

III. Il settore finanziario sotto stress

Durante il periodo in rassegna le imprese del settore finanziario sono state soggette a tensioni estreme. La turbolenza originatasi agli inizi del 2007 nel mercato dei mutui ipotecari *subprime* è andata trasformandosi in un'autentica crisi, che a metà settembre 2008 ha assunto proporzioni storiche. Per le società finanziarie si è inaugurato un protratto periodo di illiquidità dei mercati delle attività e delle fonti di provvista, e di perdite enormi. Molte di esse sono fallite. Fra tutte spicca Lehman Brothers, il cui tracollo ha avuto un ruolo catalitico nella dinamica della crisi (Capitolo II). Altre istituzioni hanno sfiorato la bancarotta prima di essere assorbite da imprese maggiori o dall'operatore pubblico. Le autorità hanno attuato interventi di portata e di natura senza precedenti.

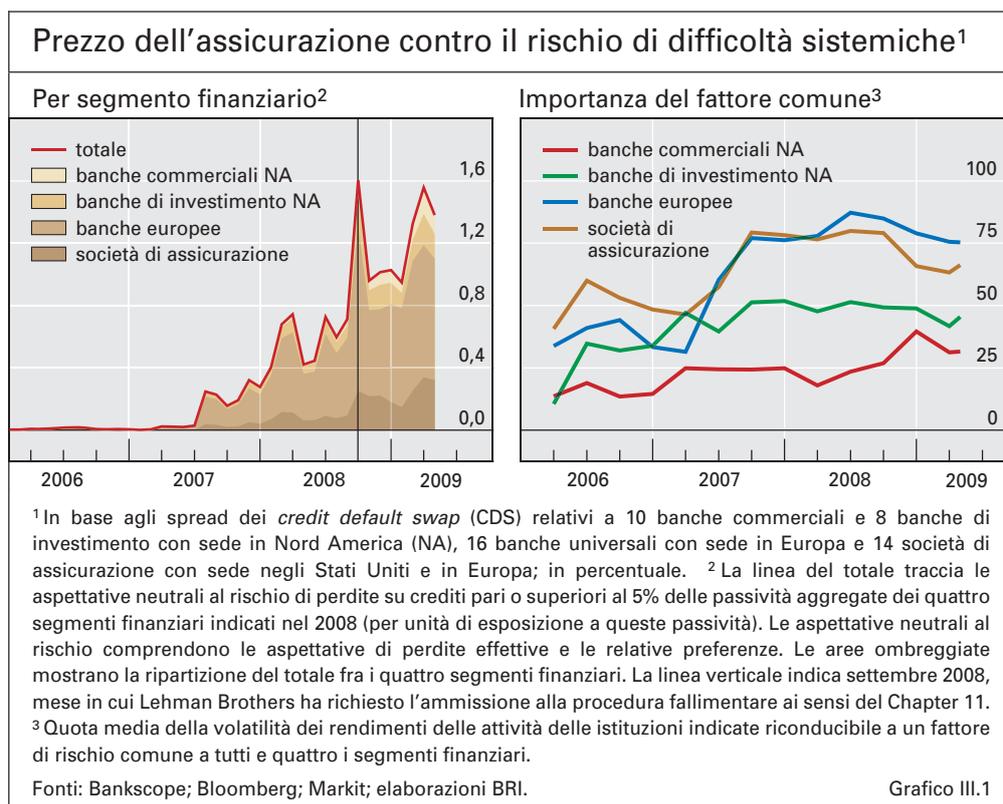
A medio termine lo stato di salute delle imprese finanziarie dipenderà dall'interazione fra le modalità di risposta alle perdite e gli andamenti macroeconomici. Tale interazione diventa particolarmente forte allorché si erode la base patrimoniale. Nella prima fase della crisi il capitale fornito dagli investitori privati ha sopportato l'onere delle svalutazioni dei portafogli mobiliari. Nelle fasi successive esso ha dovuto essere integrato su vasta scala con risorse del settore pubblico per far fronte alle crescenti perdite su crediti indotte dal rapido deteriorarsi del contesto macroeconomico. I tempi e i modi della ripresa dipenderanno in maniera cruciale dalla capacità degli intermediari finanziari di gestire le loro posizioni di leva e di capitale proprio in un contesto operativo difficile, senza ridurre oltremisura il flusso di credito all'economia.

In un'ottica di più lungo periodo la crisi reca importanti insegnamenti in ordine alla struttura e alla stabilità del sistema finanziario. Gli eventi degli ultimi due anni hanno messo in chiara evidenza come possano divenire forti le interdipendenze fra le diverse componenti del sistema finanziario. Gli operatori del mercato, e presumibilmente anche le autorità di vigilanza, hanno sottostimato le complementarità dei ruoli svolti dai diversi attori lungo la catena della cartolarizzazione, le strette interconnessioni fra i mercati e le istituzioni, e l'interazione fra i mercati delle attività e la provvista di liquidità.

Le decisioni degli operatori privati e delle autorità di fronte alla crisi contribuiranno a plasmare la nuova fisionomia del settore finanziario. La loro azione è destinata ad esempio a influire non soltanto sui tempi con cui l'attività di intermediazione saprà adeguarsi alla disponibilità di capitale nell'attuale congiuntura, bensì anche sul tipo di istituzioni che emergeranno dalla crisi. Le scelte di parte privata e ufficiale determineranno inoltre se proseguirà la secolare tendenza verso una maggiore apertura internazionale.

Le istituzioni finanziarie in difficoltà

Lo scorso anno la performance delle imprese finanziarie ha subito un drastico deterioramento. Sono ancora aumentate le svalutazioni di attivi rispetto ai



livelli registrati nella fase iniziale della crisi, prima del marzo 2008. I proventi si sono ridotti e nel contempo sono decisamente cresciuti i costi di finanziamento. La crisi ha colpito un ampio ventaglio di istituzioni e di paesi. Le pressioni sul sistema finanziario sono state amplificate dagli effetti di retroazione prodotti dal rapido declino dell'attività economica mondiale, che ha ulteriormente gravato su bilanci e utili.

Una crisi sistemica

I crescenti timori del mercato circa la solvibilità del settore finanziario hanno causato un'impennata del costo dell'assicurazione per il rischio di insolvenza di singole società e del sistema più in generale. I premi sui *credit default swap* (CDS) riferiti a tali società si sono ampliati in tutti i segmenti del settore finanziario e in tutte le aree geografiche. Il prezzo dell'assicurazione contro le perdite di portata sistemica nel settore finanziario è aumentato in una serie di ondate successive. Esso ha segnato un nuovo massimo durante la terza e più acuta fase della crisi, iniziata a metà settembre 2008, raddoppiando rispetto al picco di sei mesi prima (grafico III.1, diagramma di sinistra). La natura sistemica dell'episodio trova riflesso nell'accresciuta importanza di un fattore comune di rischio di insolvenza nei vari segmenti del sistema finanziario globale, particolarmente evidente nel caso delle compagnie di assicurazione e delle banche europee (grafico III.1, diagramma di destra).

Redditività bancaria

Lo scorso anno la redditività delle banche si è fortemente degradata a causa delle perdite registrate sui portafogli titoli valutati ai prezzi correnti e del progressivo scadimento della qualità dei crediti dovuto all'aggravarsi della

Proventi delle banche in caduta ...

recessione. Benché il declino dei profitti bancari abbia avuto portata mondiale, il modo in cui le aziende hanno risentito della crisi ha differito a seconda delle circostanze dei rispettivi mercati nazionali.

... negli Stati Uniti ...

Negli Stati Uniti lo scorso anno i profitti bancari al lordo delle imposte si sono più che dimezzati rispetto al livello di un anno prima (tabella III.1). Il risultato per l'intero esercizio non rende tuttavia conto del netto deterioramento intervenuto nella seconda parte del 2008. Ad esempio, nel quarto trimestre una banca statunitense su tre ha registrato un utile negativo, e il settore nel suo insieme ha segnato la prima perdita trimestrale dal 1990. Anche il margine di interesse netto si è ridotto, specie nel caso delle banche minori, per le quali è stato difficile abbassare i tassi sui depositi. Tutto ciò si è tradotto in un forte aumento dei dissesti bancari. Nel 2008 sono fallite 25 istituzioni raccoglitrice di depositi, con attività totali per \$372 miliardi, un importo circa dieci volte superiore a quello registrato in occasione del precedente picco dei dissesti bancari nel 1993. Il solo fallimento di Washington Mutual è ammontato a \$307 miliardi, la cifra più elevata della storia bancaria americana (tabella II.1). L'istituto è stato infine assorbito da JPMorgan Chase, un'altra grande banca, con l'assistenza delle autorità di vigilanza. Inoltre, l'elenco delle banche problematiche stilato dal fondo di tutela dei depositi è salito a ben 252 unità, per un totale di bilancio di circa \$159 miliardi. Altri importanti fallimenti sono stati evitati grazie all'acquisizione delle banche in difficoltà a opera di istituti con bilanci più solidi.

... e in Europa

In Europa il quadro generale dei risultati economici delle banche nel 2008 è stato sostanzialmente analogo a quello del Nord America. I profitti sono calati ovunque, e le maggiori banche nei Paesi Bassi, nel Regno Unito e in Svizzera hanno accusato in aggregato una perdita netta. In Irlanda, Regno Unito e

Redditività delle maggiori banche ¹												
In percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili lordi di imposta			Margine di interesse netto			Oneri per accantonamenti			Costi operativi		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Australia (4)	1,54	1,42	0,95	1,87	1,70	1,66	0,12	0,13	0,26	1,56	1,38	1,51
Austria (3)	1,48	1,12	0,66	1,72	1,95	2,10	0,34	0,24	0,45	2,17	2,11	2,29
Canada (5)	1,22	1,12	0,48	1,52	1,48	1,42	0,09	0,13	0,21	2,37	2,27	2,00
Francia (5)	0,73	0,41	0,05	0,59	0,49	0,70	0,05	0,09	0,21	1,20	1,19	1,23
Germania (6)	0,43	0,25	-0,41	0,51	0,51	0,63	0,05	0,05	0,19	0,96	0,88	1,18
Giappone (13)	0,46	0,29	0,12	0,48	0,49	0,50	0,04	0,11	0,19	0,49	0,55	0,65
Italia (5)	1,05	0,88	0,29	1,77	1,68	1,94	0,25	0,25	0,42	2,18	1,99	2,31
Paesi Bassi (4)	0,48	0,30	-0,79	1,03	0,85	0,96	0,10	0,09	0,27	1,13	1,01	1,33
Regno Unito (9)	0,90	0,74	-0,10	1,16	1,02	0,81	0,25	0,22	0,40	1,56	1,37	1,28
Spagna (5)	1,37	1,44	1,10	1,64	1,72	1,83	0,31	0,37	0,53	1,75	1,77	1,89
Stati Uniti (9)	1,71	0,98	0,36	2,35	2,28	2,16	0,19	0,51	1,11	2,95	3,31	3,44
Svezia (4)	0,96	0,89	0,67	0,98	0,97	0,99	-0,02	0,02	0,11	0,99	0,96	1,00
Svizzera (6)	0,80	0,38	-1,94	0,51	0,53	0,49	0,00	0,03	0,07	1,53	1,78	2,55

¹ Il numero delle banche considerate nel campione 2008 (per il totale dell'attivo) è indicato fra parentesi. Nel caso di UniCredit Bank Austria e di tutte le banche giapponesi considerate, i dati per il 2008 si riferiscono alle osservazioni di settembre.

Fonte: Bankscope. Tabella III.1

Spagna, data l'intensità del precedente boom degli immobili residenziali, le banche hanno dovuto confrontarsi con sfide particolarmente ardue allorché il mercato delle abitazioni ha iniziato a rallentare. Anche talune banche tedesche hanno sofferto per le esposizioni verso il mercato immobiliare, seppure principalmente in via indiretta, tramite le posizioni in titoli e gli impieghi verso il settore non residenziale. Per le istituzioni francesi e italiane le perdite sugli investimenti nella finanza strutturata sono state più contenute, data la maggiore rilevanza della loro attività al dettaglio nei rispettivi mercati nazionali. Le banche dell'Europa continentale, a differenza delle loro omologhe britanniche, hanno in parte assorbito le perdite mediante un aumento dei margini di interesse netti.

Vari istituti europei hanno evitato il fallimento grazie al sostegno diretto del settore pubblico (cfr. il Capitolo VI per una trattazione degli interventi di salvataggio in favore del settore finanziario). Di particolare interesse è il caso del gruppo bancario-assicurativo Fortis, la cui notevole operatività internazionale è stata frammentata in conseguenza dell'intervento delle autorità di vigilanza e dell'apporto di fondi pubblici resosi così necessario. In Germania la crisi ha impartito un certo impulso alla ristrutturazione del settore bancario interno, agendo da catalizzatore dell'aggregazione fra vari istituti creditizi, comprese alcune Landesbanken. Al tempo stesso il governo ha promosso altre fusioni, ponendole come condizione per l'ottenimento di assistenza finanziaria.

Essendosi lasciate alle spalle il problema dei crediti in sofferenza del precedente decennio, le banche giapponesi apparivano ben posizionate per trarre vantaggio dalla debolezza delle concorrenti internazionali. Nei primi mesi del 2008 esse hanno effettivamente dato prova di una discreta capacità di tenuta di fronte alle difficoltà che hanno investito le istituzioni creditizie delle altre economie avanzate, grazie alla minore esposizione verso il mercato *subprime* e i prodotti strutturati. Taluni grandi istituti hanno effettuato timidi investimenti nella ricapitalizzazione di banche estere. Tuttavia, la redditività delle aziende di credito nipponiche è rimasta bassa, anche a causa della strutturale ristrettezza dei margini di interesse. Di conseguenza, anche la loro base patrimoniale si è mantenuta debole. I progetti di espansione internazionale sono stati sospesi nella seconda metà dell'anno, allorché l'economia nazionale è entrata in recessione e le perdite si sono intensificate.

Composizione delle perdite bancarie

Con il peggiorare delle condizioni macroeconomiche durante lo scorso anno le istituzioni bancarie hanno subito una progressiva erosione degli utili e crescenti perdite sulle esposizioni creditorie. La mutevole origine delle perdite riflette l'evoluzione della natura dei problemi cui ha dovuto fare fronte il settore.

Nella prima fase della crisi le svalutazioni sono state strettamente legate ai portafogli di negoziazione di prodotti strutturati e titoli collegati alla cartolarizzazione di mutui ipotecari *subprime*. Le perdite sono state amplificate dall'illiquidità dei mercati di tali strumenti, che ha fortemente depresso le loro valutazioni ai prezzi correnti (Capitolo II e tabella III.2). Nonostante la notevole incertezza circa l'ampiezza delle perdite e la loro distribuzione all'interno del sistema, si riteneva che esse fossero circoscritte a una sola categoria di attività.

Fallimenti bancari

Le iniziali perdite per le rettifiche del valore di mercato ...

Composizione delle perdite bancarie annunciate ¹				
In miliardi di dollari USA				
	3° trim.-4° trim. 2007	1° trim.-2° trim. 2008	3° trim.-4° trim. 2008	1° trim. 2009
Titoli	120,5	97,0	106,1	21,0
Accantonamenti	39,2	96,9	149,3	43,9
Immobili	3,2	11,6	55,9	3,0
Prestiti per LBO	8,3	16,4	10,4	2,0
<i>Monoline</i>	7,4	26,5	13,7	13,3
Altri	27,4	47,7	100,4	10,6
Totale	206,0	296,0	435,8	93,7

¹ Le svalutazioni nella valuta originale sono convertite in dollari USA al tasso di cambio di fine periodo. La classificazione si basa sui dati segnalati dalle grandi banche internazionali, i quali potrebbero non essere perfettamente comparabili.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI. Tabella III.2

... cedono il passo a perdite su crediti con l'aggravarsi della recessione

Il rallentamento economico generale intervenuto nelle fasi successive, specie dopo la crisi globale di fiducia del settembre e ottobre 2008, ha fatto sì che le perdite bancarie divenissero più strettamente correlate agli andamenti macroeconomici. In questo periodo la maggior parte delle svalutazioni è stata direttamente connessa con il forte aumento delle insolvenze dei mutuatari (grafico II.6, diagramma di sinistra; grafico IV.5, diagramma di destra), nonché con le insolvenze attese, come mostra l'incremento dell'ammontare e dell'importanza relativa degli accantonamenti.

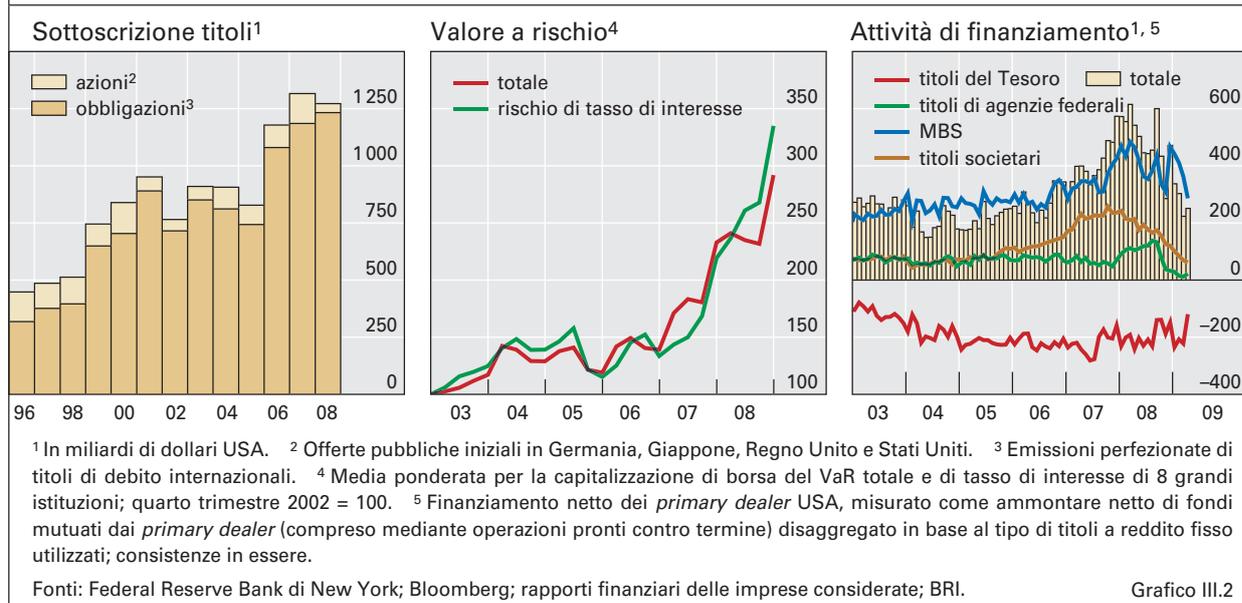
In effetti, nel 2008 gli accantonamenti per perdite su crediti in rapporto alle attività bancarie sono risultati ovunque maggiori che negli anni passati (tabella III.1). Rispetto al 2007, tale rapporto è almeno raddoppiato nel caso delle banche australiane, francesi, statunitensi e svizzere, ed è aumentato in misura ancora superiore per quelle olandesi, svedesi e tedesche. È probabile che i costi dell'intermediazione creditizia continuino a crescere, giacché il rallentamento economico avrà verosimilmente effetti deleteri sulla capacità del settore privato di assicurare il servizio del debito. Le agenzie di rating prevedono un ulteriore aumento degli indici di morosità. Inoltre, la performance dei prestiti bancari alle famiglie dipenderà dalla durata e dall'entità della contrazione dei redditi. I problemi emersi nei portafogli di carte di credito negli Stati Uniti fanno ritenere che gli effetti di trasmissione prodotti dalla disoccupazione sulla morosità siano più forti di quanto indichi l'esperienza storica. La stretta interdipendenza fra i risultati del settore finanziario, l'offerta di credito e la capacità di servizio del debito accresce l'incertezza circa le prospettive generali delle istituzioni bancarie.

Banche di investimento

Il contesto di mercato ostile ...

La crisi ha lasciato profonde cicatrici nel segmento dell'*investment banking*, il più duramente colpito del settore finanziario. L'entità delle perdite, insieme alle difficili condizioni di negoziazione e finanziamento, è risultata particolarmente penalizzante. I portafogli di queste istituzioni presentavano un'esposizione elevata alle classi di attività soggette alle maggiori perdite. Ingenti disponibilità

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



in titoli strutturati, compresi quelli a più alto rischio, ed esposizioni non coperte lungo la catena della cartolarizzazione hanno subito drastiche svalutazioni. L'illiquidità dei mercati di negoziazione e di finanziamento ha avuto effetti particolarmente deleteri sul modello operativo dell'*investment banking*. Infatti, le istituzioni non hanno più potuto contare su un volume crescente di transazioni per generare maggiori redditi o su fonti di finanziamento a breve poco costose e prontamente accessibili per sostenere un elevato grado di leva finanziaria.

Stando agli analisti del settore, nel terzo trimestre 2008, allorché si è bloccata l'attività del mercato, il reddito netto generato dalle maggiori operazioni di *investment banking* è sceso di oltre il 90% rispetto allo stesso periodo dell'anno prima. La crisi ha investito tutte le linee operative. L'attività di sottoscrizione, e i connessi proventi, sono calati parallelamente alle emissioni sul mercato primario (grafico III.2). L'attività di consulenza per le operazioni di fusione e acquisizione ha dato prova di migliore tenuta, ma è anch'essa rallentata nel primo trimestre 2009.

La fine del modello di banca di investimento indipendente costituisce uno degli aspetti più salienti della crisi, che nella sua seconda fase ha visto il quasi tracollo di Bear Stearns, nel marzo 2008, e il fallimento di Lehman Brothers, nel settembre successivo, due fra le maggiori istituzioni indipendenti (Capitolo II). Durante questi sei mesi tutte le altre principali società di Wall Street in condizioni di stress sono state assorbite da organizzazioni bancarie più vaste oppure si sono trasformate in banche ordinarie per poter beneficiare della rete di sicurezza prudenziale. Più in generale, a prescindere dal modello organizzativo adottato, le operazioni di *investment banking* hanno subito un drastico ridimensionamento, con tagli radicali dei posti di lavoro. L'organico di Bear Stearns e Lehman Brothers è stato decurtato di oltre la metà allorché le

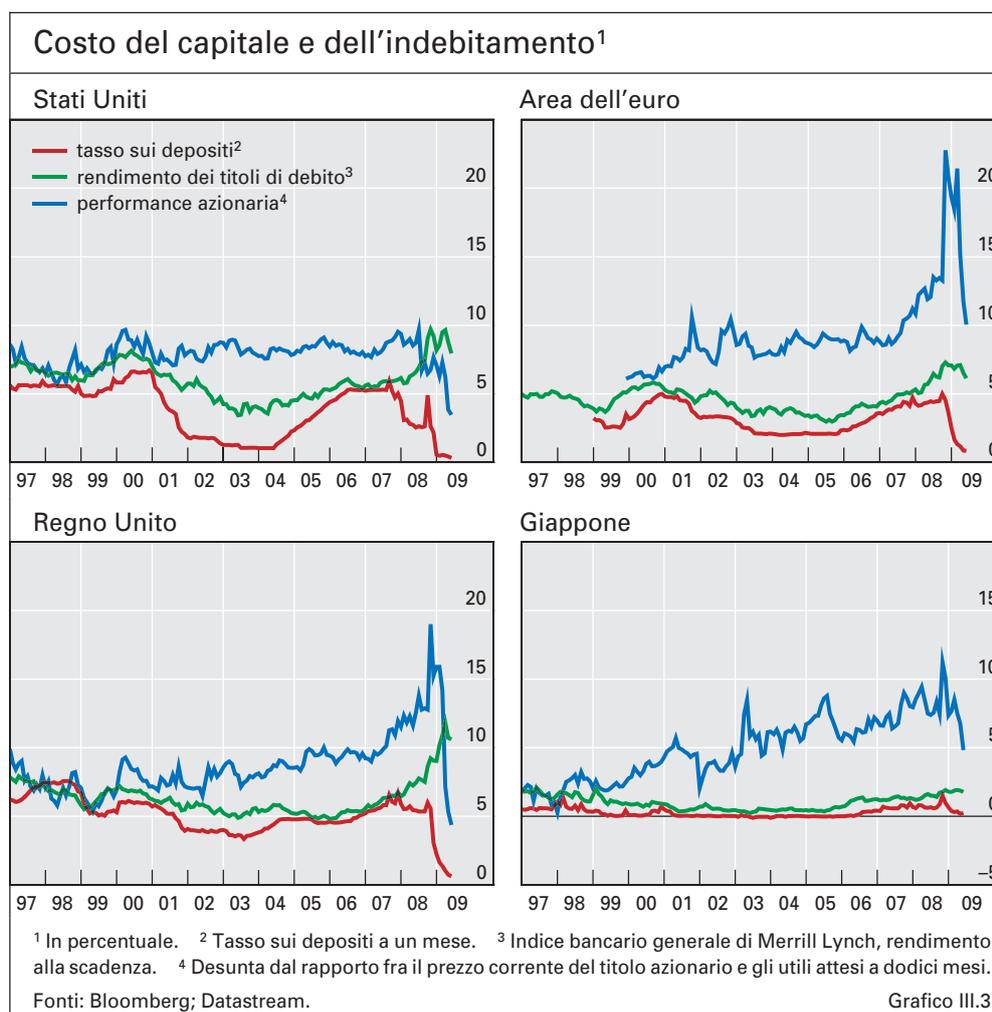
... segna il tramonto delle banche di investimento indipendenti ...

... e impone una ristrutturazione

loro operazioni sono state assunte da altre istituzioni. La riduzione degli effettivi nelle altre imprese ha sostanzialmente rispecchiato l'entità delle perdite subite.

La ristrutturazione del settore non concerne tuttavia solo il personale. Le imprese in perdita cercano di aggiustare i bilanci ristrutturando e riorientando l'operatività in risposta ai minori introiti da commissioni e nell'intento di abbassare il grado di leva e l'esposizione al rischio. Alcune hanno diversificato le proprie fonti di finanziamento, riducendo il ricorso al mercato dei capitali all'ingrosso e aumentando quello a canali operativamente più costosi, ma presumibilmente più stabili, come i depositi. È pertanto diminuito il volume dei finanziamenti tramite titoli, comprese le operazioni pronti contro termine (grafico III.2, diagramma di destra).

Poiché l'operatività delle grandi istituzioni si è ridotta in termini di volume, ma non di complessità, sono emerse entità minori più specializzate. Alcune sono state create da professionisti che hanno lasciato le istituzioni leader sia in seguito a ristrutturazioni, sia in previsione di tagli retributivi, date le polemiche sulle remunerazioni dei dirigenti nel settore finanziario. Queste piccole imprese, denominate *boutique firm*, segnano una cesura rispetto alla strategia finora prevalente nel settore, che vedeva nel consolidamento la strada maestra per accrescere la redditività. Posto che abbiano un futuro, esse potranno rappresentare una valida alternativa a società più vaste e più



integrate, come le banche universali che hanno assorbito le grandi banche di investimento dissestate.

Capitalizzazione e riduzione della leva finanziaria

La crisi ha seriamente deteriorato i bilanci delle aziende bancarie. Le perdite hanno indebolito la loro base patrimoniale, costringendole a reperire nuovo capitale oppure a ridimensionare in misura corrispondente l'operatività.

Nel corso dell'intera crisi le banche hanno cercato con difficoltà di mantenere la propria base di capitale al livello ritenuto adeguato dai mercati e dalle autorità di vigilanza. Durante la prima fase esse hanno reperito capitale attingendo risorse da varie fonti private. Alcune hanno emesso nuove azioni sul mercato pubblico, mentre altre hanno concluso accordi diretti con investitori privati o fondi sovrani esteri. Con l'ulteriore aggravarsi delle perdite nella seconda e terza fase della crisi, questi canali sono divenuti sempre più onerosi o perfino inaccessibili. Il costo del capitale proprio è ad esempio lievitato in seguito alla caduta delle azioni bancarie (grafico III.3). I più elevati costi di finanziamento rispecchiano l'incertezza circa la capacità di tenuta dei bilanci bancari e l'aspettativa che il rallentamento economico avrà nuove ripercussioni negative sugli utili. Nell'ultima fase della crisi, ai finanziamenti privati sono subentrati quelli del settore pubblico, sotto forma di iniezioni di capitale o di garanzie sulle passività bancarie (Capitolo VI).

In generale, ci si aspettava che le banche innalzassero i livelli di capitalizzazione anche se a fine 2008 i coefficienti patrimoniali risultavano di norma superiori a quelli osservati durante gli anni di rapida crescita dei bilanci prima del 2007 (tabella III.3). I mercati e le autorità di vigilanza hanno attentamente

La capitalizzazione delle banche accusa un duro colpo ...

... allorché le aspettative del mercato si fanno più esigenti

Indici patrimoniali e di liquidità delle maggiori banche ¹									
	Patrimonio di base/attività ponderate per il rischio			Sofferenze/ totale dell'attivo			Prestiti netti/ depositi totali		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Australia (4)	7,2	6,8	7,8	0,2	0,2	0,3	89,8	83,2	80,0
Austria (3)	8,9	7,9	7,5	2,1	2,3	...	58,1	63,2	65,7
Canada (5)	10,4	9,6	9,6	0,2	0,2	0,4	56,2	57,2	60,2
Francia (5)	8,0	7,6	8,0	1,1	0,9	1,0	32,8	33,4	31,9
Germania (6)	8,3	7,8	8,9	0,9	0,7	0,4	29,4	28,0	25,2
Giappone (13)	7,6	8,1	7,9	1,0	0,9	1,0	54,8	56,0	57,9
Italia (5)	6,9	6,5	7,3	3,7	3,0	3,5	68,9	71,5	71,9
Paesi Bassi (4)	9,0	10,0	10,2	0,6	0,4	0,9	50,4	49,7	58,0
Regno Unito (9)	7,8	7,6	7,6	0,8	0,8	1,1	59,6	55,1	40,7
Spagna (5)	7,6	7,9	8,3	0,5	0,6	1,7	76,7	75,9	73,1
Stati Uniti (9)	8,6	8,3	9,0	0,3	0,6	1,0	63,2	61,9	54,8
Svezia (4)	7,2	7,2	8,0	0,4	0,3	0,5	74,2	74,9	70,3
Svizzera (6)	11,6	11,4	13,7	0,4	0,3	0,3	35,3	34,3	39,6

¹ Media ponderata in base alle attività delle banche. Il numero delle banche considerate nel campione 2008 (per il totale dell'attivo) è indicato fra parentesi. Nel caso di UniCredit Bank Austria e di tutte le banche giapponesi considerate, i dati per il 2008 si riferiscono alle osservazioni di settembre.

Fonte: Bankscope.

Tabella III.3

scrutinato tanto il livello della base di capitale delle imprese bancarie quanto la sua idoneità ad assorbire le perdite. Gli operatori, gli investitori e le controparti non erano del tutto assicurati da riserve patrimoniali appena in linea con i requisiti prudenziali minimi. Veniva inoltre attribuito meno valore agli strumenti di capitale ibridi, che potevano essere in parte schermati dalle perdite. Al tempo stesso, i fondi pubblici non erano visti come un sostituto adeguato dei capitali privati, e ciò per varie ragioni. Primo, dal punto di vista della concorrenza il sostegno pubblico alle banche ha effetti distorsivi sul mantenimento della parità di condizioni e allenta la disciplina di mercato. Secondo, dal punto di vista degli investitori le iniezioni di fondi pubblici non offrono necessariamente la migliore forma di protezione se, come spesso avviene, si traducono nell'acquisizione di azioni privilegiate che godono di un diritto di prelazione e di altre priorità rispetto alle azioni ordinarie, e non hanno quindi la stessa attitudine ad assorbire perdite. Infine, dal punto di vista del management bancario, gli interventi pubblici si accompagnano a restrizioni più o meno esplicite alla potestà decisionale.

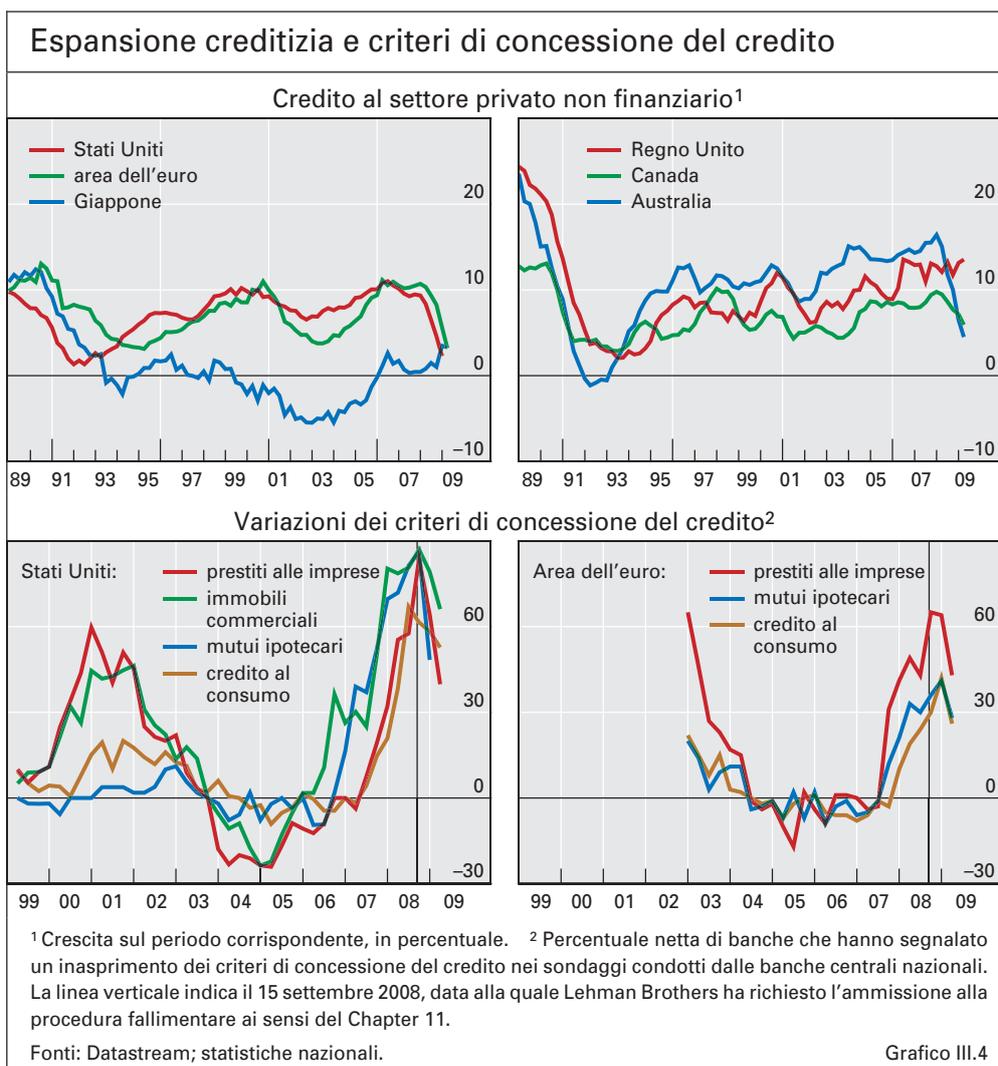
Alcune banche reagiscono con opportunismo

Diverse istituzioni hanno agito in modo opportunistico nel gestire la propria posizione patrimoniale. Alcune, con sorpresa degli investitori, hanno trasgredito a una prassi tradizionale, decidendo di non riscattare le emissioni di debito subordinato prima dell'aumento delle cedole previsto dai contratti, e preferendo così sopportare un costo più elevato piuttosto che offrire sul mercato una nuova emissione. Altre hanno approfittato del livello depresso dei prezzi sul mercato secondario per riacquistare obbligazioni emesse in precedenza. La differenza fra il prezzo di mercato e il valore contabile di tali passività è andata a incrementare la base patrimoniale. In risposta alle carenze di capitale poste in luce dalle prove di stress condotte dalle autorità di vigilanza sui bilanci delle maggiori banche statunitensi, varie istituzioni hanno annunciato programmi di ricapitalizzazione per il secondo semestre 2009.

Le difficoltà incontrate dalle banche nel mantenere una dotazione patrimoniale soddisfacente per gli investitori, le controparti e le autorità di vigilanza mostrano come l'interazione fra la disponibilità di capitale e l'incertezza riguardo al rischio latente possa essere fortemente prociclica. L'incertezza circa l'andamento dei redditi futuri e le inquietudini destinate dalle continue perdite hanno indotto a esigere livelli di protezione più elevati nel momento stesso in cui le banche erano confrontate a un forte aumento delle svalutazioni degli attivi. La medesima incertezza limita d'altra parte l'offerta di capitale alle banche nei periodi di stress sistemico, proprio quando essa è più necessaria. Siffatte esperienze offrono valide argomentazioni a sostegno di un assetto regolamentare che nei periodi favorevoli incentivi le istituzioni a costituire riserve di capitale utilizzabili nei momenti di maggiore difficoltà (Capitolo VII).

Riduzione del grado di leva finanziaria

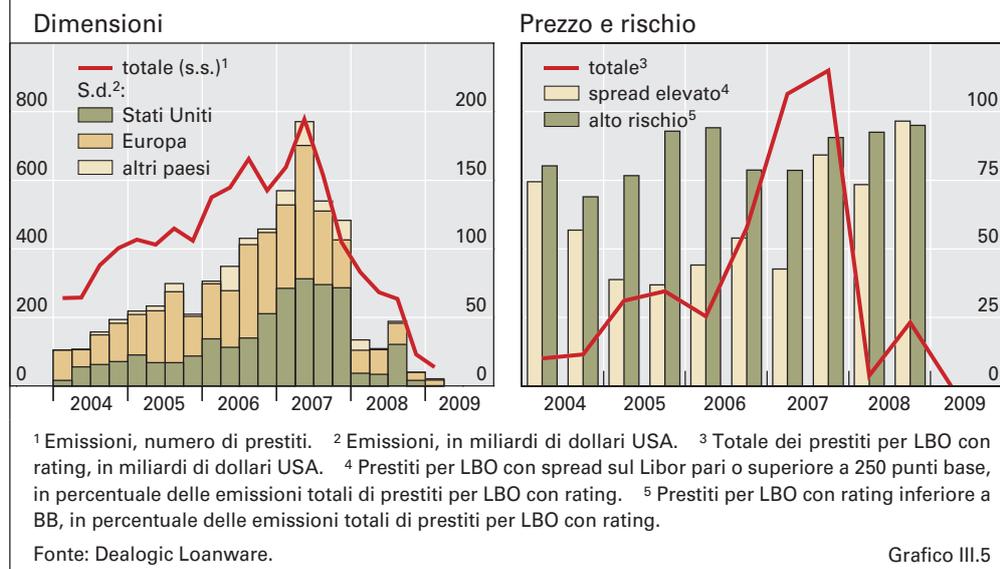
L'elevato costo del finanziamento ha costretto le banche a ridimensionare gli impieghi. Il grado effettivo di leva finanziaria è calato rispetto ai picchi raggiunti prima del 2007, anche se l'impatto sull'erogazione totale di credito non è facilmente discernibile nelle statistiche aggregate.



I flussi creditizi risultano essere stati un indicatore ritardato dell'impatto della crisi sull'intermediazione finanziaria. Le statistiche aggregate mostrano infatti un forte rallentamento della crescita del credito al settore privato solo a partire dalla fine della prima fase della crisi (grafico III.4, diagrammi superiori). Questi dati non rendono tuttavia conto di cambiamenti più marcati nell'atteggiamento dei prestatori, e sono inoltre stati influenzati dalla chiusura di fatto di molti mercati degli strumenti cartolarizzati. Le banche hanno irrigidito i criteri di affidamento durante l'arco delle prime tre fasi della crisi. Benché esteso all'insieme delle tipologie di credito, l'inasprimento è stato presumibilmente più forte nel caso dei prestiti alle famiglie, compresi quelli ipotecari (grafico III.4, diagrammi inferiori), e ha inciso sui nuovi finanziamenti. Durante le prime fasi l'espansione del credito segnalata è rimasta sostenuta, ma ciò appare in larga parte imputabile a circostanze straordinarie. In primo luogo, i mercati e le autorità hanno sollecitato le banche a consolidare le esposizioni verso le società di cartolarizzazione prima detenute fuori bilancio. Ciò ha teso a dilatare i bilanci senza che, ovviamente, vi sia stata nuova erogazione di credito. Inoltre, molti mutuatari hanno prelevato anticipatamente fondi bancari in previsione di una stretta creditizia, attingendo a linee di credito ottenute prima dell'inizio delle

Il credito totale si comporta come un indicatore ritardato

Mercato dei prestiti collegati a operazioni di *leveraged buyout*: dimensioni, prezzo e rischio

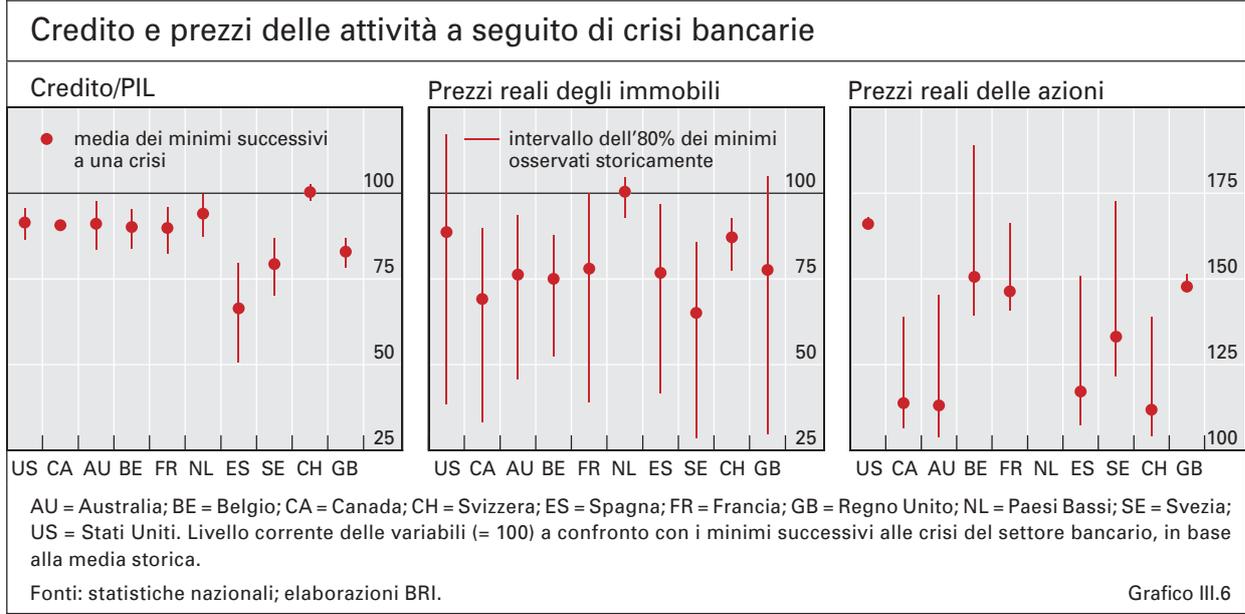


turbolenze, spesso a condizioni assai favorevoli. Nelle fasi più avanzate della crisi, allorché i problemi si sono trasmessi dal settore finanziario all'economia reale, il calo della crescita degli aggregati creditizi ha presumibilmente rispecchiato anche una minore domanda. L'attenzione delle imprese e delle famiglie si è rifocalizzata sulla salvaguardia dei patrimoni e sulla gestione delle capacità eccedenti e degli elevati livelli di indebitamento. L'ulteriore incremento dei costi dell'intermediazione creditizia legato ai più elevati tassi di insolvenza fa ritenere che il processo di aggiustamento sia tutt'altro che compiuto. Si può inoltre immaginare che l'espansione del credito continui a diminuire anche nelle prime fasi di un'eventuale ripresa economica.

L'impatto del processo di riduzione della leva è chiaramente osservabile nel calo dell'emissione di debito collegata a operazioni di *leveraged buyout* (LBO). La rapida crescita dei fondi di *private equity* negli anni anteriori alla crisi si era accompagnata a un boom nell'emissione di passività, che aveva toccato il punto di massimo agli inizi del 2007. Lo scorso anno, sotto l'effetto congiunto dell'accumulo di debito, di condizioni creditizie più stringenti e della correzione al ribasso delle prospettive reddituali delle società, il mercato delle LBO si è di fatto prosciugato (grafico III.5). Alcuni fondi, nell'impossibilità di trovare sbocchi redditizi, hanno restituito capitali agli investitori; altri hanno cercato di gestire i propri livelli di indebitamento richiedendo concessioni ai creditori.

Dagli sviluppi osservati all'indomani di precedenti crisi finanziarie si possono trarre elementi di paragone per valutare i potenziali effetti sul credito della crisi odierna (grafico III.6). In vari paesi l'attuale calo del rapporto fra credito e PIL rispetto al suo recente picco risulta pari a circa quattro quinti del calo medio postcrisi. I prezzi degli immobili, fattore importante nella dinamica di questo ciclo del credito, paiono parimenti essere diminuiti meno che in passato. Per contro, la perdita dei corsi azionari appare superiore al valore medio delle trascorse esperienze. Un aspetto degno di nota che relativizza il

I raffronti storici possono essere fuorvianti



significato di tali raffronti è il carattere internazionale dell'attuale episodio. I problemi nel settore finanziario appaiono particolarmente radicati e sincroni in tutto il mondo industriale. Analogamente, il rallentamento dell'attività economica è di natura globale. Ciò indica che l'attuale crisi potrebbe rivelarsi più duratura, e il processo di ripresa dell'economia più lento, rispetto a episodi passati dal carattere meno internazionale.

Compagnie di assicurazione e fondi pensione

Le imprese assicurative e i fondi pensione hanno risentito della crisi in vari modi. La discesa dei prezzi delle attività e i più bassi tassi di interesse a lungo termine hanno inciso negativamente su entrambi i lati dei bilanci, mentre per determinati istituti l'avventura nel mercato dei prodotti di assicurazione contro il rischio di credito è stata fonte di grossi problemi.

Per la maggior parte delle società di assicurazione la crisi ha avuto ricadute sulla performance del portafoglio finanziario piuttosto che sulla gestione premi. Essa non sembra infatti aver avuto un forte impatto immediato sulla vendita di prodotti assicurativi. La raccolta premi del ramo vita è aumentata, anche se a un ritmo inferiore rispetto agli anni passati, mentre ha ristagnato quella del ramo danni. Questa tendenza potrebbe però non proseguire qualora i clienti con difficoltà di tesoreria decidessero di rescindere le polizze per realizzare liquidità. La caduta del mercato delle attività si è rispecchiata soprattutto nella performance dei portafogli finanziari. Le società hanno in generale subito perdite per la svalutazione di un ampio ventaglio di strumenti. In singoli casi si sono inoltre avute ingenti perdite su prodotti collegati ai mutui *subprime*. Per le compagnie del ramo vita il calo dei tassi di interesse a lungo termine ha poi comportato un aumento delle passività a fronte delle polizze a lunga scadenza. L'annuncio delle perdite nel settore assicurativo è avvenuto con un certo ritardo rispetto a quello bancario,

Perdite di portafoglio per le imprese assicurative ...

anche a causa di differenze nella prassi contabile, che si traducono in una rilevazione più tardiva dei risultati reddituali del portafoglio investimenti.

Le società più duramente colpite sono state quelle coinvolte direttamente nell'offerta di assicurazione contro il rischio di credito. Le compagnie *monoline*, specializzate nel fornire garanzie creditizie, sono venute a trovarsi in gravi difficoltà, e si è reso necessario l'intervento delle autorità per evitare fallimenti su vasta scala. Con il deteriorarsi del merito di credito dei mutuatari sono cresciuti i timori circa la capacità di dette istituzioni di onorare i loro impegni, causando cospicue perdite di portafoglio alle banche che avevano acquistato prodotti assicurativi (tabella III.2). Il quasi tracollo di AIG, un conglomerato assicurativo, è direttamente ricollegabile alla sottoscrizione di rischio di credito. Le sue perdite sono lievitate di pari passo con l'ampliarsi degli spread sui CDS. La dimensione delle passività del gruppo e il ruolo cardinale da esso svolto come controparte nel mercato OTC dei derivati creditizi hanno richiesto ripetuti interventi straordinari delle autorità e l'apporto di un sostegno finanziario di grande ammontare.

... e i fondi
pensione

Si stima che il valore delle attività detenute dai fondi pensione sia calato di circa il 20% nel corso del 2008. Essendo nel contempo lievitate le passività, si sono decisamente ridotti gli indici di copertura dei fondi e, di conseguenza, la loro propensione al rischio. Pertanto, molti di essi hanno incrementato la quota dei titoli di Stato nei propri portafogli. In prospettiva, il disimpegno da investimenti più rischiosi potrebbe agire al ribasso sui corsi azionari, ritardandone la ripresa. Parallelamente, la perdita di ricchezza per le famiglie partecipanti a schemi pensionistici a contribuzione definita e per le imprese che finanziano schemi pensionistici a prestazioni definite è destinata a ripercuotersi sulla spesa aggregata (Capitolo IV).

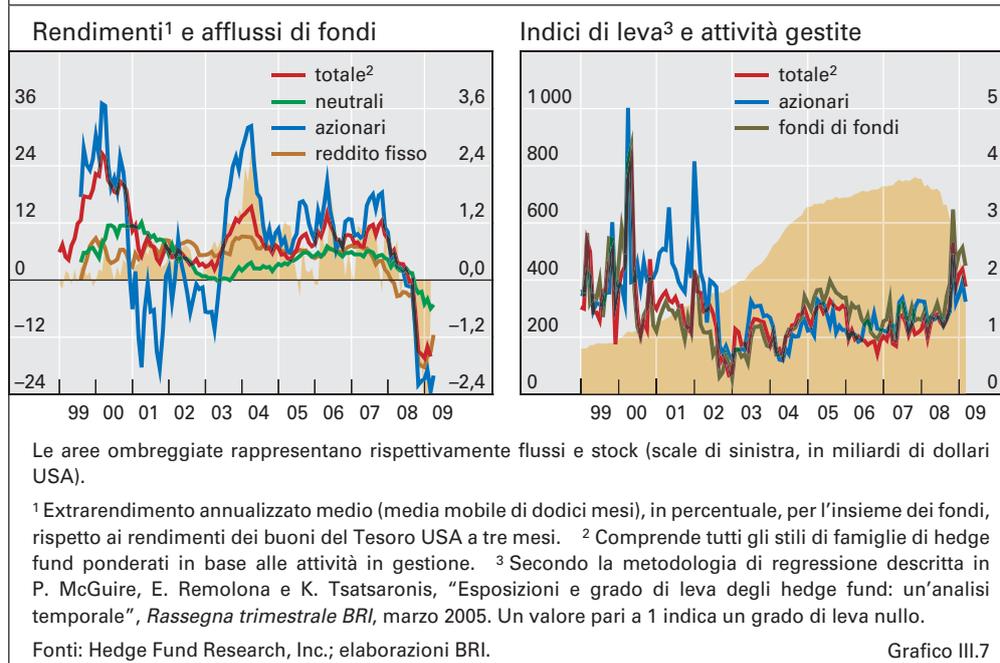
Fondi speculativi

I fondi speculativi o hedge fund non hanno avuto un ruolo di primo piano nel determinare le dinamiche della crisi, ma hanno comunque fortemente risentito degli eventi. La performance dei loro portafogli ha subito un duro colpo e le condizioni di finanziamento sono drasticamente peggiorate. Di conseguenza, molti di essi si sono trovati in una situazione estremamente problematica.

Cattivi risultati e
deflussi di capitale

Per i fondi speculativi lo scorso anno è stato uno dei peggiori sul piano della performance. Sotto l'effetto congiunto della caduta dei prezzi sui mercati delle attività e dei maggiori costi della raccolta, i risultati finanziari sono stati negativi per pressoché tutte le strategie di investimento, e anche per i fondi di fondi (grafico III.7). Hanno inoltre avuto un impatto deleterio la generale carenza di liquidità e la riluttanza degli investitori ad assumere rischi. Le controparti hanno preteso maggiori margini di garanzia sulle transazioni, mentre gli investitori hanno ritirato fondi in misura senza precedenti, cosicché il settore ha subito una drastica contrazione. Nel corso del secondo semestre 2008 il valore stimato delle attività amministrato è sceso di oltre un terzo, a causa sia delle perdite di valore sia del ritiro di capitali. Diversi fondi hanno chiuso i battenti. In molti casi i gestori hanno tentato di preservare il patrimonio mediante restrizioni ai ritiri, estendendo così di fatto il periodo di immobilizzo.

Hedge fund: dimensioni, performance e grado di leva



È probabile che in questo settore la crisi acceleri la tendenza, già in atto da qualche tempo, verso un'accresciuta presenza degli investitori istituzionali e una maggiore trasparenza. Nell'intento di evitare la sorte subita da varie entità di minori dimensioni, liquidate in seguito al ritiro di capitali, numerosi grandi fondi hanno maggiormente orientato le proprie strategie di marketing verso gli investitori istituzionali. Ciò avrà come conseguenza la richiesta di maggiore trasparenza sulle strategie di investimento e un più rigoroso scrutinio dei processi di gestione del rischio. Effetti analoghi avranno molto probabilmente le rivelazioni sulla massiccia frode perpetrata da un importante fondo basato a New York. Anche se è bene non trarre conclusioni generalizzate a partire da questo particolare incidente, esso dovrebbe nondimeno intensificare la diligenza esercitata dai gestori di patrimoni che incanalano i capitali di investitori privati facoltosi verso i fondi speculativi. In reazione alle sfide poste dal contesto operativo, alcuni fra i maggiori fondi hanno lanciato schemi che prevedono commissioni più contenute e strategie più consone alle esigenze dei grandi clienti istituzionali. Infine, varie raccomandazioni ufficiali per la riforma dell'assetto prudenziale auspicano una più stretta sorveglianza del settore in parola, e in particolare la registrazione di tutti i fondi speculativi, l'applicazione di requisiti di informativa più stringenti per i maggiori istituti e una vigilanza diretta per i fondi con un'attività potenzialmente in grado di influire sulla stabilità sistemica.

Maggiore
istituzionalizzazione

Implicazioni a lungo termine della crisi per il settore finanziario

La crisi ha già avuto pesanti ripercussioni sul sistema finanziario globale. L'entità delle perdite sofferte è stata tale da danneggiare gravemente i bilanci delle imprese finanziarie. Tuttavia, le misure intraprese dalle istituzioni al fine

di rimettersi in forza avranno conseguenze non soltanto sulla loro performance a breve termine, bensì anche sulla struttura finanziaria al di là del presente episodio. Del pari, le iniziative ufficiali dirette in via primaria a superare la crisi eserciteranno verosimilmente un'influenza duratura sul paesaggio finanziario.

La crisi è destinata a condizionare la comprensione del rischio finanziario a livello sia di singole istituzioni sia di sistema finanziario. In particolare, essa ha messo in luce come fossero state mal valutate le interazioni fra le diverse componenti del sistema e fra quest'ultimo e l'economia reale. Al livello delle imprese la crisi ha evidenziato talune carenze nel funzionamento dei mercati della cartolarizzazione che, se trascurate, possono stravolgere i benefici potenzialmente offerti da tali mercati in termini di diversificazione. Al tempo stesso essa ha palesato la vulnerabilità che può derivare per le istituzioni finanziarie dal ricorso a canali di finanziamento basati sul mercato, specie se in combinazione con un elevato grado di leva. A livello sistemico, infine, ha mostrato che le interconnessioni fra i mercati finanziari e le istituzioni pongono un limite naturale alla misura in cui il rischio sistemico può essere ridotto dalla presenza di molteplici canali di intermediazione.

Le carenze della cartolarizzazione

La crisi ha messo a nudo una serie di carenze nel cosiddetto modello "originate-to-distribute". Nelle prime fasi alcuni osservatori l'avevano addirittura definita la prima crisi dell'era della cartolarizzazione. Anche se presumibilmente sopravvaluta il ruolo causale della cartolarizzazione, tale definizione rispecchia nondimeno il fatto che sono state le esposizioni verso crediti cartolarizzati ad aver inizialmente causato gran parte delle perdite del settore finanziario. Le disfunzioni nei flussi informativi lungo la catena della cartolarizzazione hanno avuto un ruolo chiave nel determinare le dinamiche della crisi.

I benefici potenziali della cartolarizzazione sono intuitivi. Poiché dissocia l'erogazione originale del credito dall'assunzione finale del rischio e consente quindi di realizzare una maggiore dispersione del rischio medesimo, essa può migliorare l'efficienza complessiva dell'intermediazione finanziaria. I partecipanti alla catena della cartolarizzazione sono infatti in grado di sfruttare al meglio i propri vantaggi comparati nel gestire l'informazione o particolari tipi di rischio.

Gli eventi della crisi hanno però dimostrato come tali benefici possano essere compromessi dalle debolezze insite nelle interazioni fra gli incentivi individuali e la qualità del flusso informativo lungo la catena della cartolarizzazione. *Originator*, intermediari, investitori e soggetti terzi chiamati a valutare il rischio hanno ciascuno responsabilità specifiche e prospettive differenti. L'integrità del processo di cartolarizzazione dipende in modo cruciale dal fatto che questi molteplici interessi rafforzino l'incentivo di ognuno a ricercare e utilizzare l'informazione. Di fatto, gli incentivi ad accrescere l'attività generati da strutture reddituali collegate al volume delle operazioni hanno finito per prevalere sui potenziali costi reputazionali insiti in una valutazione e un monitoraggio inadeguati del rischio da parte degli *originator* e degli intermediari. Gli incentivi di autoconservazione degli investitori sono poi parsi come attutiti in un contesto in cui la presunzione di liquidità portava a

I benefici
potenziali della
cartolarizzazione ...

... sono
compromessi da
flussi informativi
inadeguati

rivalutare i portafogli dei titoli in essere sulla base dei prezzi delle nuove emissioni. La complessità delle strutture di cartolarizzazione ha contribuito a distorcere gli incentivi rendendo opaca la relazione fra i crediti originari e i rischi sottostanti. Ben pochi hanno compreso appieno le implicazioni di tale complessità per le caratteristiche di rischio/rendimento dei titoli in questione e in particolare per la sensibilità della loro valutazione alle ipotesi sottostanti. Si aggiunga che la complessità delle operazioni, unitamente alla rapida crescita dei mercati, ha indotto gli investitori a fare eccessivo affidamento sulla valutazione del rischio fornita dalle agenzie di rating. In retrospettiva, la mediocre qualità dei rating ha contribuito a falsare la valutazione di prezzo dei prodotti cartolarizzati.

La crisi ha evidenziato come sia essenziale che tutte le parti in causa dispongano di informazioni di prima qualità, che le rispettive responsabilità siano chiaramente definite e che la disciplina venga rafforzata, assicurando che ognuno mantenga un adeguato grado di esposizione verso il rischio complessivo. Un insegnamento fondamentale è che la diversificazione del rischio offerta ai singoli partecipanti alla catena della cartolarizzazione dalla dispersione delle esposizioni può risultare meramente illusoria se il sistema nel suo insieme è esposto a concentrazioni di rischio non valutate correttamente.

Le interdipendenze fra istituzioni e mercati

Un sistema finanziario efficiente incanala le risorse dai risparmiatori agli investitori e alloca il rischio, nel modo meno costoso, ai soggetti più idonei a sopportarlo. Il fatto che per espletare queste funzioni esistano mercati basati su transazioni fra soggetti indipendenti accanto a imprese finanziarie che intermediano i fondi attraverso i propri bilanci è considerata una caratteristica positiva dei sistemi finanziari evoluti. La sostituibilità fra questi due canali alternativi è vista come un fattore di stabilità e robustezza, nella misura in cui la diversificazione delle fonti di finanziamento riduce il rischio di strozzature sistemiche.

La crisi ha palesato ancora una volta come questa visione non tenga adeguatamente conto delle forti interdipendenze esistenti fra l'intermediazione di bilancio e quella realizzata sul mercato. Le istituzioni dipendono dai mercati per realizzare profitti, gestire il rischio e finanziarsi, mentre il buon funzionamento dei mercati dipende dal fatto che le istituzioni offrano servizi di *market-making*, sottoscrizione titoli e linee creditizie. Tali interdipendenze sono state evidenziate in modo esemplare dalle difficoltà che le istituzioni hanno incontrato nel finanziare le proprie operazioni su mercati divenuti illiquidi e, specularmente, dai problemi sorti nel funzionamento dei mercati quando le istituzioni partecipanti erano sotto stress. L'acuito timore per il rischio di controparte ha portato a una paralisi dei mercati e ha compromesso la liquidità dei portafogli e le strategie di finanziamento delle imprese, causando pesanti perdite. Un importante messaggio ricavabile dalla crisi è che la stabilità di ambedue i canali di intermediazione si fonda su una stessa base di capitale. La tabella III.4 illustra il ruolo cardine svolto dalle grandi imprese finanziarie tanto nell'intermediazione di bilancio quanto in quella di mercato,

Le interdipendenze fra i mercati e le istituzioni ...

Indicatori del grado di concentrazione per linee di attività			
In percentuale			
Cinque istituti principali, per attività e periodo	Quota di mercato degli istituti ¹		
	Sottoscrizione di emissioni obbligazionarie internazionali	Sottoscrizione di emissioni azionarie internazionali	Allestimento di prestiti consorziali
Sottoscrizione di emissioni obbligazionarie			
1991-1996	39,5	35,4	.
1997-2002	45,7	38,1	48,6 ²
2003-2008	40,2	30,8	40,4
Sottoscrizione di emissioni azionarie			
1991-1996	28,1	53,8	.
1997-2002	34,0	52,3	18,2 ²
2003-2008	29,0	44,8	24,1
Allestimento di prestiti consorziali			
1998-2002	42,4	27,8	78,3 ²
2003-2008	33,6	24,8	84,8
Intermediazione in strumenti derivati			
1994-1996	26,1	25,9	.
1997-2002	37,8	28,4	48,1 ²
2003-2008	32,1	32,5	28,4

¹ Quota dei cinque istituti principali per le attività e i periodi indicati in ciascuna riga, in percentuale del volume totale di attività relativo alle linee di business in ciascuna colonna. Ad esempio, nel 1991-1996, ai cinque principali sottoscrittori di emissioni obbligazionarie era riconducibile il 39,5% del volume totale delle sottoscrizioni di emissioni obbligazionarie internazionali e il 35,4% del volume totale delle sottoscrizioni di emissioni azionarie internazionali. ² 1998-2002.

Fonti: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; elaborazioni BRI. Tabella III.4

evidenziando come il medesimo gruppo di istituzioni sia attivo in entrambe le funzioni.

... pongono ardue sfide alla politica di vigilanza

Siffatte interdipendenze pongono sfide notevoli alle politiche di vigilanza volte ad assicurare che i problemi a livello di singole istituzioni non generino disfunzioni sistemiche. Per poter contrastare efficacemente il rischio sistemico occorre che gli strumenti della politica prudenziale siano concepiti e calibrati in modo da tenere conto dei nessi fra le diverse componenti del settore finanziario e, più in generale, che vengano applicati in una prospettiva sistemica (Capitolo VII).

Raggiunti i limiti della diversificazione internazionale?

La tendenza verso la globalizzazione dell'attività bancaria ...

La secolare tendenza verso l'internazionalizzazione dell'attività bancaria rappresenta un'importante caratteristica del sistema finanziario. Le istituzioni operanti a livello internazionale hanno ampliato i loro portafogli di investimento e intensificato la loro presenza all'estero. L'ammontare in essere degli impieghi esteri delle banche dichiaranti alla BRI è salito da \$11 trilioni nel 2000 a oltre

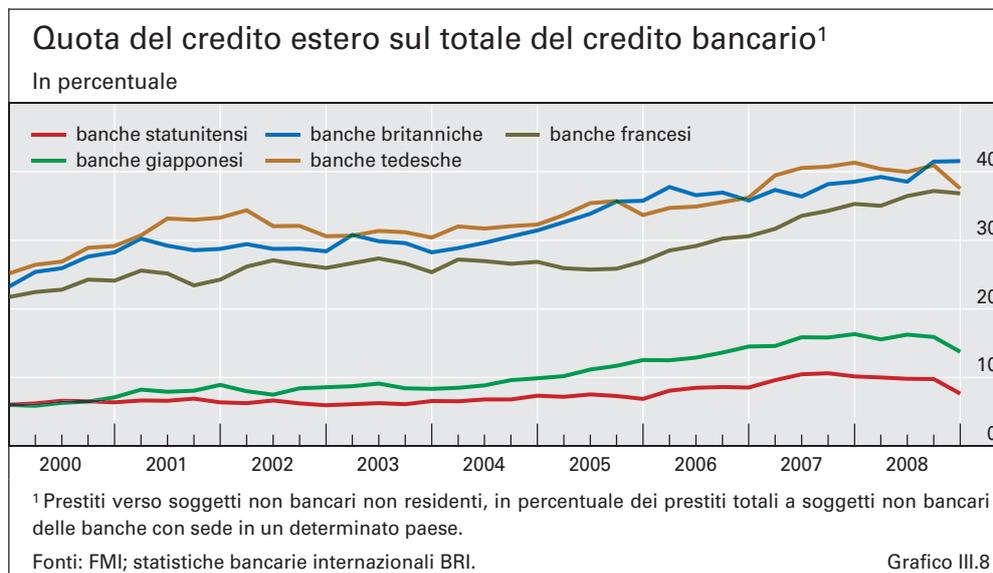
\$30 trilioni a metà 2007, un'espansione ingente anche se rapportata alle misure dell'attività economica. Un importante fattore alla base di tale processo è stata la ricerca di opportunità di crescita e di diversificazione. La crisi ha però messo in questione la presunta diversificazione dell'attivo e del passivo realizzata dalle banche con operatività transnazionale. Le reazioni delle singole istituzioni, insieme alle modifiche introdotte nel quadro regolamentare, potrebbero pertanto preannunciare un rallentamento di tale tendenza.

Dal lato dell'attivo, una più acuta percezione del rischio connesso con le esposizioni verso l'estero potrebbe originare una preferenza per il mercato locale (*home bias*) nella concessione del credito. In una crisi sistemica globale i benefici della diversificazione internazionale sono ovviamente ridotti, dal momento che le esposizioni interne ed estere si deteriorano simultaneamente e che i paesi ospitanti importano, sotto forma di una minore offerta di credito, le difficoltà incontrate in patria dalle banche estere. Inoltre, è di regola più facile attuare tagli di costi all'estero che nel paese di origine, dove maggiori sono le pressioni dell'opinione pubblica e delle istanze politiche. In effetti, vi sono indicazioni secondo cui il processo di ridimensionamento avrebbe inciso in modo asimmetrico sulle posizioni interne ed estere delle banche: negli ultimi trimestri le attività verso i soggetti non bancari esteri sono calate in misura sensibile (grafico III.8). I segnali di disimpegno dall'attività creditizia internazionale sono in particolare evidenti per le banche statunitensi e tedesche, e appaiono più pronunciati se si considerano le esposizioni verso le economie emergenti (Capitolo V).

Dal lato del passivo, lo scorso anno le banche europee bisognose di finanziare le proprie esposizioni in dollari hanno patito in modo particolare la carenza di liquidità sui mercati. Le istituzioni europee avevano accumulato oltre \$5 trilioni di attività verso il settore privato, tra cui prestiti al dettaglio e alle imprese, nonché prodotti strutturati collegati a mutui ipotecari statunitensi (grafico III.9, diagramma in alto a sinistra). Per finanziare tali posizioni esse hanno ottenuto disponibilità in dollari USA sul mercato interbancario globale

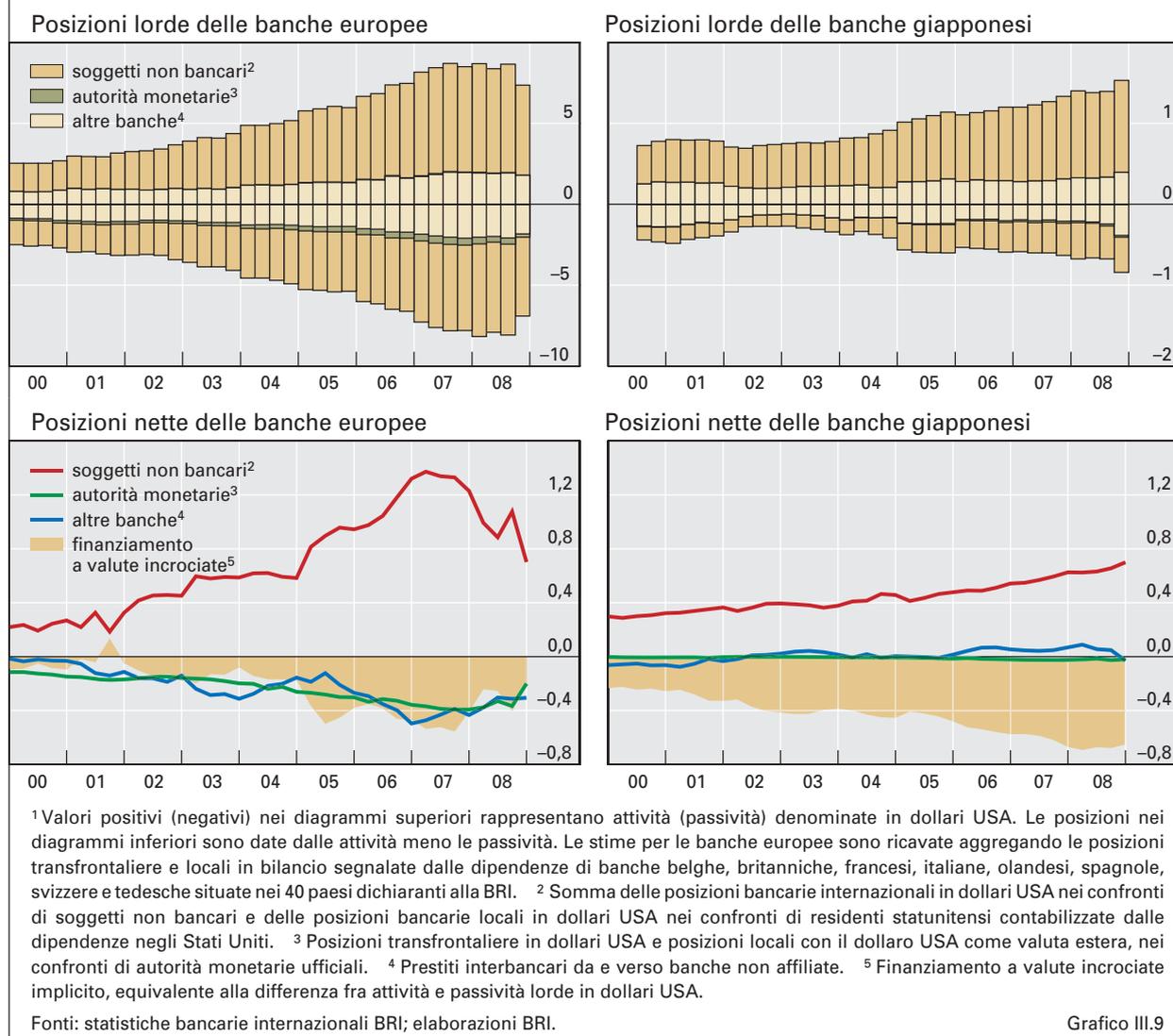
... segna una battuta di arresto durante la crisi ...

... allorché le banche sono confrontate a grossi problemi di finanziamento ...



Gap di finanziamento in dollari USA delle banche attive a livello internazionale¹

In trilioni di dollari USA, in base al settore della controparte



da banche centrali con eccedenze di riserve e da soggetti non bancari. Il resto del finanziamento delle posizioni in dollari è provenuto da fondi in moneta nazionale raccolti presso residenti interni (area ombreggiata nel diagramma in basso a sinistra del grafico III.9). Il rischio di cambio connesso con tale finanziamento a valute incrociate è stato presumibilmente neutralizzato in larga misura con operazioni di swap. Le banche si sono così esposte a un disallineamento delle scadenze, poiché sia i crediti interbancari che gli swap erano in genere di durata inferiore agli impieghi da finanziare. Questo sbilancio ha reso le banche vulnerabili di fronte alle disfunzioni intervenute sui mercati interbancari e degli swap dall'agosto 2007. I problemi delle istituzioni europee si sono poi acuiti con il ritiro dei fondi del mercato monetario all'indomani del fallimento di Lehman Brothers (Capitolo II). La conseguente scarsità di dollari ha indotto la Federal Reserve a concludere swap di valuta con altre autorità monetarie affinché queste potessero offrire liquidità in dollari alle banche delle rispettive giurisdizioni (Capitolo VI).

Anche le misure di contrasto alla crisi poste in atto dalle autorità potrebbero contribuire a frenare il processo di internazionalizzazione. La crisi ha evidenziato i limiti che si pongono alle autorità nazionali nel gestire le situazioni problematiche concernenti banche attive a livello internazionale, nonché la difficoltà di affrontare i problemi sul mercato interno causati da turbative nel flusso internazionale di liquidità. Pertanto, i nuovi requisiti regolamentari introdotti per potenziare le risorse delle filiazioni locali affinché queste affrontino i suddetti rischi in modo autonomo tenderanno a ridurre i vantaggi operativi derivanti dalla gestione centralizzata del rischio e della liquidità nelle istituzioni con operatività transnazionale.

... e le risposte delle autorità sono mirate ai sistemi bancari nazionali

Le dimensioni del settore finanziario

Un evento di così grande portata e gravità come l'attuale crisi è destinato a lasciare strascichi duraturi. Dopo le fasi di acuta tensione del settembre e ottobre 2008 il sistema finanziario deve ora affrontare le conseguenze strutturali della crisi. I progressi che saprà compiere nel rimediare ai danni causati e alle vulnerabilità messe in evidenza determineranno non solo le modalità, bensì anche i tempi della ripresa.

Storicamente una condizione preliminare per il superamento di una crisi finanziaria è che sia eliminato l'eccesso di capacità inevitabilmente accumulato nella precedente fase di boom. Prima dello scoppio dell'attuale crisi vari indicatori relativi alle istituzioni finanziarie, come la dimensione dei bilanci, la capitalizzazione di borsa, la rispettiva quota sui profitti aggregati e il contributo relativo fornito al PIL, segnalavano una crescita straordinaria del settore finanziario nelle economie avanzate. Questa espansione della capacità è stata indotta dalle aspettative di crescenti profitti, alimentate in parte, nel periodo più recente, dall'accresciuto ricorso alla leva finanziaria. A breve termine sarà difficile per le imprese finanziarie ottenere le risorse necessarie a sostenere lo stesso livello di attività. Un certo ridimensionamento dei bilanci è pertanto coerente con la necessità di sopravvivere nell'attuale contesto. Al tempo stesso, i mercati e le autorità di vigilanza hanno innalzato i parametri di adeguatezza patrimoniale delle istituzioni finanziarie. Ciò implica che le aspettative degli investitori e gli obiettivi delle imprese finanziarie in termini di rendimento divengano meno ambiziose. L'eliminazione della capacità eccedente nel settore è pertanto condizione indispensabile per raggiungere livelli sostenibili di redditività.

Saranno necessari aggiustamenti della capacità di intermediazione