

Commissione  
6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro)

*Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale  
e sui suoi effetti sull'economia italiana*

***Un sistema con più regole, più capitale,  
meno debito, più trasparenza***

Audizione del Governatore della Banca d'Italia  
Mario Draghi

Senato della Repubblica  
21 ottobre 2008



## **1. La crisi finanziaria internazionale**

### **1.1 Le origini**

La crisi finanziaria affonda le sue radici nei cambiamenti strutturali che hanno caratterizzato negli ultimi anni l'economia globale e in modo particolare il settore finanziario stesso. La crescita mondiale, sostenuta in misura crescente dai paesi emergenti, si è accompagnata ad un progressivo ampliamento di squilibri significativi, tra loro strettamente connessi. Ad una cronica carenza di risparmio in alcune aree del mondo, particolarmente negli Stati Uniti, è corrisposta una crescente eccedenza in altre, soprattutto in Cina e in altri paesi emergenti a elevata crescita. Lo squilibrio nelle bilance dei pagamenti non è stato compensato da movimenti appropriati nel sistema dei cambi.

Non è la prima volta che squilibri macroeconomici accompagnano fasi di rapido sviluppo. Il sistema finanziario internazionale svolge la fondamentale funzione di raccogliere il risparmio là dove esso si forma e incanalarlo verso usi produttivi, in qualsiasi parte del mondo. Ha adempiuto a questo compito molte volte, con successo, in passato.

Che cosa ha generato fattori critici questa volta? Alcune delle profonde trasformazioni del sistema finanziario possono incanalare, distribuire, diversificare il rischio; se vanno fuori controllo, come può avvenire in un momento di euforia finanziaria, lo rendono opaco e lo moltiplicano. La correzione, necessaria, è tanto più violenta quanto più tarda.

Negli ultimi dieci anni percezione del rischio e propensione verso di esso si sono modificate in misura significativa. Il prolungato periodo di bassi tassi di interesse, nominali e reali, ha generato una forte espansione del credito e degli aggregati monetari. I premi al rischio nei mercati azionari, immobiliari, dei titoli di Stato e delle obbligazioni hanno raggiunto – in diversi momenti – un minimo storico. Questi sviluppi hanno spinto i prezzi delle attività finanziarie e reali su valori eccessivi. A partire dall'inizio del decennio il fenomeno si è manifestato in maniera particolarmente acuta nei mercati immobiliari, soprattutto negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei.

Il sistema finanziario e, all'interno di esso, le banche, hanno attraversato una trasformazione rapida e profonda. Volume e numero delle transazioni finanziarie hanno conosciuto una crescita senza precedenti. Dal lato dell'offerta, la deregolamentazione, il progresso tecnologico, l'innovazione finanziaria e la crescente integrazione dei mercati internazionali hanno enormemente ampliato la gamma di prodotti e strumenti offerti e le combinazioni possibili di rischio e rendimento, ridotto i costi di transazione, creato nuovi mercati e unito mercati prima segmentati. Dal lato della domanda, è aumentata a causa dell'invecchiamento della popolazione la quota di risparmio investita in prodotti previdenziali e assicurativi, mentre le condizioni favorevoli di accesso al credito hanno stimolato un forte aumento della domanda di mutui e di credito al consumo. Rispetto al modello tradizionale in cui le banche svolgevano un ruolo predominante nell'attività di intermediazione finanziaria, è aumentato enormemente il peso dei mercati e degli intermediari non bancari.

A livello internazionale, le banche hanno risposto alle sfide e opportunità offerte dallo sviluppo dei mercati, estendendo le loro funzioni ben oltre il tradizionale modello di intermediazione. Hanno frammentato l'attività di concessione del credito cedendo ad altri operatori finanziari prestiti da esse in precedenza erogati, tramite l'attività di cartolarizzazione. Hanno in questo modo aumentato la leva finanziaria. Dal lato della raccolta, esse hanno differenziato le fonti di finanziamento, accrescendo il peso del ricorso diretto al mercato e riducendo quello dei tradizionali depositi al dettaglio. Si è attenuata la distinzione tradizionale tra intermediari. Le banche sono oggi intermediari che forniscono liquidità e, al tempo stesso, una ampia gamma di strumenti di finanziamento con un elevato grado di complessità. Nonostante la loro quota sul totale delle attività si sia ridotta, esse mantengono un ruolo centrale e il loro legame con il mercato è diventato progressivamente più stretto e interconnesso.

L'aumento della leva finanziaria è avvenuto anche al di fuori del sistema bancario. Negli Stati Uniti vi hanno contribuito le due istituzioni di interesse pubblico il cui ruolo era quello di sostenere il mercato dei mutui immobiliari alle famiglie, Fanny Mae e Freddie Mac.

Alla fine degli anni novanta questo sistema ha consentito l'afflusso di ingenti quantità di capitale verso attività innovative, soprattutto nel settore dell'informatica e delle comunicazioni; ha accelerato l'innovazione tecnologica, con benefici per tutti. Ha contribuito in qualche misura a una rivoluzione delle tecnologie dell'informazione i cui effetti vanno ben al di là dello sviluppo economico, accrescendo in modo straordinario la possibilità di sviluppare e far circolare idee innovative.

Ma la crisi finanziaria ha messo in luce anche tutte le fragilità insite in questi sviluppi. L'accresciuta complessità degli strumenti, la loro opacità, hanno reso più difficile la gestione dei rischi; hanno accresciuto il pericolo che, di fronte a un repentino innalzamento della volatilità dei mercati e una riduzione della propensione al rischio degli investitori, si determinassero per le banche difficoltà nella raccolta e nella gestione della liquidità. Si sono manifestati chiari problemi di *governance* e incentivi distorti in molte aree dei servizi finanziari: strategie e pratiche remunerative dirette più agli utili di breve periodo che alla costruzione di una solida posizione a medio termine. I doveri di diligenza degli investitori sono stati insufficienti e acritico è stato l'utilizzo delle valutazioni delle agenzie di rating. Queste ultime si sono dimostrate affette da gravi conflitti di interesse nel loro doppio ruolo di valutazione e di consulenza agli emittenti e agli investitori. La maggiore diversificazione dei rischi apparentemente raggiunta con le cartolarizzazioni si è rivelata illusoria; il rischio è risultato essere in realtà molto più concentrato di quanto si pensasse e in gran parte gravante sulle banche. L'innovazione è stata perseguita talvolta al solo scopo di aggirare le normative prudenziali. Gli istituti finanziari hanno raggiunto livelli di indebitamento e di esposizione al rischio insieme eccessivi e sottovalutati.

La crisi ha anche rivelato debolezze nel quadro regolamentare e di vigilanza. I criteri normativi di Basilea I sono risultati insufficienti nel nuovo contesto finanziario. Hanno incentivato la trasposizione del rischio fuori dei bilanci delle istituzioni e la creazione di un vero e proprio sistema bancario parallelo. Nuove regole contabili disegnate per aumentare la trasparenza dei bilanci bancari si sono rivelate talvolta controproducenti: sono state insufficienti ad assicurare una chiara e completa rappresentazione contabile dei rischi, e al tempo stesso hanno determinato un inasprimento degli effetti ciclici sull'attività bancaria, tendendo a rafforzare l'espansione degli aggregati creditizi in tempi tranquilli, a frenarla ulteriormente in momenti di restrizione e illiquidità.

Il sistema di sorveglianza si è dimostrato chiaramente inadeguato in alcuni paesi. L'epicentro della crisi, è situato, non a caso, in settori e istituti poco o per nulla vigilati, in particolare nel mercato dei mutui *subprime* statunitensi. Non sono mancati casi di imperizia, di incapacità di valutare correttamente i rischi assunti e in più casi i comportamenti sono stati caratterizzati da carenze di natura deontologica o etica e perfino da illegalità. È doveroso sottolineare che le pratiche messe in atto nei settori all'origine della crisi non sarebbero state ammissibili o possibili in molti altri paesi, in modo particolare in Italia. La scintilla iniziale si è alimentata grazie alle più ampie debolezze del sistema finanziario internazionale sopra ricordate, provocando quella rapida perdita di fiducia e di liquidità nei mercati finanziari cui abbiamo assistito nell'arco dell'ultimo anno. Questo spiega perché perdite che potevano essere circoscritte stiano invece avendo conseguenze così significative per i mercati e per l'economia reale a livello globale.

Gli allarmi, nel tempo, non erano mancati. Non potevano essere previsti né il momento, né il preciso meccanismo, né l'entità della crisi: ma si potevano ben vedere le tensioni che si andavano accumulando. Non ultimo chi vi parla aveva richiamato più volte l'attenzione sugli squilibri del sistema finanziario internazionale; sui rischi che accompagnavano gli indubbi benefici dell'innovazione finanziaria. In tempi tranquilli, i moniti restano spesso inascoltati.

## 1.2 Gli sviluppi

Il rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti prima, e il rallentamento ciclico dell'economia poi, hanno determinato lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti. L'accresciuto servizio del debito delle famiglie e l'inversione dell'andamento dei valori immobiliari hanno portato ad un aumento drastico delle insolvenze, in particolare nel settore dei mutui *subprime*. A partire dalla primavera del 2007, le quotazioni dei prodotti strutturati legati al mercato dei mutui statunitensi hanno subito una sempre più rapida discesa e il loro mercato si è prosciugato. Ciò ha generato difficoltà di finanziamento delle società emittenti (*SIV* e *conduits*) prima, e, a seguito del loro inevitabile riassorbimento nel sistema bancario, delle banche stesse. Si è reso evidente che il trasferimento di rischi al di fuori delle istituzioni bancarie era in buona parte illusorio.

Alcune tra le principali istituzioni finanziarie internazionali hanno registrato sensibili perdite; vi hanno fatto parzialmente fronte raccogliendo capitale sul mercato.

La situazione si è notevolmente aggravata con la crisi del gruppo Lehman nel settembre scorso. La crisi acquista velocità, diviene sistemica. Gli operatori si sono resi conto che era possibile il fallimento di un grande gruppo con ramificazioni sistemiche a livello internazionale; le preoccupazioni sulla solidità delle controparti si sono fatte acute; l'emissione di strumenti di capitale sul mercato è divenuta estremamente difficile; alla crescente sfiducia si è accompagnata la rarefazione della liquidità. Le banche hanno iniziato ad accumulare o a depositare presso le banche centrali ingenti volumi di liquidità, anche per poter far fronte a eventuali improvvise necessità future. Tutto ciò ha impedito il corretto funzionamento del mercato interbancario; si sono innalzati tassi di interesse e *spreads* rispetto ai titoli di stato; le contrattazioni si sono rarefatte sulle scadenze non brevissime, fino a concentrare pressoché tutta l'attività sul segmento *overnight*.

Le banche centrali hanno risposto alla crisi di liquidità sui mercati monetari aumentando volume e numero delle operazioni di rifinanziamento, estendendo le scadenze, allargando la gamma di titoli accettati come collaterale nelle operazioni. L'assetto operativo della BCE si è rivelato robusto e

flessibile nel rispondere in maniera efficace alla sfida posta dalla contrazione della liquidità nei mercati. Sono state da ultimo apportate modifiche di rilievo per aumentarne l'incisività (cfr. Appendice 1 su "Le recenti operazioni di liquidità delle banche centrali in risposta alla crisi").

L'iniezione di liquidità da parte delle banche centrali è stata cruciale per impedire un completo dislocamento del mercato monetario. Tuttavia essa cura i sintomi, non la causa profonda dello stallo dei mercati, rappresentata dal crollo della fiducia. Le preoccupazioni relative alla solidità patrimoniale, alla adeguatezza delle condizioni di liquidità, alla rimanente esposizione ai titoli strutturati sono stati e rimangono i fattori chiave delle tensioni sul mercato interbancario.

Alla restrizione generalizzata delle condizioni per l'accesso al credito si è accompagnata una crescente differenziazione tra banche. Il mercato premia un ritorno al modello tradizionale di intermediazione. È entrato in crisi e si è in pratica esaurito negli Stati Uniti il modello delle banche di investimento, con il fallimento di Lehman Brothers, l'annuncio di accorpamento di Merrill Lynch e la trasformazione avviata di Morgan Stanley e Goldman Sachs in banche commerciali. Le banche hanno contrastato il deterioramento della propria situazione patrimoniale riducendo la leva finanziaria (*deleveraging*) sia tramite la cessione di attività, sia ricorrendo a nuove iniezioni di capitale privato. Per alcuni mesi il sistema è stato in grado di attrarre ingenti flussi di capitale: 430 miliardi di dollari, di cui 170 in Europa, a fronte di perdite dichiarate per oltre 550 miliardi, di cui circa 220 in Europa. Questi afflussi hanno cominciato a rallentare in estate a causa del forte aumento del prezzo delle materie prime, che ha depresso i corsi azionari, rendendo il ricorso al capitale privato più difficile e costoso. Vi è stato inoltre un rapido cambiamento nel profilo degli investitori: i fondi sovrani, che avevano contribuito per circa il 60 per cento del totale del capitale investito fino al dicembre 2007, sono stati rimpiazzati dagli investitori privati e istituzionali.

La situazione di grave difficoltà sul mercato interbancario ha spinto in alto i costi di rifinanziamento di imprese e famiglie. Il collocamento delle obbligazioni delle società si è ridotto ed è diventato più costoso. A fronte di una preoccupazione crescente riguardo l'impatto della crisi sull'economia reale, in settembre si è avuta una drammatica discesa delle quotazioni azionarie che ha riguardato tutti i settori.

### **1.3 Le risposte di emergenza**

Le risposte di emergenza alla crisi hanno assunto inizialmente un carattere prettamente nazionale. Ciò è spiegabile, e in una certa misura inevitabile, dati i tempi diversi del manifestarsi dei casi di difficoltà più acuti, le loro diverse caratteristiche, lo stretto legame con le strutture finanziarie locali, il coinvolgimento di risorse pubbliche sotto il controllo dei governi nazionali.

Di fronte all'acuirsi della crisi, il bisogno di ricapitalizzazione del sistema bancario è diventato più stringente; più difficile il ricorso al capitale privato. Si è reso inevitabile un intervento diretto dello Stato. Si sono manifestate con frequenza crescente, dapprima negli Stati Uniti e quindi in Europa, situazioni di vera e propria insolvenza di istituzioni finanziarie. Negli Stati Uniti, gli interventi di stabilizzazione hanno comportato accorpamenti societari, spesso con l'intervento o la garanzia del Tesoro e della Fed, il salvataggio delle GSE (*Government Sponsored Enterprise*)

Fannie Mae e Freddie Mac e della compagnia di assicurazioni AIG, e infine l'approvazione da parte del Congresso di un piano complessivo per il sostegno delle istituzioni finanziarie che comporta lo stanziamento di oltre 700 miliardi di dollari.

In Europa, gli interventi hanno riguardato il salvataggio di alcune banche, in alcuni casi con il concorso dei privati, nel Regno Unito, in Francia, Belgio, Lussemburgo, Olanda e Germania, il rafforzamento delle misure di garanzia dei depositi bancari, la messa a punto di piani di ricapitalizzazione del sistema bancario in numerosi paesi (cfr. Appendice 2 su "Iniziative di stabilizzazione del sistema finanziario nei principali paesi).

Con la caduta di Lehman la crisi diviene sistemica; la crescente consapevolezza delle interazioni esistenti tra le politiche dei vari paesi rende manifesta la necessità di una risposta coordinata. L'8 ottobre, le principali banche centrali del mondo hanno ridotto i tassi di riferimento delle politiche monetarie simultaneamente in modo concordato, una mossa che non ha precedenti nella storia delle istituzioni monetarie. Dando seguito alla linea espressa durante il vertice G7, il Consiglio ECOFIN ha approvato il 12 ottobre un piano di azione concertato a livello europeo. Il piano prevede che le azioni perseguite a livello di ciascuno Stato membro siano ispirate a principi comuni, in modo da rendere massimo l'impatto sulla fiducia di cittadini e mercati e limitare gli effetti distorsivi della concorrenza e le esternalità negative sugli altri paesi, garantendo il mantenimento di regole comuni. Governi europei, istituzioni UE, autorità di supervisione e banche centrali hanno concordato di seguire un approccio coordinato, per assicurare appropriate condizioni di liquidità alle istituzioni finanziarie; garantire i depositanti; facilitare il rifinanziamento sui mercati delle banche, provvedendo tra l'altro a istituire garanzie di medio periodo sulle nuove emissioni di debito bancario; agevolare la ricapitalizzazione del sistema finanziario con interventi diretti nel capitale delle banche; assicurare iniezioni di capitale adeguate nelle banche in condizioni difficili, garantendo l'assunzione di responsabilità di management e azionariato; rendere più flessibile il sistema contabile.

La chiara volontà delle autorità europee e degli altri maggiori paesi di rispondere in modo coordinato alla crisi a livello globale è fatto di estrema importanza.

## **2. Gli effetti sull'Italia**

### ***Il sistema bancario***

Le banche italiane hanno fronteggiato la crisi che ha investito con crescente violenza il sistema finanziario mondiale a partire dall'estate del 2007 potendo contare su un modello di attività fondamentalmente sano, sui forti recuperi di efficienza conseguiti negli anni passati, su un patrimonio sufficiente, su un quadro normativo, disegnato dal Parlamento nelle sue linee di fondo, esteso e prudente. Si sono dimostrate finora in grado di reggere l'urto meglio di quelle di altri paesi avanzati.

Lo straordinario aggravarsi della crisi nelle ultime settimane ha tuttavia provocato forti tensioni anche nel nostro Paese.

## *La situazione fino al fallimento della Lehman Brothers*

La specializzazione della gran parte delle banche italiane nell'attività bancaria tradizionale ha contribuito a contenere l'impatto delle turbolenze. L'attività di *investment banking*, fortemente colpita dalla crisi, è limitata; rispetto ad altri paesi vi è stata assai maggior cautela nell'emissione di strumenti complessi e opachi e nell'investimento in prodotti di finanza strutturata, che si è riflessa in livelli di leva finanziaria meno squilibrati.

Secondo i dati di fine giugno 2008, i depositi e le obbligazioni della clientela ordinaria rappresentavano il 56 per cento della raccolta complessiva delle Istituzioni finanziarie e monetarie, contro il 51 per la media dell'area dell'euro. Il peso rilevante della raccolta da clientela, pur a fronte dell'aumento del suo costo medio, ha assicurato la stabilità del passivo; ha consentito alle banche in tutti questi mesi di continuare a fornire sostegno all'economia nazionale.

Nonostante il peggioramento del ciclo economico, la rischiosità del credito bancario alle imprese e alle famiglie italiane rimane nel complesso contenuta. Nei dodici mesi terminanti a giugno l'incidenza delle nuove sofferenze sui prestiti complessivi è stata dello 0,9 per cento: un valore in leggero aumento rispetto alla fine dello scorso anno, ma tuttora basso rispetto ai valori osservati durante la fase ciclica negativa dei primi anni novanta, quando l'indicatore si era collocato attorno al 3 per cento.

Le famiglie italiane sono poco indebitate rispetto a quelle degli altri maggiori paesi avanzati. Nel settore dei mutui, sebbene l'innovazione e l'aumento della concorrenza abbiano consentito di ottenere maggiori risorse finanziarie per accedere alla proprietà della casa, non si sono diffuse, come in altri paesi, pratiche temerarie di concessione del prestito senza un'adeguata considerazione della capacità del prenditore di restituire i fondi.

Anche per le imprese il rapporto tra debiti finanziari e prodotto, seppur in crescita, è inferiore a quello medio degli altri principali paesi. L'incidenza degli oneri finanziari sul valore aggiunto delle imprese resta bassa nel confronto storico.

Il peggioramento congiunturale potrà, sia pure con ritardo, far aumentare l'emersione di sofferenze nei bilanci bancari. Alcuni segnali cominciano a manifestarsi nell'incidenza dei prestiti verso clientela in temporanea difficoltà ("incagli"), che sono lievemente cresciuti in giugno, portandosi all'1,6 per cento dei finanziamenti contro l'1,5 dello scorso dicembre. Per le famiglie l'aumento dei tassi di interesse si è associato nei mesi scorsi a un maggior onere del servizio del debito, che nei dodici mesi terminanti a giugno ha raggiunto l'8,2 per cento del reddito disponibile, un punto in più rispetto a un anno prima.

Alla fine del 2007 il coefficiente di patrimonializzazione (*total capital ratio*) dei cinque principali gruppi bancari era pari al 9,5 per cento, contro un minimo regolamentare dell'8 per cento. Per i primi cinque gruppi bancari italiani il rapporto medio tra il totale dell'attivo e il patrimonio di base (*Tier 1 capital*) è pari a meno di 30, contro il 40 circa per i principali gruppi bancari europei.

Le regole sulla trasparenza delle attività e sul trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni sono fra le più stringenti. Il Parlamento ha tempestivamente attuato le direttive comunitarie rilevanti. La Banca d'Italia ne ha costantemente dato un'interpretazione severa, in particolare in materia di trasferimento del rischio; eventuali benefici in termini di requisiti patrimoniali sono stati accordati solo in presenza di un significativo trasferimento dei rischi sottostanti.

Più in generale, si è evitato di cadere in quella “cattura del regolatore” che molti osservatori rimproverano al sistema di vigilanza americano. Grazie a leggi rigorose e a una ferma azione di vigilanza, da noi non vi è quell’esteso “sistema bancario ombra” in cui altrove la crisi ha trovato origine e alimento.

### *La liquidità*

Fin dall’inizio delle turbolenze è stato evidente il ruolo fondamentale della liquidità nell’assicurare la normale attività bancaria in tempi di tensione. La Banca d’Italia è intervenuta sia a livello sistemico sia a livello individuale. Dal settembre dell’anno scorso abbiamo rafforzato il monitoraggio della liquidità dei principali gruppi bancari, rilevandone settimanalmente la posizione a breve termine, la dotazione di attività liquide e la situazione strutturale. Gli intermediari che presentavano maggiori tensioni di liquidità sono stati sottoposti a un monitoraggio giornaliero. Abbiamo tenuto sotto stretto controllo le soluzioni organizzative adottate dalle banche a presidio del rischio di liquidità nonché le caratteristiche delle attività stanziabili detenute per operazioni di rifinanziamento. Abbiamo allertato tutte le banche sull’esigenza di mantenere una stretta sorveglianza del rischio di liquidità, di condurre prove di stress rigorose, di aggiornare i piani di emergenza. Abbiamo condotto a nostra volta, con riferimento alla situazione contabile del 31 marzo 2008, un esercizio di stress a livello aggregato, che non ha segnalato situazioni critiche in presenza delle massime tensioni che era possibile ipotizzare sulla base dell’esperienza storica.

Le banche hanno compreso l’esigenza di accrescere in modo sostanziale l’attenzione per questo aspetto. La liquidità dei maggiori gruppi è notevolmente cresciuta verso la fine dell’anno scorso ed è stata mantenuta elevata in seguito; i controlli interni sono stati rafforzati.

Se questo non fosse avvenuto, la seconda ondata della crisi, quando le turbolenze si sono riacutizzate portandosi a un livello di gravità senza precedenti, avrebbe potuto avere in brevissimo tempo conseguenze devastanti sul sistema bancario italiano.

### *La seconda ondata*

Il fallimento della Lehman Brothers a metà settembre ha scatenato una crisi di fiducia che si è progressivamente aggravata, coinvolgendo uno dopo l’altro operatori europei e americani di grande dimensione, fino ai drammatici episodi di queste ultime settimane.

L’effetto della crisi Lehman sul sistema bancario italiano è stato quasi esclusivamente indiretto; più diretti sono stati gli effetti sui risparmiatori, sui quali tornerò più avanti. Sulla base di un’apposita segnalazione estesa a tutte le banche a eccezione di quelle di credito cooperativo, l’esposizione del sistema bancario italiano per cassa (crediti e titoli) e in derivati (al netto degli accordi di netting) era pari al 30 settembre 2008 allo 0,7 per cento del patrimonio di vigilanza di fine 2007; anche ipotizzando ingenti perdite, un simile urto può essere assorbito.

Ben maggiore effetto hanno avuto le tensioni inusuali che si sono determinate sui mercati finanziari internazionali, con mercati, ricorrenti cali dei corsi azionari, un forte aumento della volatilità, un’impennata dei premi al rischio.

Nel mese di settembre il valore giornaliero medio dei premi sui CDS per i maggiori gruppi bancari italiani – un indicatore della rischiosità degli intermediari percepita dal mercato – è stato

pari a 87 punti base, un livello significativamente inferiore a quello mediamente registrato dai grandi intermediari europei (141 punti base), a sua volta inferiore a quello dei maggiori intermediari americani (286 punti base). A partire dalla seconda metà del mese, il persistere delle tensioni e l'acuirsi dell'incertezza si sono riflessi in un significativo aumento dei premi sui CDS per tutte le banche a livello internazionale; essi tuttavia in Italia rimanevano in media inferiori a quelli osservati in Europa.

Per i primi tre gruppi bancari italiani gli spread sui CDS raggiungevano circa 130 punti base il 17 settembre, con un aumento di oltre 50 punti base rispetto al 12 settembre. Successivamente, gli spread hanno registrato oscillazioni. La scorsa settimana l'indicatore medio per i primi tre gruppi italiani si collocava al di sotto dell'indice europeo di oltre 20 punti base. Anche le quotazioni azionarie hanno fortemente risentito del clima negativo diffusosi dopo il fallimento della banca d'investimento. Rispetto ai livelli dello scorso 12 settembre la flessione registrata in media dal complesso delle banche italiane quotate fino al 16 ottobre è risultata del 28,8 per cento, a fronte di un calo del 30,2 osservato per le banche europee.

Nelle ultime settimane la situazione si aggravava. Il mercato interbancario cessava virtualmente di funzionare, se non per le scadenze *overnight*. Il diffondersi della sfiducia alimentava una spirale negativa sui mercati, dove le quotazioni sembravano aver perduto ogni legame con gli effettivi valori patrimoniali, attuali e prospettici, delle banche. La crisi di alcuni degli operatori europei più esposti ha creato un rischio imminente di contagio.

#### *Le misure adottate in Italia*

Rassicurare i risparmiatori, riattivare il mercato della liquidità, predisporre gli strumenti per le misure di ricapitalizzazione che si rendessero necessarie sono gli obiettivi delle misure di emergenza adottate negli ultimi giorni dal Governo e, nell'ambito delle proprie responsabilità, dalla Banca d'Italia. Il Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria si è riunito più volte per consentire alle autorità italiane di scambiarsi informazioni e coordinare l'azione.

La risposta è comune in Europa: i provvedimenti decisi inizialmente in modo indipendente a livello nazionale si vanno rapidamente riconducendo a uno schema coerente. Anche sulla spinta dell'iniziativa dei quattro maggiori paesi, l'Eurogruppo ha dato indicazioni precise e fornito criteri uniformi. Il coordinamento è particolarmente stretto nell'ambito dell'Eurosistema. La coerenza delle iniziative all'interno dell'area dell'euro è fondamentale per preservare il mercato monetario unico.

In queste ore si vanno predisponendo i provvedimenti attuativi dei due decreti legge recentemente approvati. La Banca d'Italia presta, nell'ambito delle proprie competenze, tutta la propria collaborazione tecnica al Governo.

Per i depositanti delle banche, già protetti dal sistema interbancario di garanzia dei depositi, è stata prevista l'ulteriore tutela della garanzia aggiuntiva dello Stato. Il Governo ha più volte ribadito il proprio chiaro impegno: nessun depositante perderà nulla.

Il problema che è più urgente risolvere riguarda la liquidità, in particolare il riavvio del mercato interbancario. Il decreto legge 157 consente al Tesoro di fornire garanzie delle emissioni bancarie e di adottare altre provvidenze per agevolare la ripresa dei mercati. La Banca d'Italia ha già attivato

uno sportello che agevola le banche nell'ottenere la disponibilità di titoli utilizzabili per il rifinanziamento presso il Sistema europeo di banche centrali. L'Eurosistema ha rafforzato ancora i propri interventi, fornendo liquidità alle banche senza limiti quantitativi.

Il congelamento della liquidità costituisce oggi in Europa e in Italia il principale rischio di trasmissione delle turbolenze finanziarie all'economia reale. La pronta azione delle autorità sulla liquidità è essenziale: per questo motivo le misure appena adottate a livello nazionale ed europeo sono fondamentali.

Nonostante l'ulteriore caduta dei corsi azionari e dei prezzi dei titoli, la capitalizzazione delle maggiori banche italiane rimane sufficiente. Si è anche dimostrato che, quando è necessario, gli azionisti dei maggiori istituti e altri investitori sono pronti a investire ingenti quantità di capitali freschi; hanno fiducia nella solidità e nelle prospettive delle nostre banche.

### ***Famiglie e imprese***

Le ripercussioni della crisi vanno ben al di là del sistema bancario. Famiglie e imprese sono colpite sia direttamente, per la perdita di valore dei titoli Lehman che esse detengono, sia indirettamente, a causa delle prospettive di una restrizione del credito conseguente alle tensioni finanziarie del momento.

#### *Titoli della Lehman Brothers in possesso delle famiglie*

L'esposizione dei risparmiatori al rischio Lehman assume varie forme: acquisto diretto di titoli; acquisto di prodotti del risparmio gestito (fondi comuni, gestioni patrimoniali) che includono tali titoli; sottoscrizione di polizze di assicurazione collegate all'andamento di strumenti finanziari che fanno riferimento al gruppo. Secondo la rilevazione avviata dalla Banca d'Italia presso il sistema bancario italiano (ad esclusione delle banche di credito cooperativo) nei giorni successivi al fallimento della Lehman, alla fine di settembre il valore dei titoli Lehman delle famiglie depositati in custodia presso le banche era pari a circa 1,5 miliardi; aggiungendo i titoli in gestione patrimoniale e quelli nel portafoglio dei fondi comuni, l'ammontare sale a circa 2,0 miliardi. A questi si aggiungono ulteriori strumenti finanziari che espongono l'investitore all'insolvenza di Lehman, sui quali hanno riferito o riferiranno a questa Commissione altre autorità.

#### *La tutela dei risparmiatori e l'azione della Banca d'Italia*

Un fallimento di grandi proporzioni mette a dura prova il funzionamento dell'apparato istituzionale dedicato alla tutela dei risparmiatori. Il rischio di default è insito nel titolo obbligazionario; nessuna attività finanziaria è priva di rischio. È tuttavia essenziale che gli intermediari che offrono prodotti finanziari ai risparmiatori si comportino con la massima correttezza; chiariscano la natura e l'entità dei rischi da assumere; prestino, in caso di eventi traumatici, tutta l'assistenza e il sostegno che la legge e la loro stessa reputazione richiedono.

L'ordinamento ripartisce i compiti di tutela fra più autorità. Nel rispetto dei ruoli di ciascuno, la collaborazione è stretta, per assicurare il massimo della protezione ai risparmiatori colpiti dai

recenti episodi, anche attraverso le iniziative di cooperazione che si possono rendere necessarie per fornire risposte efficaci e coordinate.

La commercializzazione di prodotti con funzione di investimento, in qualunque forma e da chiunque effettuata, banche incluse, è assoggettata ai controlli della Consob, nei limiti delle direttive comunitarie. L'offerta al pubblico di prodotti finanziari è, in ogni caso, soggetta all'obbligo di pubblicare un prospetto informativo. Costituiscono prodotti finanziari, oltre agli strumenti finanziari (es. azioni, quote di OICR, obbligazioni, contratti derivati, certificati di deposito), anche le altre forme di investimento di natura finanziaria.

Al fine di agevolare la composizione di possibili controversie fra intermediari e clientela sono in corso di attivazione, in una apposita struttura presso la Consob, procedure di conciliazione ed arbitrato previste dalla legge sul risparmio.

Alla Banca d'Italia spetta innanzitutto la vigilanza sulla sana e prudente gestione degli intermediari ai fini della stabilità del sistema finanziario, primo baluardo a tutela dei risparmiatori, in particolare dei depositanti. Le spettano inoltre poteri di regolamentazione e controllo sulla trasparenza e correttezza delle attività relative ai depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.

Questi poteri non hanno rilievo diretto con riferimento al caso Lehman. Il gruppo non operava in Italia presso il pubblico con attività bancarie tradizionali.

L'attività della Banca d'Italia è stata significativamente riorientata verso il rafforzamento della tutela della clientela bancaria e verso l'obiettivo di sostenere la fiducia nei confronti del sistema bancario. All'interno della vigilanza è stata istituita un'apposita unità. Si sono obbligate le banche a dotarsi di una funzione di *compliance*, incaricata di verificare il puntuale rispetto della regolamentazione dell'attività, in particolare quella che tutela la clientela. Si è richiamata l'attenzione delle banche sull'importanza delle relazioni con la clientela, richiedendo che le filiali tengano adeguati standard di comportamento e che gli uffici prestino la necessaria attenzione ai clienti, anche in caso di contestazioni di modesto valore. Abbiamo messo in cantiere un nuovo, robusto sistema per la risoluzione stragiudiziale delle controversie, come previsto dal Testo unico bancario; il CICR ha già approvato a luglio l'iniziativa; alla fine dell'anno pubblicheremo per la consultazione una bozza di disposizioni attuative. All'inizio del 2009 proporremo alla consultazione anche una riforma delle norme sulla trasparenza, con l'obiettivo di renderne la tutela più semplice e più efficace. Abbiamo reso più incisive le ispezioni sulla trasparenza e correttezza; intensificato gli interventi che seguono gli esposti con cui la clientela si rivolge a noi quando ritiene di aver subito trattamenti scorretti da parte delle banche.

Il rafforzamento delle regole e dei controlli realizzato negli ultimi anni, l'azione di persuasione delle autorità, la sempre maggiore consapevolezza maturata dallo stesso sistema bancario e finanziario dell'importanza centrale di assicurare un'adeguata considerazione delle ragioni della clientela devono far sì che il difficile passaggio di questi giorni e mesi sia gestito nel modo più corretto e trasparente possibile.

### *Che avverrà dei titoli Lehman in possesso dei risparmiatori?*

Una stima precisa del valore di recupero dei titoli Lehman per i risparmiatori è prematura a questo stadio, per l'incertezza sul valore delle attività che costituiscono il patrimonio del gruppo. Il caso di Lehman è reso particolarmente complesso dall'articolata struttura internazionale del gruppo. Lascio alla Commissione un promemoria (Appendice 3) che ricostruisce, per quanto possibile al momento, la mappa delle società del gruppo Lehman a cui possono essere riconducibili le emissioni nel portafoglio dei risparmiatori italiani e fornisce alcune prime indicazioni circa le modalità con cui, a seconda dei casi, gli investitori potranno far valere i propri diritti. Le procedure e potenzialmente la stessa entità del rimborso differiscono a seconda del soggetto giuridico emittente e di altre condizioni; cambiano a seconda della forma dell'investimento (possesso diretto di titoli, gestioni patrimoniali individuali o collettive, polizze assicurative); poiché le società interessate non sono residenti in Italia, sono sottoposte a norme di ordinamenti diversi da quello italiano.

Non è possibile chiedere ai singoli risparmiatori di orientarsi in questo intreccio. Gli intermediari (banche, fondi, altre società) che hanno promosso il collocamento dei titoli o che ne curano la custodia non devono lasciarli soli. Devono assistere prontamente ed efficacemente i risparmiatori, ciascuno per le proprie responsabilità, ed essere pronti a compiere nel loro interesse tutte le azioni necessarie a tutelarne i diritti.

Assistenza adeguata, informazioni chiare, aperte e complete sono essenziali. Lo richiedono norme di legge, doveri fiduciari, tutela del buon nome. Abbiamo sollecitato gli intermediari in questo senso.

È urgente che le banche e gli altri intermediari interessati aprano un colloquio con i propri risparmiatori, anche in forma associata, per trovare di comune accordo le forme più efficaci di tutela. La Banca d'Italia – nel rispetto delle competenze delle altre autorità e di ogni norma rilevante, soprattutto in materia di concorrenza – è a disposizione per agevolare un confronto tra intermediari finanziari e risparmiatori, per tenere informati il Parlamento e il Governo sull'evoluzione della liquidazione Lehman.

### **3. Le prospettive**

Le prospettive di crescita dell'economia mondiale a breve termine si sono fortemente deteriorate; vengono riviste al ribasso le previsioni dei principali organismi internazionali e degli analisti privati. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Giappone l'indebolimento della congiuntura è netto; nell'area dell'euro il rallentamento della prima metà dell'anno si è accentuato; secondo il FMI la crescita mondiale nel 2009 sarà dovuta interamente ai paesi emergenti, che tuttavia risentiranno anch'essi della crisi.

L'Italia non fa eccezione a questo quadro generale. Gli effetti della crisi si sommano a debolezze strutturali preesistenti. Dopo il calo del PIL nel secondo trimestre i più recenti indicatori confermano segnali negativi per i prossimi trimestri. Calano i consumi delle famiglie, sotto il peso

dell'erosione del reddito disponibile a causa dell'inflazione e dell'aumento del servizio del debito. Le inchieste congiunturali rilevano pessimismo tra imprese e famiglie.

Sebbene le banche stiano segnalando – secondo le indagini qualitative dell'Eurosistema – una progressiva restrizione nelle condizioni di offerta del credito fin dalla seconda metà del 2007, fino ad oggi il credito erogato dal sistema bancario italiano alle imprese e alle famiglie, pur decelerando, ha di fatto continuato a crescere a ritmi piuttosto sostenuti. La situazione, tuttavia, può cambiare in fretta. Il protrarsi delle tensioni di liquidità e l'aumento del costo della raccolta rischiano di costringere le banche a un rapido *deleveraging*, che potrebbe comportare una contrazione del credito.

La possibilità che l'inasprimento delle condizioni creditizie per famiglie e imprese e il deterioramento del ciclo economico si rafforzino a vicenda in una spirale negativa rimane il rischio principale per l'economia mondiale. Si deve agire su due fronti.

Nel breve termine, è urgente ripristinare il clima di fiducia di cittadini e mercati. Le misure di emergenza adottate per proteggere i depositanti, normalizzare le condizioni di liquidità sui mercati e ricapitalizzare, all'occorrenza, il sistema bancario pongono le basi per un'azione efficace; l'attenzione non deve allentarsi.

In prospettiva occorrono, a livello internazionale, nuove regole per porre su basi più solide l'industria dei servizi finanziari. La risposta strutturale è stata avviata, per incarico del G7, dal *Financial Stability Forum* (FSF). Il nuovo sistema finanziario dovrà avere più capitale, meno debito e più regole. Il piano prevede azioni concrete per rinforzare le condizioni patrimoniali, la gestione della liquidità e dei rischi, migliorare la trasparenza e le pratiche di valutazione, cambiare il ruolo delle agenzie di rating, potenziare le risposte delle autorità per il contrasto alle situazioni di instabilità finanziaria.

Progressi significativi nell'attuazione di queste riforme sono già in atto. Essi includono la proposizione da parte delle autorità di vigilanza di nuovi requisiti patrimoniali per le esposizioni creditizie nei portafogli di negoziazione delle banche e delle società di intermediazione mobiliare, nuove linee guida del Comitato di Basilea sulla gestione del rischio di liquidità, importanti modifiche ai requisiti rivolti alle agenzie di rating per migliorare la qualità dei rating. Le maggiori banche hanno già applicato le raccomandazioni del FSF mirate ad assicurare informazioni più esaurienti sulle proprie esposizioni al rischio e sui processi di valutazione dei titoli più problematici.

In prospettiva va messo in cantiere un nuovo accordo internazionale sulla normativa prudenziale, che riveda, dove necessario anche profondamente, i meccanismi del Secondo accordo di Basilea. La crisi ci insegna che è essenziale rafforzare la normativa prudenziale per le banche, irrobustendo i presidi patrimoniali, la gestione dei rischi e allargando il perimetro delle attività e istituzioni sottoposte a sorveglianza. Vanno inoltre introdotti correttivi sostanziali per attenuare la tendenza alla prociclicità del sistema finanziario, che è fonte di instabilità finanziaria.

L'esperienza della crisi ha confermato che i prodotti derivati, in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento del rischio, sono armi a doppio taglio. Se usati in modo accorto e prudente permettono agli operatori di coprire e diversificare il rischio e possono contribuire a ridurre la fragilità del sistema; se adoperati senza adeguata considerazione dei rischi consentono una moltiplicazione senza controllo della leva finanziaria. Al tempo stesso la proliferazione di strumenti complessi ha reso la distribuzione del rischio più opaca per il mercato, per i regolatori, per gli stessi

operatori. Facilità di trasferire il rischio, alta leva e scarsa trasparenza hanno prodotto il risultato paradossale che la concentrazione del rischio nel sistema finanziario mondiale si è accresciuta, anziché ridursi.

È urgente intervenire. La trasparenza richiede una drastica semplificazione e standardizzazione dei contratti; strumenti non standard sono, per natura, difficili da valutare. Deve essere contenuto con appropriate regole il grado di leva finanziaria. Per assicurare corretti incentivi, almeno nel caso dei derivati di credito una parte del rischio deve restare, in modo esplicito, a carico dell'*originator*. Infine, quando gli strumenti vengono offerti al pubblico, deve essere rafforzata la protezione del contraente debole.

Infine, è maturo un ripensamento profondo dell'apparato istituzionale a livello internazionale. Il sistema finanziario è globale. L'integrazione dei mercati internazionali va preservata perché è stata e sarà un fattore fondamentale di sviluppo. È necessario adeguare le istituzioni al nuovo contesto affinché l'arena finanziaria internazionale non sia "terra di nessuno", affinché vi sia la possibilità di intervenire con tempestività e in modo coordinato all'emergere di situazioni di crisi.

Il mercato finanziario italiano, le banche italiane sono parte del sistema finanziario mondiale; ma di esso hanno condiviso solo in minima parte errori e distorsioni. Da noi non c'è un sistema bancario ombra. La Banca d'Italia ha interpretato in modo fermo il proprio mandato, operando perché gli errori commessi in altri sistemi non si verificassero in Italia.