedge fund hanno registrato performance deludenti, innescando ritiri di capitale da parte degli investitori. A ciò si è aggiunta la volontà dei *prime broker* di ridurre le proprie esposizioni, aumentando le richieste di margini e inasprendo le condizioni di finanziamento. Molti fondi, in particolare quelli di minori

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento ...

... riduce l'attività degli hedge fund ...



## Mercato dei prestiti per operazioni di LBO: dimensioni, rischio e prezzo



dimensioni, hanno incontrato serie difficoltà a mantenere le proprie posizioni aperte e sono stati costretti a liquidare parte del loro portafoglio.

... e accresce le pressioni sul *private equity* ...

Nel periodo sotto rassegna i fondi di *private equity* hanno subito notevoli pressioni a causa delle più rigide condizioni di finanziamento e delle minori opportunità di investimento. Gli abbondanti mezzi raccolti negli ultimi anni avevano generato un eccesso di capitali che non è stato collocato secondo le modalità tradizionali per questo tipo di fondi. Gli investimenti di portafoglio in prodotti di finanza strutturata hanno dato luogo a rilevanti perdite per alcuni fondi di *private equity* e al clamoroso fallimento di un organismo recentemente ammesso a quotazione collegato a un'importante società di *private equity*.

... provocando una contrazione del mercato degli LBO

L'attività creditizia relativa alle operazioni di *leveraged buyout* (LBO) si è nettamente ridotta nella seconda metà del 2007 e praticamente arrestata nel primo trimestre 2008 (grafico VII.4). I prestatori originari hanno incontrato crescenti difficoltà nel cartolarizzare crediti di questo tipo a causa dell'accresciuta avversione al rischio degli investitori. I timori per il maggiore rischio di credito e di concentrazione risultante dall'accumulo involontario di tali esposizioni hanno prosciugato i flussi di finanziamento per queste transazioni.

### *Mercati immobiliari e svalutazioni delle società finanziarie*

Il rallentamento dei mercati immobiliari ...

Gli sviluppi sul mercato immobiliare hanno svolto un ruolo centrale nella genesi e nelle dinamiche delle turbolenze finanziarie. L'esposizione ai mutui residenziali statunitensi, e in particolare ai segmenti più rischiosi del mercato, ha rappresentato la principale fonte di perdite sia direttamente sui crediti ipotecari sia attraverso i titoli emessi a fronte di tali crediti. In prospettiva, l'andamento del mercato immobiliare è probabilmente destinato a influire in modo determinante sull'evolversi della situazione generale.

La maggior parte delle svalutazioni notificate dalle società finanziarie nel periodo in esame è riconducibile alla diminuzione del valore degli strumenti

Svalutazioni e ricapitalizzazioni collegate ai mutui <i>subprime</i> <sup>1</sup>				
	Svalutazioni			Capitale raccolto <sup>2</sup>
	Importo <sup>2</sup>	In % dell'utile <sup>3</sup>	In % del patrimonio <sup>4</sup>	
Banche commerciali <sup>5</sup>	197	102	21	169
Banche di investimento <sup>6</sup>	64	163	24	37

<sup>1</sup> A metà maggio 2008. <sup>2</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>3</sup> Utile al lordo di imposta nel 2007 (per due banche commerciali, nel 2006). <sup>4</sup> Patrimonio di base nel 2007; per le banche di investimento, patrimonio totale. <sup>5</sup> Venti banche commerciali maggiori. <sup>6</sup> Cinque banche di investimento maggiori.

Fonti: Bankscope; Bloomberg. Tabella VII.3

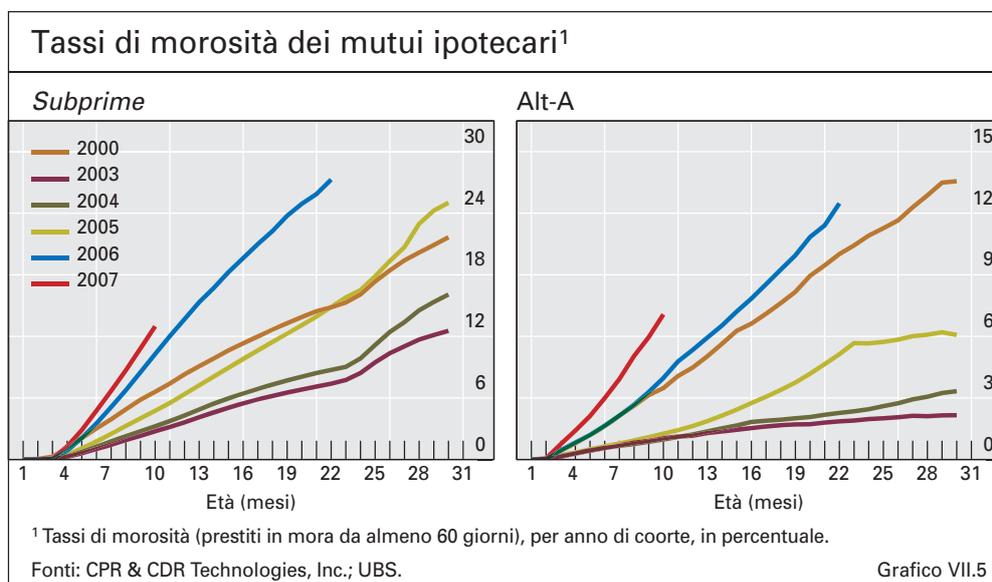
legati ai mutui ipotecari. Le perdite contabilizzate dall'agosto 2007 sono state molto rilevanti (tabella VII.3). Le svalutazioni sono state il risultato dell'effetto congiunto delle sofferenze sui crediti ipotecari e delle massicce rettifiche di prezzo dei portafogli di ipoteche cartolarizzate. Il volume delle perdite ha spinto numerose istituzioni a cercare attivamente di risanare i propri bilanci con aumenti di capitale.

... costringe le imprese finanziarie a effettuare ingenti svalutazioni ...

Negli Stati Uniti le perdite connesse con i mutui ipotecari hanno segnato un'impennata a seguito del rialzo degli indici di insolvenza. A settembre 2007 gli indici relativi ai prestiti di qualità primaria erano saliti al 3,1% e quelli dei mutui *subprime* al 16%. Per i *subprime* di più recente accensione i tassi di insolvenza sono stati molto più elevati, a indicazione del progressivo allentamento dei criteri di affidamento durante il boom del mercato degli immobili residenziali (grafico VII.5).

L'aumento delle inadempienze ipotecarie ha innescato un riesame delle ipotesi alla base del prezzo dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria. I bassi spread sui portafogli di ipoteche cartolarizzate riflettevano in parte l'aspettativa che i mutuatari fortemente indebitati sarebbero stati in grado di rifinanziare o vendere facilmente il proprio immobile in un mercato delle abitazioni in pieno boom, così da evitare costosi procedimenti di espropriazione. Inoltre, le

... e induce a rivedere i modelli di pricing

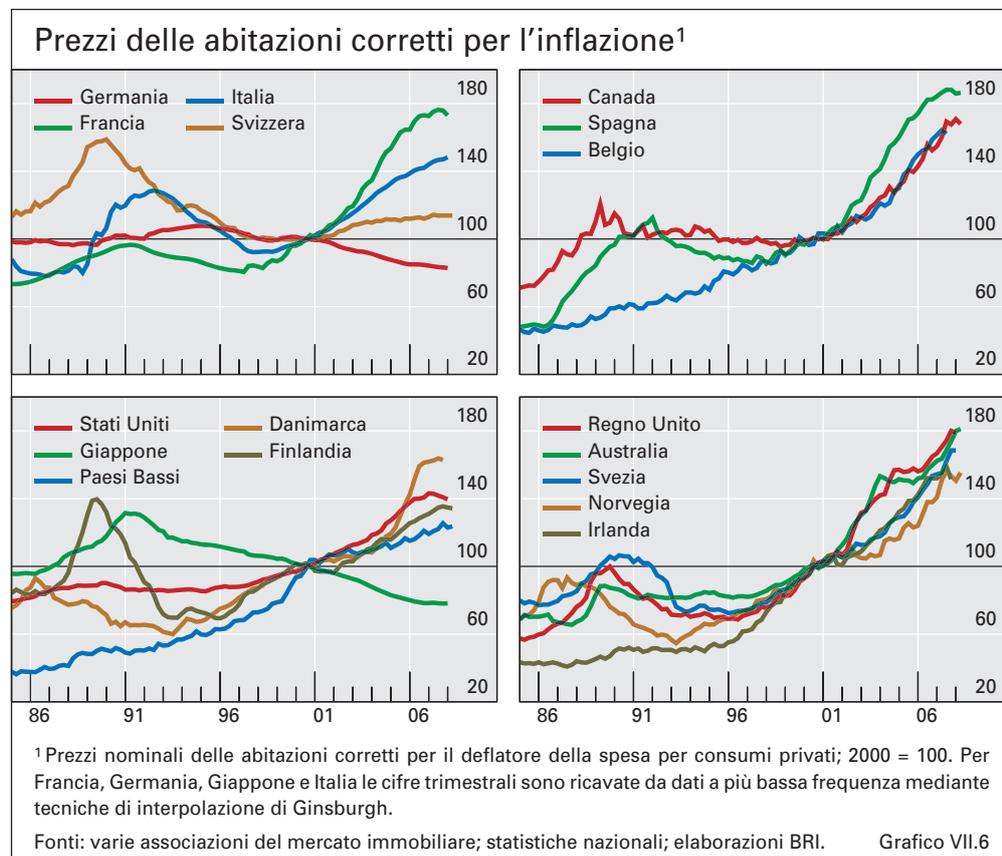


valutazioni dei prodotti strutturati emessi a fronte di ipoteche erano basate su ipotesi altrettanto ottimistiche circa la correlazione tra le insolvenze e i fattori di rischio "sistematico". L'emergere di un rischio più alto ha pertanto comportato declassamenti su ampia scala dei rating creditizi dei mutui cartolarizzati e una brusca caduta del valore di mercato dei connessi strumenti di finanza strutturata.

La complessità delle transazioni contribuisce alle svalutazioni

Due caratteristiche dei prodotti strutturati hanno amplificato il calo dei prezzi. La prima è la complessità della struttura su cui si fondava la distribuzione dei flussi di cassa ai diversi investitori. Per sua natura, la cartolarizzazione aveva redistribuito il rischio concentrandolo nelle tranche subordinate. Le basse aspettative di perdita delle tranche senior avevano però come contropartita una più elevata sensibilità alle ipotesi di valutazione sottostanti. In secondo luogo, poiché i mercati secondari di questi titoli erano piuttosto illiquidi, le valutazioni si basavano in misura crescente sul collocamento primario delle emissioni più recenti o su modelli di rischio, piuttosto che su informazioni aggiornate in merito alla performance del portafoglio di attività sottostanti. Allorché si è esaurita la domanda di nuovi titoli e si sono quindi dovute rivedere le ipotesi di prezzo iniziali, la natura non lineare delle strutture ha reso necessarie massicce rettifiche delle valutazioni iscritte in bilancio. Ciò spiega perché le svalutazioni comunicate dalle società finanziarie siano state nettamente superiori alle perdite effettivamente realizzate sui mutui in sofferenza.

L'andamento del mercato immobiliare è stato determinante per l'evoluzione del ciclo attuale. Nel periodo in esame la tendenza al rincaro degli immobili residenziali si è interrotta (grafico VII.6). Nella maggior parte dei



Prezzi degli immobili commerciali <sup>1</sup>							
	Variazione nominale <sup>2</sup>			Livello <sup>3</sup>	Per memoria: quota dei locali inoccupati <sup>4</sup>		
	1998-2006	2006	2007	2007	2005	2006	2007
Stati Uniti	3,2	12,3	15,9	47,1	13,9	12,6	12,8
Giappone	-3,1	19,6	11,9	21,4	3,9	3,0	2,1
Germania	-2,1	-5,1	-1,3	34,9	11,6	9,9	9,8
Regno Unito	5,4	17,2	-4,8	64,7	7,3	5,7	4,2
Francia	6,0	15,0	11,8	78,0	6,5	5,1	5,2
Italia	10,2	1,3	3,9	86,0	6,1	6,1	5,8
Canada	3,3	12,9	11,6	64,7	12,1	10,5	7,2
Spagna	10,0	10,7	5,9	76,1	6,1	3,4	4,3
Paesi Bassi	2,4	4,3	4,6	83,1	13,6	11,7	10,6
Australia	2,7	10,8	14,9	50,6	9,0	8,1	4,7
Svizzera	1,3	-0,0	0,6	60,2	11,5	10,9	10,2
Svezia	3,0	9,8	9,4	51,4	16,8	15,4	11,7
Norvegia	2,8	10,7	12,4	69,7	9,0	8,2	4,5
Danimarca	8,4	9,6	5,6	100,0	7,9	5,0	4,3
Finlandia	0,5	1,8	3,3	56,9	9,0	8,1	7,0
Irlanda	10,5	21,7	6,1	100,0	15,2	12,0	11,3

<sup>1</sup> Per Australia, Italia e Spagna, immobili di prim'ordine nelle principali città; per il Giappone, prezzi dei terreni. <sup>2</sup> Variazioni annue, in percentuale. <sup>3</sup> Periodo di massimo dei prezzi in termini reali degli immobili commerciali = 100. <sup>4</sup> Superfici a uso ufficio immediatamente disponibili (comprese le sublocazioni) nell'insieme dei fabbricati finiti di un dato mercato, in percentuale dello stock totale. Per Stati Uniti e Svizzera, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, media delle principali città; per gli altri paesi, città maggiore.

Fonti: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; statistiche nazionali. Tabella VII.4

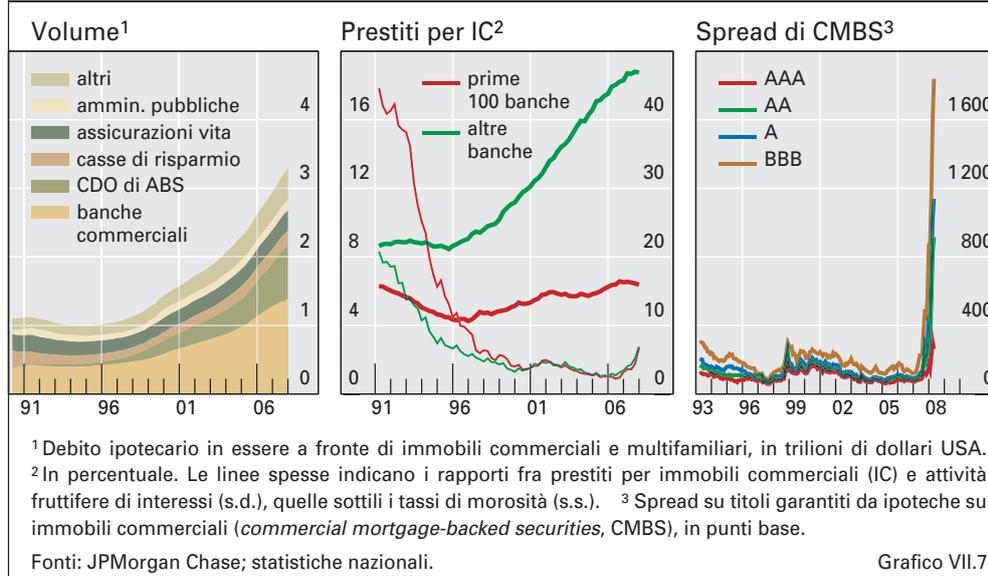
paesi i prezzi delle abitazioni si sono stabilizzati o la loro crescita è rallentata decisamente, mentre negli Stati Uniti hanno subito un calo. La flessione dell'indice nazionale dei prezzi medi non dà conto della notevole diversità nella dinamica dei mercati locali. Le aree in cui i prezzi erano aumentati più rapidamente negli ultimi anni sono state anche quelle in cui essi hanno segnato di recente la maggiore flessione. Inoltre, gli indici più sensibili ai prezzi degli immobili situati in grandi agglomerati urbani e di quelli finanziati con mutui di elevato ammontare o non pienamente documentati evidenziano cali su base annua nell'ordine del 12%. Più in generale, l'appiattimento a livello mondiale del tasso di crescita dei prezzi delle abitazioni è principalmente riconducibile a una flessione della domanda, che in certi paesi ha fatto seguito al recente boom delle costruzioni. Il rialzo dei tassi di interesse sulle ipoteche, l'incipiente rallentamento economico e gli elevati livelli di indebitamento delle famiglie hanno anch'essi contribuito in varia misura al calo della domanda di abitazioni in diversi paesi.

Il rallentamento dei prezzi immobiliari ha interessato anche i fabbricati commerciali. Negli anni recenti i prezzi di questi ultimi avevano subito un'accelerazione in alcuni paesi, seppure a partire da un livello più basso di quello degli immobili residenziali e con maggiori differenze tra i vari paesi (tabella VII.4). Inoltre, sono parimenti aumentate le esposizioni bancarie al

Il netto rallentamento dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni ...

... si propaga al mercato degli immobili commerciali

## Settore degli immobili commerciali USA



settore. Quelle in forma diretta rappresentano quasi il 14% delle attività detenute dalle banche statunitensi, una quota che nel caso delle banche di medie dimensioni è salita dal 19 al 33% negli ultimi sei anni (grafico VII.7).

Nel periodo in rassegna, tuttavia, vi sono state crescenti indicazioni di una maggiore sensibilità degli investitori al rischio connesso con la proprietà immobiliare non residenziale. La tendenza all'incremento dell'emissione di titoli garantiti da investimenti in questo mercato ha segnato un'inversione durante lo scorso anno. Nel contempo, gli spread su tali titoli si sono decisamente ampliati (grafico VII.7, diagramma di destra). Queste evidenze contrastano con le segnalazioni di un graduale allentamento dei criteri di affidamento negli ultimi anni, analogo a quello osservato nei mercati delle ipoteche residenziali.

### La turbolenza in prospettiva

L'episodio di forte tensione che ha caratterizzato il panorama finanziario a partire dalla metà del 2007 è verosimilmente tra i più gravi registrati in epoca recente. Esso ha colpito numerose istituzioni finanziarie e si è dimostrato più persistente di molti altri casi di instabilità generalizzata del sistema finanziario. Dal punto di vista delle autorità, alcune delle questioni più importanti sollevate dalle turbolenze riguardano le possibili interazioni tra i settori finanziario e reale dell'economia. Una questione fondamentale è se il ciclo creditizio non stia precorrendo il ciclo produttivo, nella misura in cui le istituzioni finanziarie reagiscono all'indebolimento dei bilanci inasprendo l'offerta di credito. Inoltre, la trasmissione delle tensioni attraverso il mercato bancario internazionale indica che le ripercussioni economiche potrebbero essere di portata più ampia di quanto facessero ritenere i focolai di crisi originari. Un'ultima serie di quesiti riguarda il rischio sistemico e il ruolo del modello di intermediazione finanziaria *originate-to-distribute* nel determinare la natura di tale rischio.

## Il ciclo del credito

Le forti turbative durante il periodo in esame hanno costretto le imprese finanziarie a rivedere i propri piani operativi. In molti casi, a fronte di un restringimento della base patrimoniale, le società hanno dovuto ricorrere a ricapitalizzazioni di emergenza per preservare il loro *franchise value* nelle rispettive aree di attività. Una questione essenziale in prospettiva riguarda tuttavia la misura in cui le ricadute delle turbolenze incideranno sull'offerta di credito al settore non finanziario.

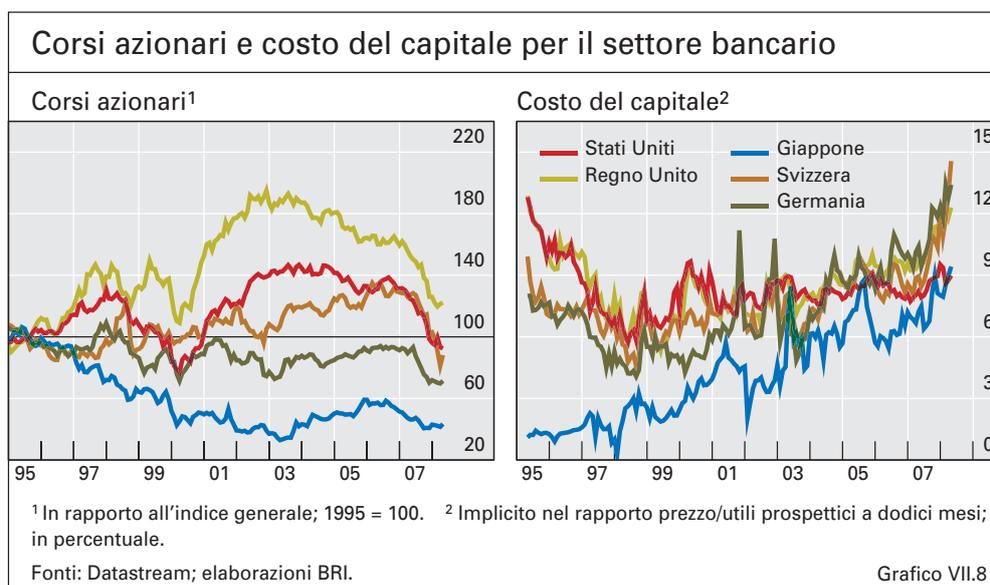
Le svalutazioni di attivi connessi a mutui ipotecari e la possibilità di un ulteriore deterioramento della qualità degli impieghi hanno spinto numerose banche a cercare di risanare i propri bilanci. Molte grandi istituzioni lo hanno fatto nella forma più esplicita della raccolta di nuovo capitale azionario tramite collocamenti pubblici o privati per un ammontare dell'ordine di \$200 miliardi (tabella VII.3). Queste operazioni sono state particolarmente onerose nelle condizioni di mercato avverse in cui i timori degli investitori per la fragilità delle imprese finanziarie hanno pesato sui corsi delle loro azioni (grafico VII.8). Tuttavia, per alcuni istituti i costi finanziari e di reputazione di un'azione immediata sono stati più che compensati dai vantaggi derivanti dall'aver evitato un'ulteriore riduzione nella disponibilità di capitale e preservato risorse patrimoniali sufficienti a sostenere il valore della propria posizione di mercato. Queste misure hanno altresì ricevuto l'approvazione delle autorità di vigilanza, che hanno incoraggiato le banche a considerare i propri livelli di capitalizzazione con occhio critico e a rimediare tempestivamente alle debolezze.

Un altro e più diffuso tipo di reazione delle imprese finanziarie è consistito in una strategia più difensiva in termini di crescita del bilancio. Il deterioramento delle attività ha spinto i prestatori a ridurre la propria esposizione ai segmenti del mercato maggiormente colpiti, come quelli dei mutui ipotecari e del credito al consumo. Le indagini di mercato concordano nell'evidenziare un inasprimento delle condizioni creditizie in queste aree. Ciò vale non solo per gli Stati Uniti, dove la qualità di tali crediti è chiaramente peggiorata, ma anche in Europa, dove i problemi di questo tipo appaiono molto meno

Le pesanti perdite costringono le banche ...

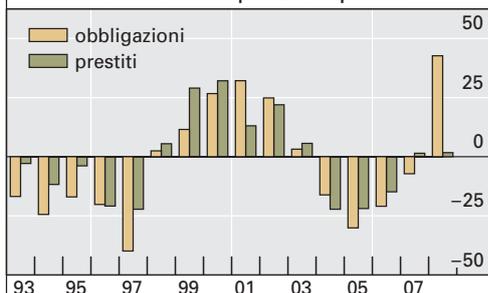
... a raccogliere nuovo capitale ...

... e a inasprire l'offerta di credito

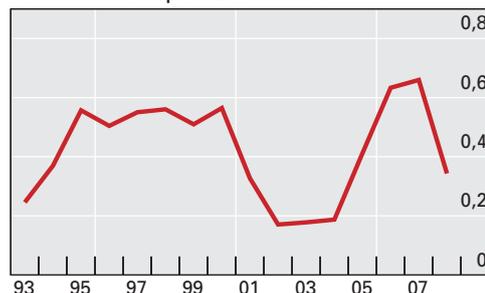


## Prezzo del rischio sui mercati obbligazionario e dei prestiti sindacati

Media delle discrepanze di prezzo<sup>1</sup>



Sensibilità di prezzo relativa<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Discrepanze medie (in punti base), ponderate per l'importo dell'operazione, fra gli spread effettivi (su obbligazioni o prestiti) e quelli desunti da un modello che incorpora tassi di interesse a breve, rating, vita residua, garanzie personali e reali, rischio valutario e importo dell'operazione. Un valore negativo indica che gli spread di mercato sono inferiori a quelli desunti dal modello. <sup>2</sup> Sensibilità relativa variabile nel tempo dei prezzi di prestiti e obbligazioni rispetto al rischio di credito, stimata come coefficiente di regressione dei tassi di interesse dei prestiti sull'indice di rendimento delle obbligazioni societarie di pari rating. Le altre variabili comprendono l'importo e la scadenza dell'operazione. Un valore di 0,5 indica che la differenza di spread fra due operazioni, una con un rating più basso dell'altra, è inferiore del 50% per i prestiti rispetto alle obbligazioni.

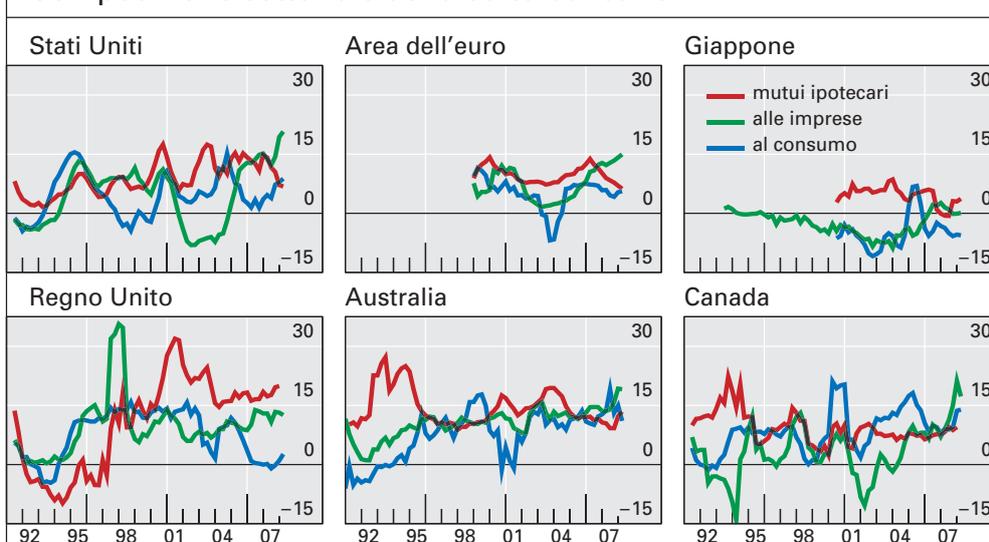
Fonti: Dealogic; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VII.9

pronunciati (si vedano in proposito il Capitolo II e il grafico II.12, diagramma di destra). Vi sono indicazioni che la disponibilità di credito per il settore delle imprese sia parimenti sotto pressione, a causa degli standard creditizi più stringenti applicati dalle banche. Degna di nota è in particolare la scomparsa dei contratti di prestito con clausole meno restrittive, che erano divenuti sempre più diffusi durante il recente boom dei finanziamenti ad alto grado di leva. Si è osservato anche un ampliamento generale degli spread creditizi, sebbene meno pronunciato che nel mercato obbligazionario (grafico VII.9).

In numerosi paesi l'espansione del credito totale è diminuita leggermente rispetto ai massimi raggiunti di recente (grafico VII.10). Per vari motivi,

## Composizione settoriale del credito bancario<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Crescita percentuale annua.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

Grafico VII.10

tuttavia, queste statistiche possono talvolta sottostimare la contrazione nell'offerta di credito. Una delle ragioni è che, in seguito alla perdita di valore degli strumenti cartolarizzati, le banche sponsor hanno nuovamente iscritto in bilancio i portafogli che erano stati collocati presso entità giuridiche separate nel quadro della cartolarizzazione. Tali decisioni sono state dettate in parte dagli impegni di finanziamento esistenti nei confronti di queste entità e in parte dalla volontà di ridurre al minimo i costi di reputazione per la società derivanti da un loro eventuale fallimento. In secondo luogo, molte grandi banche che avevano utilizzato prestiti per finanziare LBO nelle ultime fasi del boom dei finanziamenti ad alto grado di leva si sono ritrovate con ingenti esposizioni di questo tipo quando la liquidità del mercato secondario di tali crediti si è esaurita nell'estate del 2007. L'accumulo di queste esposizioni, stimato dagli analisti in quasi \$250 miliardi al suo livello massimo, ha gravato sui bilanci delle banche. La graduale riapertura del mercato verso la fine del periodo in esame è stata in parte favorita dall'interesse mostrato dai fondi di *private equity*. Infine, l'ultima ragione per cui i dati complessivi sovrastimano forse l'offerta di nuovo credito è che, una volta iniziata la stretta creditizia, i mutuatari fanno ricorso in genere alle linee creditizie precedentemente costituite presso le proprie banche.

La disponibilità di credito a breve e a medio termine dipenderà da vari fattori. Due questioni fondamentali, strettamente interconnesse, sono la misura in cui le banche riusciranno a ricostituire le proprie riserve patrimoniali e il modo in cui evolverà la qualità dei loro attivi. Quest'ultimo elemento è a sua volta intimamente legato agli sviluppi del contesto macroeconomico.

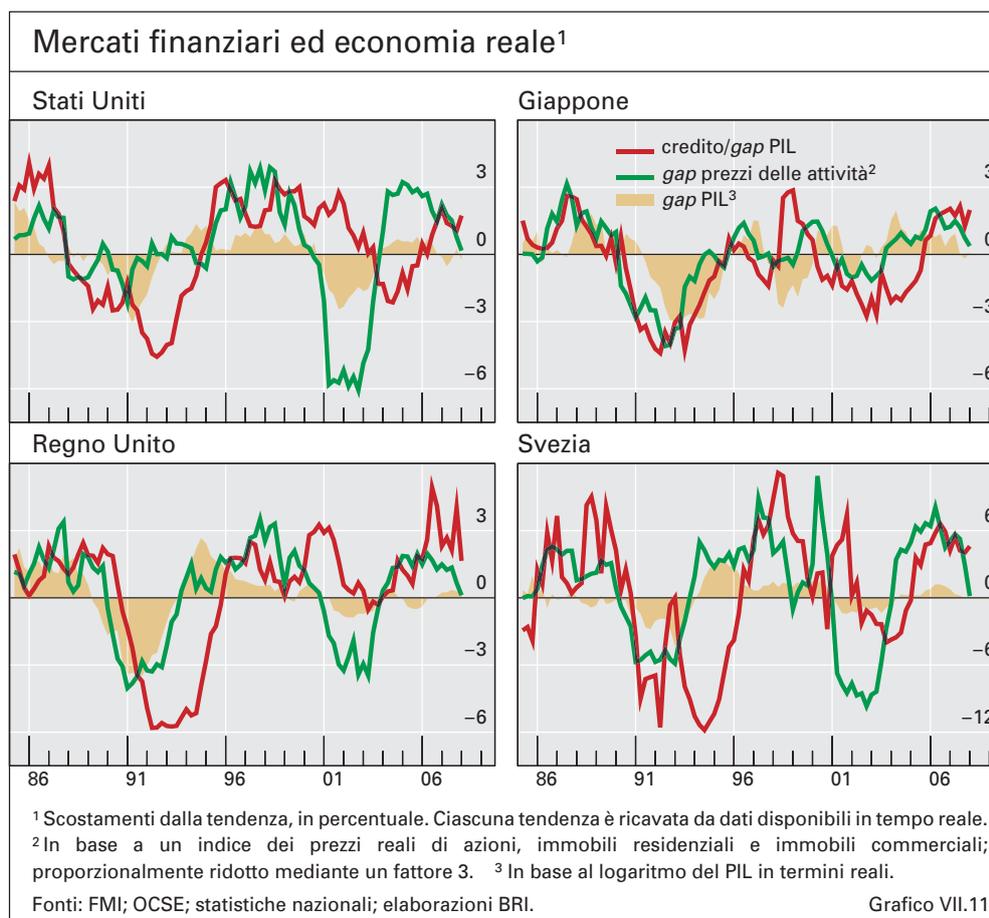
I precedenti episodi di turbolenza nel settore finanziario possono offrire qualche indicazione sui probabili sviluppi futuri, ma di certo non una previsione esatta. Le analogie tra l'attuale svolta nel ciclo creditizio e quelle che hanno avuto luogo negli ultimi venti anni risultano evidenti osservando il profilo dell'espansione creditizia, i prezzi degli strumenti finanziari e l'attività economica (grafico VII.11). Indipendentemente dalle loro caratteristiche specifiche, i passati episodi di turbolenza sono stati preceduti in genere da periodi di espansione del credito superiore alla media e da boom dei prezzi delle attività, molto spesso sospinti dai valori immobiliari. Tali periodi si sono accompagnati a un allentamento degli standard creditizi e a una diminuzione del prezzo del rischio (grafico VII.9, diagramma di sinistra), che hanno in genere rispecchiato una forte espansione dell'attività economica.

L'inversione di tendenza nella fase discendente del ciclo è stata spesso assai brusca. Gli indicatori del settore finanziario hanno generalmente anticipato l'attività reale, in quanto l'indebolimento dell'espansione del credito e la flessione dei prezzi degli strumenti hanno preceduto il rallentamento del PIL e della spesa. La solidità delle istituzioni finanziarie si è deteriorata nelle fasi contrattive, come indicato dalla flessione degli indicatori di performance. Pur essendo difficile inferire nessi causali di ordine generale da questi riscontri, le dinamiche concernenti il settore finanziario, l'espansione del credito, i prezzi degli attivi, nonché l'economia reale evidenziano senz'altro una stretta interdipendenza.

Guardando oltre il breve termine, i principali rischi sembrano risiedere nella reazione della domanda aggregata alla più debole posizione delle

L'andamento del ciclo del credito è interconnesso ...

... con quello dell'economia reale



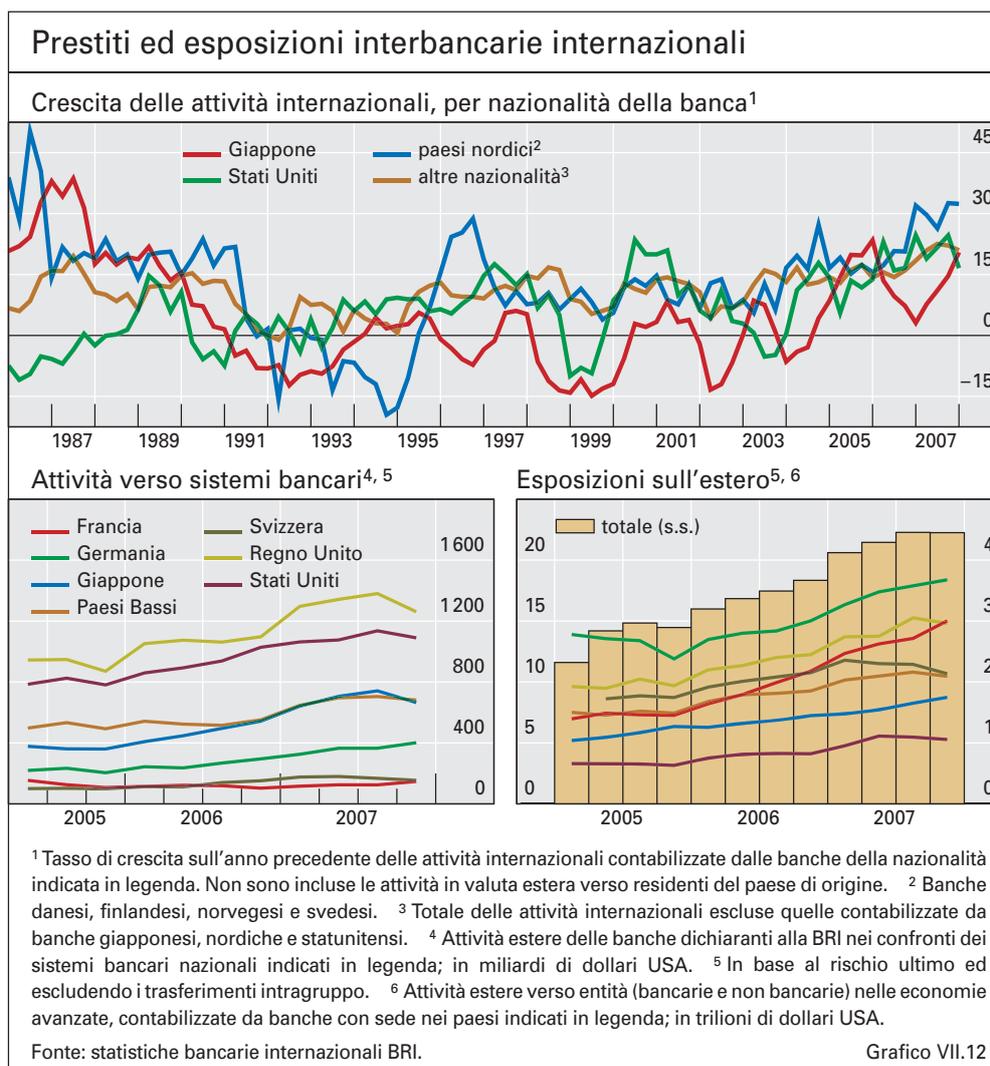
banche e all'inasprimento degli standard creditizi. Poiché in numerosi paesi il debito delle famiglie rimane elevato, una restrizione dell'offerta di credito è destinata a incidere sul profilo della spesa (Capitolo II). Il livello su cui finiranno per assestarsi i prezzi delle abitazioni e la durata del processo di stabilizzazione potrebbero costituire un fattore molto importante nelle economie che hanno registrato i boom immobiliari più pronunciati.

#### *Il mercato bancario internazionale e la trasmissione delle tensioni*

La crescente internazionalizzazione della finanza fa sì che lo stato di salute del sistema bancario di un paese possa essere rilevante anche al di fuori dell'economia interna. Alcune grandi istituzioni costituiscono il fulcro del mercato bancario internazionale. Persistenti difficoltà presso di esse possono avere un impatto sulle condizioni finanziarie che travalica i confini nazionali.

Gli anni novanta offrono esempi di crisi bancarie nei paesi industriali avanzati con conseguenze internazionali dirette. Le banche giapponesi hanno ridotto la loro operatività all'estero in risposta alle perdite su crediti causate dallo scoppio della bolla dei prezzi delle attività (grafico VII.12, diagramma superiore). In conseguenza di un protratto periodo di crescita generalmente negativa, la quota delle banche nipponiche sul totale delle attività internazionali è scesa dal 38% nel 1990 a meno dell'8% nel 2007. La crisi bancaria dei paesi nordici ha avuto un effetto analogo nel ridurre le attività internazionali delle banche locali, sebbene da un livello molto inferiore. Anche i casi in cui si è

Le tensioni potrebbero avere conseguenze internazionali attraverso ...



contratta l'operatività internazionale delle banche statunitensi hanno coinciso con fasi di turbolenza finanziaria interna, in particolare alla fine degli anni ottanta, agli inizi degli anni novanta e nell'autunno 1998.

In ognuno di questi casi le banche coinvolte hanno ridotto il credito erogato tramite i loro sportelli internazionali situati in varie parti del mondo. Questi tagli hanno rappresentato pertanto per l'offerta di credito nel paese ospitante uno shock negativo, indotto dalla situazione delle banche nel paese di origine. Per contro, durante la maggior parte degli anni novanta i prestiti transfrontalieri concessi dalle banche internazionali hanno seguito un ciclo più moderato, registrando una crescita negativa solo per breve tempo nel 1992.

Il mercato bancario internazionale si è notevolmente sviluppato da allora, e parallelamente è aumentato l'impatto internazionale che potrebbe avere un'analoga contrazione oggi. Le attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate da \$6 trilioni nel 1990 a \$37 trilioni nel 2007 (pari al 70% del PIL mondiale) e i crediti totali verso i mercati emergenti, inclusi i prestiti transfrontalieri e quelli erogati localmente dalle banche estere, hanno superato i \$4 trilioni. Il disimpegno delle istituzioni di un importante sistema bancario nazionale dall'attività creditizia internazionale potrebbe incidere

... una contrazione dei prestiti transfrontalieri ...

negativamente sulle economie industriali avanzate e ostacolare al tempo stesso il finanziamento dei mercati emergenti (Capitolo III). Diverse economie emergenti in Europa e nell'America latina sono divenute più dipendenti dal credito bancario estero, sia attraverso operazioni transfrontaliere sia per il tramite di filiali locali. Ciò detto, i dati disponibili sino alla fine del 2007 mostrano che il credito bancario ai mercati emergenti ha continuato ad accelerare, contrariamente a quanto accaduto per l'attività bancaria tra le economie industriali avanzate.

... e i legami  
interbancari

Anche se le condizioni delle banche attive sul piano internazionale possono essere considerate oggi meno problematiche che agli inizi degli anni novanta, le esposizioni comuni di queste istituzioni (comprese quelle verso gli strumenti ipotecari USA) sono aumentate, così come le interconnessioni tramite i canali interbancari, gli impegni di credito e le garanzie. Di fatto, hanno cominciato a emergere i primi segnali di una contrazione dell'attività creditizia. Le banche attive internazionalmente hanno iniziato a ridimensionare la propria esposizione diretta verso vari sistemi bancari nazionali. Sono soprattutto calati i crediti interbancari nei confronti delle istituzioni britanniche, francesi e statunitensi, seguiti da quelli verso le banche tedesche e svizzere (grafico VII.12, diagramma in basso a sinistra). A loro volta, diversi importanti sistemi bancari, tra cui quelli di Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera, mostrano una certa tendenza a ridurre la loro esposizione internazionale complessiva (diagramma in basso a destra). La presenza di stretti legami bancari transfrontalieri avvalorava l'opinione secondo cui il protrarsi di tensioni a livello di banche con operatività internazionale rischia di produrre un disimpegno dall'attività creditizia internazionale con potenziali ricadute ben al di là dei principali centri finanziari.

#### *Il modello operativo originate-to-distribute*

Il nuovo modello  
operativo *originate-  
to-distribute* ...

Molti elementi della recente turbolenza nei mercati del credito trovano riscontro in precedenti cicli finanziari e, in quanto tali, fanno parte dei meccanismi che determinano l'alternanza fra periodi di boom finanziario e fasi di forte contrazione. Un elemento relativamente nuovo, peculiare dell'ultimo episodio di tensione, è il ruolo centrale del cosiddetto modello operativo *originate-to-distribute* (OTD) nell'intermediazione finanziaria. Tale modello si basa sulla dispersione delle esposizioni creditizie originarie attraverso i mercati per il trasferimento dei rischi e utilizza una struttura stratificata di operatori nei diversi stadi del processo, dalla creazione alla ricomposizione e allocazione finale del rischio. Sebbene la cartolarizzazione non sia un'innovazione recente, negli ultimi anni la sua espansione si era notevolmente accelerata, grazie in particolare all'introduzione di strutture più complesse.

... facilita il  
trasferimento del  
rischio ...

La crescita dei mercati della cartolarizzazione è stata parte integrante della fase espansiva dell'attuale ciclo del credito. L'innovazione finanziaria, sotto forma di nuove strutture che gestiscono la distribuzione agli investitori finali dei flussi di cassa generati dalle attività cartolarizzate, ha costituito un importante fattore alla base dell'abbondante offerta di credito alle famiglie e alle imprese. La trasformazione di ipoteche in titoli costituiti da tranche con profili di rischio differenti ha dato impulso al finanziamento da parte di varie

tipologie di investitori con diversi gradi di tolleranza al rischio. Inoltre, la più ampia distribuzione del rischio sull'insieme del sistema finanziario ha verosimilmente contribuito alla riduzione dei premi, poiché gli investitori si sono sentiti maggiormente in grado di far corrispondere la propensione al rischio alla composizione dei portafogli.

Per contro, le perturbazioni che avevano innescato la fase contrattiva del ciclo hanno messo in luce talune carenze di questo modello di intermediazione finanziaria, in particolare per quanto riguarda alcune prassi introdotte più di recente. Tali carenze concernono principalmente l'interazione tra gli incentivi dei singoli operatori nella catena della cartolarizzazione e la qualità del flusso di informazioni. Il buon esito del processo di cartolarizzazione si fonda sulla complementarità delle funzioni dei diversi attori, affinché le decisioni prese in ciascuna fase siano basate su informazioni adeguate e conducano a una migliore allocazione del rischio e delle risorse economiche.

I prestatori originari svolgono un ruolo chiave nel successo di una struttura di cartolarizzazione. Le informazioni generate da altri partecipanti negli stadi successivi sono nel migliore dei casi un sostituto imperfetto del giudizio di qualità formulato dall'istituzione che ha originato il credito. Le lacune informative derivanti dall'inosservanza della dovuta diligenza o da criteri di affidamento poco rigorosi in questa fase iniziale sono molto difficili da colmare. Carenze simili sono evidenti nel mercato della cartolarizzazione dei mutui *subprime*. La concorrenza tra i prestatori originari, che non intendevano in nessun caso accollarsi il rischio ed erano motivati solo dai proventi legati al volume dell'operazione, ha contribuito all'allentamento degli standard di accertamento e di documentazione dei prestiti ipotecari. Nei casi più estremi i mutui sono stati concessi a prenditori che chiaramente non sarebbero stati in grado di rimborsarli, se non nell'ipotesi molto ottimistica di un futuro apprezzamento delle abitazioni.

Gli intermediari finanziari specializzati nella creazione e nella gestione di veicoli di cartolarizzazione sono soggetti a incentivi analoghi. Il loro guadagno è prevalentemente legato al volume delle operazioni piuttosto che al profilo di rischio/rendimento sottostante delle attività cartolarizzate. Essi sopportano in genere solo una quota modesta del rischio, e nella situazione di euforia che ha caratterizzato il boom del mercato sono riusciti a ridurre significativamente tale esposizione. Inoltre, la creazione di strutture complesse che inseriscono diversi strati di cartolarizzazione tra la base originaria di attività e i flussi di cassa corrisposti agli investitori finali ha spesso occultato il rischio sostenuto dai gestori delle strutture.

Uno dei ruoli essenziali dell'investitore finale che sopporta il rischio ultimo consiste nell'introdurre disciplina nel processo di cartolarizzazione richiedendo e ottenendo informazioni pertinenti sui rischi sottostanti prima di assumere posizioni. L'incentivo in tal senso è stato tuttavia attenuato dal fatto che una quota molto ampia dei prodotti creati tramite le nuove e complesse operazioni di cartolarizzazione si configurava come attività senior e aveva ricevuto la notazione più alta dalle agenzie di rating. Il compenso ricevuto da investitori in questa classe di strumenti, seppure generoso rispetto ad altri strumenti con analogo merito di credito, non è sufficiente a giustificare gli sforzi richiesti da

... ma presenta carenze strutturali ...

... nel processo di accensione dei prestiti ...

... di cartolarizzazione ...

uno scrutinio approfondito dei rischi sottostanti nelle transazioni altamente strutturate. Le decisioni di tali investitori sono quindi basate su valutazioni esterne del rischio e sull'esercizio della debita diligenza da parte dei cosiddetti investitori *mezzanine*, che detengono tranche di rating inferiore e a più alto rendimento. Tuttavia, la capacità di questi ultimi di vagliare la qualità e imporre disciplina finanziaria è stata indebolita dall'ingente volume di emissioni cartolarizzate immesse sul mercato negli ultimi anni, che superava le loro risorse. Inoltre, la prassi della cartolarizzazione stratificata, che ha creato nuove strutture e attività senior addizionali mediante la ricomposizione di tranche *mezzanine* di attivi cartolarizzati, ha ulteriormente ridotto la capacità di questa classe di investitori di valutare e monitorare correttamente i rischi.

... e di attribuzione  
dei rating

Il diffondersi delle forme più complesse di cartolarizzazione può aver attenuato gli incentivi dei prestatori originari e dei gestori a osservare i requisiti di dovuta diligenza, accrescendo l'importanza dei rating creditizi per il funzionamento del mercato. Gli investitori nelle tranche a più alto merito di credito hanno fatto maggiore affidamento sulle valutazioni delle agenzie di rating, spesso senza considerare che tali giudizi riguardano principalmente le perdite su crediti medie (o attese) e non danno pienamente conto dello spettro potenziale di tali perdite. In effetti, la complessità delle strutture di cartolarizzazione stratificata ha fatto sì che questo spettro fosse molto più ampio rispetto alle obbligazioni e ai prestiti con merito di credito analogo. I rating prescindono inoltre dalle possibili perdite derivanti dall'interazione tra i fattori di rischio di credito e di mercato, che sono parimenti più pronunciate in alcune di queste strutture. A seguito degli insegnamenti tratti dalla turbolenza, gli investitori sembrano ora rifuggire dalla complessità, mentre le agenzie di rating hanno cominciato ad adoperarsi per comunicare meglio le importanti sfumature nei loro giudizi.

Iniziative per porre  
rimedio alle  
carenze

Nonostante le evidenti imperfezioni ampiamente messe in luce dalla fase di tensioni, il modello OTD continua a presentare potenziali vantaggi per le singole istituzioni e per l'efficienza del sistema finanziario nel suo insieme. La principale sfida che si pone agli operatori e alle autorità consiste nell'affrontare queste carenze e valorizzare al tempo stesso gli aspetti positivi del modello. Diverse iniziative sono in corso. A livello di settore privato si possono citare le iniziative tese a migliorare la documentazione originaria e la diffusione delle informazioni lungo tutta la catena della cartolarizzazione, a riconoscere più esplicitamente che la disciplina è maggiore se a ogni stadio del processo gli operatori mantengono un'esposizione adeguata al rischio complessivo, nonché gli sforzi delle agenzie di rating per affinare le proprie valutazioni. Le autorità stanno parimenti cercando di integrare gli insegnamenti appresi sui rischi insiti in strutture di cartolarizzazione più complesse nella concezione e attuazione di standard prudenziali e di ovviare alle debolezze evidenziate dai legami tra liquidità di mercato e di rifinanziamento e il rischio complessivo degli istituti finanziari.

Un insegnamento generale tratto dalla turbolenza finanziaria è la stretta interdipendenza dei mercati e delle istituzioni nel funzionamento e nella resilienza del sistema finanziario. Il modello di intermediazione finanziaria OTD si fonda sul presupposto che il rischio sia trasferito in definitiva agli investitori

tramite operazioni di mercato. Nondimeno, come hanno dimostrato gli eventi nel periodo in rassegna, è il capitale delle istituzioni finanziarie che in ultima analisi sorregge la stabilità di tutte queste transazioni. Come rilevato in precedenza, i prestatori originari e i gestori di attività cartolarizzate sono stati soggetti a pressioni per fornire supporto alle strutture di cartolarizzazione e ai veicoli di investimento cui esse erano associate. Le incertezze circa la capacità degli istituti di sostenere le perdite relative alle esposizioni hanno provocato un clima di sfiducia generale nei confronti degli strumenti cartolarizzati e il blocco dell'attività non soltanto sul mercato dei titoli precedentemente emessi ma anche su quello primario. Alla fine, con l'esaurirsi della liquidità nei mercati monetari, il finanziamento dei veicoli fuori bilancio è dipeso esclusivamente dalla capacità delle istituzioni sponsor di onorare i propri impegni a fornire linee creditizie di appoggio.

Dal punto di vista dell'azione di vigilanza, questa interdipendenza tra imprese finanziarie e mercati depone a favore di un rafforzamento degli aspetti macroprudenziali nella definizione del quadro operativo e nel dosaggio dei relativi strumenti. Le carenze del modello *originate-to-distribute* sono principalmente imputabili al fatto che i singoli attori non hanno saputo sviluppare una visione olistica dei rischi poiché si sono concentrati su una ristretta prospettiva individuale, perdendo di vista i fattori di rischio e le interconnessioni di natura sistemica. Le politiche che adottano una prospettiva altrettanto limitata possono parimenti non essere in grado di attuare *ex ante* misure preventive allorché si accumulano i rischi di interazioni dirimenti. Al tempo stesso, la gestione della fase di stress ha già evidenziato come, per essere efficace, la risposta delle autorità possa comportare interventi volti ad attenuare le tensioni sui mercati e ad aiutare al tempo stesso le istituzioni a fronteggiare le difficoltà.